

	(Cari)	Fiyat / Kazanç	Piyasa Değ. / Defter Değeri	Firma Değeri / Net Satışlar	Firma Değeri / FAVÖK
RHEAG	Rhea GSYO	-5,3	1,01	2,3	-3,5
ISGSY	İş GSYO	8,7	0,94	1,0	10,2
GDKGS	Gedik GSYO	59,3	1,24	0,2	7,8
EGCYO	Egeli&Co Tarım GSYO	-8,3	0,62	7,7	-4,3
GOZDE	Gözde GSYO	9,6	1,26	7,1	23,5
	Seçilmişler Ortalaması	9,3	1,13	2,34	10,1
	Genel Ortalama	11,4	1,13	4,24	26,1

"Seçilmişler Grubu"nın her bir çarpan değerinde hangi şirketlerin yer aldığı aşağıda turuncu renkle gösterilmiştir.

--- F / K için ---			--- PD / DD için ---			--- FD / FAVÖK için ---		
	Piyasa Değeri	4 Çeyrek Kar		Piyasa Değeri	Özkaynaklar		Firma Değeri	FAVÖK
RHEAG	39.888	-7.480	RHEAG	39.888	39.428	RHEAG	43.009	-12.327
ISGSY	198.629	22.734	ISGSY	198.629	211.610	ISGSY	157.265	15.466
GDKGS	7.413	125	GDKGS	7.413	5.978	GDKGS	1.420	182
EGCYO	11.220	-1.353	EGCYO	11.220	18.243	EGCYO	5.101	-1.199
GOZDE	523.102	54.658	GOZDE	523.102	414.035	GOZDE	1.408.346	59.866
Seç. Toplamı	721.731	77.392	Seç. Toplamı	780.252	689.293	Seç. Toplamı	158.685	15.648
Seçilmiş. Ort.	F / K	9,3	Seçilmiş. Ort.	PD / DD	1,13	Seçilmiş. Ort.	FD / FAVÖK	10,1

- a) **Fiyat / Kazanç Oranı (F/K):** Sektörün yapısı gereği dalgalı seyri, yapılan yatırımların realize sürelerinin değişim gösterebilmesi piyasa çarpanlarından özellikle Fiyat / Kazanç Oranının yüksek volatilité altında seyretmesine neden olmaktadır. Mevcut durumda, F/K oranının seçilmişler ortalamasının 9,3 çarpan değeri ile normal sınırlar içerisinde olduğunu düşünceler ve de 09.09.2013 itibarıyla BİST-100 endeksinin 9,8 olan değerinden daha düşük görüyor olsak da, mevcut karlılığın ilerleyen yıllarda benzer şekilde devam edememe ihtimalini gözönünde bulundurarak, ihtiyatlı olmak maksadıyla F/K oranının ağırlığını Piyasa Çarpanları analizinde %20 ile sınırlı tutuyoruz.
- b) **Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD):** Sektördeki yatırım planları ve bunların geri dönüşlerinin yarattığı belirsizliği daha sınırlı tutmak ve konservatif olmak için Piyasa Değeri / Defter Değeri oranına %60 ile en yüksek ağırlığı veriyoruz. Girişim Sermayesi sektörünün PD/DD rasyosunun sadece 1,13 olması, bu oranın gerek BIST-100 endeksinin 1,49 olan değerinin ve tüm piyasanın 1,48 olan değerinin oldukça altında yer almasına karşılık çarpan analizi içerisinde belirlediğimiz bu yüksek ağırlık, ihtiyatlılığın bir gereğidir.
- c) **Firma Değeri / Net Satışlar (FD/NS):** Firma Değeri / Net Satışlar rasyosu özellikle sanayi şirketleri açısından anlamlı olsa da, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının finans sektörüne yatırım yapma durumunun net satış kalemini anlamsız kılması ve şirketlerin portföylerinin birkaç yılda bir değişim gösterebilmesi açılarından çok anlamlı bulmuyoruz ve bu nedenle de Piyasa Çarpanları analizinde kullanmıyoruz.
- d) **Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK):** Verusaturk'ün 2012 yılında elde ettiği 20,3 milyon TL Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK), sektördeki ilk beş şirketin toplam 42,6 milyon TL FAVÖK tutarının neredeyse %50'sine denk gelmektedir. Bu çerçevede, şirketin 20,2 milyon TL tutarındaki FAVÖK değerinin sektörün seçilmişler ortalaması olan 10,1 değeri dikkate alınarak yapılan hesaplamada şirketin özkaynak değerinin 220,9 milyon TL çıktığı görülmektedir. F/K oranında olduğu üzere FD/FAVÖK oranında da ihtiyatlı olmak için oran analizindeki ağırlığını %20 ile sınırlandırmayı uygun görüyoruz.

Bu anlatımlarımız doğrultusunda ve Verusaturk'ün mevcut finansal verileri ışığında şirketin Piyasa Çarpanları analizine göre ortaya koyduğu sonuçlar aşağıda gösterilmektedir.

Nakit Değerler (30.06.2013)	15.416.384
Finansal Borçlar (30.06.2013)	0
Net Nakit / Borç (30.06.2013)	15.416.384

Verusaturk Son 4 Çeyrek (TL)

Ana Ortaklık Kar / Zararı	38.257.763
Özkaynaklar	56.090.181
Net Satışlar	23.460.134
FAVÖK	20.261.594

30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012
11.414.798	30.675.383	3.832.418
56.090.181	44.675.383	17.832.418
0	23.460.134	0
-149.367	20.284.133	-126.828

Verusaturk Özsermaye Değeri (TL)

Değerleme Yöntemi	Ağırlığı
F/K	0,20
PD/DD	0,60
FD/FAVOK	0,20
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	153.627.490

Verusaturk Piyasa Değeri		
F/K	PD/DD	FD/FAVOK
356.778.653	63.491.789	
		220.883.433

Piyasa Çarpanları analizine göre Verusaturk GSYO'nun Özkaynak Değeri: 153.627.490 TL'dir.

ii) Net Aktif Varlık Değerlemesi (Parçaların Toplamı):

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Verusaturk), BIST'de işlem görmekte olan Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ile Anel Telekomünikasyon şirketlerine iştirak etmekte olup, mali tablolarında finansal yatırım olarak gösterdiği Gersan Elektrik'te ise %4,99 oranında payı bulunmaktadır. Bu kapsamda, Verusaturk'ün mevcut iki şirketteki iştirak paylarının toplamına net nakit / borç pozisyonu eklenerek Net Aktif Varlık Değerine aşağıdaki şekilde ulaşıyoruz.

VERUSATURK GSYO

(TL)	Sermaye	Fiyat	Piyasa Değeri	Verusaturk Payı (%)	Verusaturk Payı (TL)
HALKA AÇIK					
Acıselsan	602.000	27,90	16.795.800	30,07%	5.049.900
Anel Telekom	50.000.000	2,88	144.000.000	19,99%	28.785.600
Gersan Elektrik	30.000.000	1,60	48.000.000	5,00%	2.398.400
Halka Açık Kısım Toplamı					36.233.900
HALKA AÇIK OLMAYAN					
-	-	-	-	-	-
Halka Açık Olmayan Kısım Toplamı					0
Net Nakit / Borç (Güncel)					15.504.911
NAVD Toplamı					51.738.811

SONUÇ - VERUSATURK:

1. Özsermaye Değeri - NAVD			51.738.811 TL
2. Çarpanlar Yöntemi Şirket Değeri			153.627.490 TL
	NAVD	Çarpanlar	
Ağırlıklı Ortalama Şirket Değeri	50%	50%	102.683.151 TL

3.2.1.2. ATA ELEKTRİK ENERJİSİ TOPTAN SATIŞ A.Ş.

Kullanılan Yöntemler: Benzer Şirket Karşılaştırması + İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**i) Benzer Şirket Karşılaştırması:**

Ata Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. (Ata Elektrik) her ne kadar bir elektrik üretim şirketi olmasa da, Piyasa Çarpanları analizinde BIST'de kendine en yakın sayılabilecek elektrik sektörünü baz alıyoruz. Bu nedenle, şirketin çarpan analizinde Ak Enerji, Aksa Enerji, Aksu Enerji, Ayen Enerji ve Zorlu Enerji ile karşılaştırılmasını uygun buluyoruz. Gerçi, bahsi geçen şirketlerden Ak Enerji'nin Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş.'ye sahip olması, Aksa Enerji'nin de benzer şekilde Çoruh Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Fırat Elektrik Dağıtım A.Ş.'yi bünyesinde barındırması, sadece üretim şirketi olmadığını, toptan satış ve ticareti faaliyeti gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Enerji sektöründeki şirketlerin sektördeki yerini korumak veya büyümesini devam ettirmek için sürekli yatırım yapmaları ve üretim kapasitelerini arttırmaları bu şirketlerin borçluluk rasyolarının yükselmesine neden olmaktadır. Yapılmakta olan yatırımlara bağlı olarak dış kaynak ihtiyacı şirketlerin kur, faiz ve elektrik satış fiyatlarındaki dalgalanmalardan etkilenmesine sebep olmaktadır.

(09.09.2013 itibarıyla)	Cari		Cari		Son 4 Çeyrek	Son 4 Çeyrek	Son 4 Çeyrek
(1000 TL)	Piyasa Değeri	Özkaynaklar	Firma Değeri	Net Kar/Zarar	Net Satışlar	Net Satışlar	FAVÖK
Ak Enerji	867.705	947.865	2.343.201	-14.665	673.729	673.729	181.045
Aksa Enerji	1.637.162	1.059.580	2.986.725	37.549	1.765.744	1.765.744	286.871
Aksu Enerji	48.609	39.812	43.750	3.011	2.484	2.484	1.458
Ayen Enerji	237.749	259.821	835.359	-1.976	298.617	298.617	78.049
Zorlu Enerji	605.000	514.674	3.640.541	447.039	494.698	494.698	99.597
Toplam	3.396.224	2.821.752	9.849.576	470.958	3.235.272	3.235.272	647.020

(09.09.2013 itibarıyla)	Ana Ortaklık Net Kar / Zararı			Net Satışlar			FAVÖK		
(1000 TL)	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012
Ak Enerji	-10.799	79.014	82.881	322.817	801.981	451.069	119.258	143.810	82.024
Aksa Enerji	-56.842	230.134	135.743	791.875	1.840.638	866.769	127.331	322.773	163.234
Aksu Enerji	3.547	7.056	7.593	2.161	2.777	2.455	1.637	1.772	1.951
Ayen Enerji	-60	22.611	24.527	166.021	193.962	61.366	43.009	64.808	29.768
Zorlu Enerji	-74.124	589.193	68.030	265.053	525.227	295.582	38.218	78.248	16.869
Toplam	-138.278	928.009	318.774	1.547.928	3.364.585	1.677.241	329.453	611.412	293.845

- a) **Fiyat / Kazanç Oranı (F/K):** Türkiye ekonomisindeki büyüme her ne kadar enerji sektörü şirketlerinin kapasite artışının önünü zoraki olarak da açmış olsa da, sektörün karlılık anlamında bir stabilizasyon yakaladığını söylemek güçtür. Yıllar itibarıyla, kur, faiz, elektrik ve doğalgaz fiyatındaki gelişmelerin şirketlerin karlılıklarında ciddi volatilité yaratmasına karşılık şirketin Verusa Holding'in aktif denetimine geçmesinin ardından her ay itibarıyla düzenli olarak kar elde etmesi nedeniyle Ata Elektrik'in çarpan analizinde F/K oranının ağırlığını %30 olarak belirlemeyi makul buluyoruz.
- b) **Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD):** Aksa Enerji'nin 1,55 değeri ile sektörün hemen üzerinde olan PD/DD rasyosuna karşılık sektörün ortalama PD/DD rasyosunun 1,20 ile BİST-100 endeksinin altında yer alması sebebiyle PD/DD oranının ağırlığını biraz da ihtiyatlı davranmaya çalışarak %30 seviyesinde belirlemeyi uygun buluyoruz.
- c) **Firma Değeri / Net Satışlar (FD/NS):** Aksu Enerji'nin 17,6, Zorlu Enerji'nin de 7,4 olan FD/NS rasyosu nedeniyle oran analizimizde her iki şirketi devre dışı bırakarak seçilmiş şirketler grubunun ortalama FD/NS rasyosunu 2,25 olarak tespit ediyoruz. Bu hassaslaştırma çabamıza rağmen şirketin son dört çeyrekte elde ettiği 45.136.568 TL hasılat tahmini özkaynak değeri olarak 105.268.862 TL gibi yüksek bir sonucu işaret ediyor. Bu doğrultuda, FD/NS rasyosunun diğer oranlara göre yüksek değere işaret etmesi bakımından ağırlığını analiz içerisinde %10 ile sınırlı tutmayı tercih ediyoruz.
- d) **Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK):** Zorlu ve Aksu Enerji'nin uç değer olarak kabul edilebilecek FD/FAVÖK rasyolarına karşılık Aksa, Ayen ve Ak Enerji'nin makul görünen çarpan değerleri (12,9; 10,4 ve 10,7) ve ağırlığı sektörün bu çarpanını ortalamada normal seviyelere yakınlştırıyor. Hali hazırda seçilmişlerden oluşturduğumuz sektörün ortalama FD/FAVÖK rasyosunun 11,3x ile 17,8 milyon TL

tutarında makul sayılabilecek bir tahmini piyasa değerine değeri işaret etmesi nedeniyle FD/FAVÖK oranının ağırlığını %30 seviyesinde kullanmayı uygun görüyoruz.

Ata Elektrik'in "Piyasa Çarpanları" analizinde Verusa Holding ve Verusatürk GSYO'da olduğu üzere oran analizlerinin hassaslaştırılması için eksi değerler ile uç değerler analiz dışında tutulmuş, "Seçilmişler Ortalaması" çarpan analizlerinde kullanılmıştır. Bu kapsamda, durumun daha net görülebilmesi için aşağıdaki tabloda her iki yöntemin çarpan değerleri verilmiştir.

(Cari)	Fiyat / Kazanç	Piyasa Değ. / Defter Değeri	Firma Değeri / Net Satışlar	Firma Değeri / FAVÖK
Ak Enerji	-59,2	0,92	3,5	12,9
Aksa Enerji	43,6	1,55	1,7	10,4
Aksu Enerji	16,1	1,22	17,6	30,0
Ayen Enerji	-120,3	0,92	2,8	10,7
Zorlu Enerji	1,4	1,18	7,4	36,6
Seçilmişler Ortalaması	16,1	1,20	2,25	11,3
Genel Ortalama	7,2	1,20	3,04	15,2

"Seçilmişler Grubu"nın her bir çarpan değerinde hangi şirketlerin yer aldığı aşağıda turuncu renkle gösterilmiştir.

--- F / K için ---

	Piyasa Değeri	4 Çeyrek Kar
AKENR	867.705	-14.665
AKSEN	1.637.162	37.549
AKSUE	48.609	3.011
AYEN	237.749	-1.976
ZOREN	605.000	447.039
Seç. Toplamı	48.609	3.011
Seçilmiş. Ort.	F / K	16,1

--- PD / DD için ---

	Piyasa Değeri	Özkaynaklar
AKENR	867.705	947.865
AKSEN	1.637.162	1.059.580
AKSUE	48.609	39.812
AYEN	237.749	259.821
ZOREN	605.000	514.674
Seç. Toplamı	3.396.224	2.821.752
Seçilmiş. Ort.	PD / DD	1,20

--- FD / NS için ---

	Firma Değeri	Net Satışlar
AKENR	2.343.201	673.729
AKSEN	2.986.725	1.765.744
AKSUE	43.750	2.484
AYEN	835.359	298.617
ZOREN	3.640.541	494.698
Seç. Toplamı	6.165.285	2.738.091
Seçilmiş. Ort.	FD / NS	2,25

--- FD / FAVÖK için ---

	Firma Değeri	FAVÖK
AKENR	2.343.201	181.045
AKSEN	2.986.725	286.871
AKSUE	43.750	1.458
AYEN	835.359	78.049
ZOREN	3.640.541	99.597
Seç. Toplamı	6.165.285	545.965
Seçilmiş. Ort.	FD / FAVÖK	11,3

Nakit Değerler (30.06.2013)	3.636.059
Finansal Borçlar (30.06.2013)	0
Net Nakit / Borç (30.06.2013)	3.636.059

Ata Elektrik Son 4 Çeyrek (TL)

Ana Ortaklık Kar / Zararı	1.213.983
Özkaynaklar	7.967.575
Net Satışlar	45.136.568
FAVÖK	1.252.530

30.06.2013 31.12.2012 30.06.2012

832.712	289.608	-91.663
7.967.575	7.134.863	4.724.136
21.333.190	33.673.243	9.869.865
897.496	371.562	16.528

Ata Elektrik Özsermaye Değeri (TL)

Değerleme Yöntemi	Ağırlığı
F/K	0,30
PD/DD	0,30
FD/NS	0,10
FD/FAVOK	0,30
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	24.618.164

Ata Elektrik Piyasa Değeri (TL)

F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVOK
19.601.051	9.589.670	105.268.862	17.780.203

Piyasa Çarpanları analizine göre Ata Elektrik'in Özkaynak Değeri: 24.618.164 TL'dir.

ii) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Açıklamalar ve Varsayımlar:

Şirketin cirosu İzmir'den Trabzon'a, İstanbul'dan Hatay'a kadar toplam 42 ilde yapılan elektrik satışı, elektrik dağıtım sistem bedelleri, gecikme ceza bedelleri ve PMUM satış bedellerinden oluşmaktadır. Bu doğrultuda, Türkiye'nin 38 ilinde elektrik satışı yapan firmanın 2012 yılı gelirlerinin %65,5'i Elektrik Satış Bedelleri, %28,7'si Elektrik Dağıtım Sistem Bedelleri, %5'i PMUM Satış Bedelleri, %0,5'i Gecikme Ceza Bedellerinden elde edilmiştir.

2012 yılında 127,3 milyon kwh elektrik satışı ile 33,7 milyon TL hasılat elde eden Şirket, 2013 yılı ilk altı aylık döneminde 76,8 milyon kwh elektrik satışı ile cirosunu 21,3 milyon TL olarak gerçekleştirmiştir.

2012 yılı ikinci yarı kwh bazlı verileri üzerinden ve yapılan anlaşmalar üzerinden gidilerek ve ayrıca global ekonomik konjonktür gözönünde bulundurularak, şirketin 2013 yılının ikinci yarısında 2012 yılının aynı dönemine göre kwh bazlı satışlarında yaklaşık %10'luk düşüş öngörsek de, tüm yıl genelinde satışlarının (kwh) bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,5 artarak 157,3 milyon kwh'e ulaşmasını bekliyoruz.

Benzer şekilde TL bazlı satışlarda ise, gerek kurlardaki artışın bir yansıması olarak elektrik fiyatlarına gelmesi muhtemel yeni bir düzenleme, gerekse de 2012 yılının ikinci yarısında gördüğümüz ortalama %4,6'lık artış sebepleriyle 2013 yılı ikinci yarısında cironun %12 oranında artarak 23,9 milyon TL, 2013 yıl genelinde ise %34,3'lük artışla 45,2 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Şirket yönetimi gerek Verusa Holding'in satın almayı planladığı yaklaşık 10 MW gücündeki hidrolik santral, gerekse de pazardaki rekabet gücünü artırma doğrultusunda 2014 yılında kwh bazında satışları %50, 2015 – 2017 arasında ise her yıl %25 oranında artırmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda, ihtiyatlı olmak üzere birim elektrik satış fiyatlarının her yıl ortalama %3 oranında artacağı tahmin edilmiş olup, bu öngörülere ilişkin tahminler aşağıda gösterilmiştir.

	2012/06	2012	2013/06	2013
Satışlar (TL)	9.869.865	33.673.243	21.333.190	45.209.792
Satışlar (kwh)	38.202.794	127.324.017	76.845.745	157.307.138
Birim Satış Fiyatı (TL/kwh)	0,2584	0,2645	0,2776	0,2874

	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Satışlar (TL)	69.849.128	89.930.752	115.785.844	149.074.274
Satışlar (kwh)	235.960.707	50% 294.950.884	25% 368.688.605	25% 460.860.756
Birim Satış Fiyatı (TL/kwh)	0,2960	3% 0,3049	3% 0,3140	3% 0,3235

Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:

2014 – 2017 yılları arasında birim elektrik satış maliyetinin (TL/kwh) elektrik fiyatlarındaki artışa paralel olarak her yıl ortalama %3 oranında artacağı tahmin edilmiştir. 2013 – 2017 yılları arasında pazarlama ve satış giderleri ile genel yönetim giderlerinin cirodaki artışa paralel seyir izleyeceği öngörülmektedir. Birim elektrik maliyetinin kwh bazında elektrik satışı ile çarpılması sonucunda satışların maliyeti değerine ulaşılmıştır.

Satışların Maliyeti (TL)							
	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Satışların Maliyeti (TL)	10.767.878	32.181.677	40.853.740	63.119.028	81.265.748	104.629.651	134.710.675
Satış (kWh)	30.961.830	127.324.017	157.307.138	235.960.707	294.950.884	368.688.605	460.860.756
Birim Maliyet (TL/kWh)	0,35	0,25	0,26	0,27	0,28	0,28	0,29
Satışların Maliyeti	10.767.878	32.181.677	40.853.740	63.119.028	81.265.748	104.629.651	134.710.675

Faaliyet Giderleri (TL)							
	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Pazarlama ve Satış Giderleri	0	303.570	494.540	764.065	983.733	1.266.556	1.630.691
Genel Yönetim Giderleri	647.139	877.848	1.206.652	1.864.277	2.400.256	3.090.330	3.978.800
Faaliyet Giderleri	647.139	1.181.418	1.701.192	2.628.341	3.383.989	4.356.886	5.609.491

Pazarlama ve satış giderlerinin toplam hasılaya oranı 2012 yılında %0,9, 2013/06 döneminde ise %1,3 seviyesinde olmuştur. Genel Yönetim Giderlerinin net satışlara oranı ise bahsi geçen dönemlerde sırasıyla %2,6 ve %2,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, ilerleyen yıllarda pazarlama ve satış giderlerinin 2012 ve 2013/06 dönemi ortalaması olan %1,1, genel yönetim giderlerinin de benzer şekilde %2,7 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

İşletme Sermayesi Değişimi:

2012 yılını ticari alacak devir hızında 57 gün, borç devir hızında 35 günle tamamlayan şirketin faaliyeti gereği stokları bulunmamaktadır. Buna karşılık, bağımsız denetim raporunda şirketin 2011 yılı için 14.919 TL, 2012 yılı için 757.131 TL, 2013/06 dönemi için ise 261.200 TL stoğunun olduğu yer almaktadır. Bu rakamların tamamına yakınının verilen sipariş avansları olması sebebiyle ve şirketin faaliyet gösterdiği sektörün stok tutmaya imkan vermeyen bir sektör olması nedeniyle stok devir hızını 0 olarak görüyoruz.

Şirketin 2013 yılı ilk yarısında 46 güne inen alacak devir hızı ve 34 güne gerileyen borç devir hızlarının ilerleyen yıllarda da benzer şekilde seyredeceği tahmin edilmiştir. Bu çerçevede tahmini işletme sermayesi değişimleri tabloda gösterilmektedir.

İşletme Sermayesi Değişim (TL)							
	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Net Satışlar	11.075.535	33.673.243	45.209.792	69.849.128	89.930.752	115.785.844	149.074.274
SMM	10.767.878	32.181.677	40.853.740	63.119.028	81.265.748	104.629.651	134.710.675
Ticari Alacaklar	2.377.218	5.321.508	5.721.560	8.839.810	11.381.255	14.653.366	18.866.209
Ticari Borçlar	1.603.905	3.113.332	3.842.068	5.935.995	7.642.594	9.839.839	12.668.793
Stoklar	4.136	614	0	0	0	0	0
Net İşletme Sermayesi Değişim		-1.434.863	328.684	-1.024.323	-834.847	-1.074.865	-1.383.889
Devir Hızları							
Ticari Alacaklar	77	57	46	46	46	46	46
Ticari Borçlar	54	35	34	34	34	34	34
Stoklar	2.678	54.842	0	0	0	0	0

Amortisman:

2011 – 2012 amortisman tutarları ve yatırım planları üzerinden giderek şirketin ilerleyen yıllarda 60.000 TL tutarında yeni yatırım yapacağı varsayılmış ve aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

Amortisman (TL)	2011	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Mevcut Amortisman	60.611	61.414	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Yeni Yatırım							
2013	60.000		12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
2014	60.000			12.000	12.000	12.000	12.000
2015	60.000				12.000	12.000	12.000
2016	60.000					12.000	12.000
2017	60.000						12.000
Toplam Amortisman	60.611	61.414	72.000	84.000	96.000	108.000	120.000

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Yukarıda yer alan kabuller, varsayımlar ve tahminlerle ulaştığımız Serbest Nakit Akımlarını aşağıda hesap ettiğimiz ve gösterdiğimiz iskonto oranıyla indirgeyip, uç değer ve net nakit / borç bakiyesini ekleyerek nihai özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Risksiz getiri oranı: Risksiz getiri oranı olarak, 13 Mayıs 2015 vadeli gösterge tahvilin (TRT130515T11) 9 Eylül 2013 tarihindeki %9,30 değeri baz alınmış, piyasa risk primine ilave edilmiş olması ve gösterge tahvilin default durumunu içeriyor olması sebebiyle de, 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri bu orandan çıkarılarak %7,0 değerine ulaşılmıştır.

Beta: Elektrik sektörünün 1 yıllık Betası 0,87 olsa da şirketin elektrik üretim faaliyetinin bulunmaması ve ihtiyatlı davranmak maksadıyla 1,00 olarak kullanılmıştır.

Risk Primi: İNA analizinde piyasa risk primi olarak; 1928 – 2012 yılları arasını kapsayan dönemde ABD hisse senetlerinin getirisinin, tahvillerin getirisinden farkının geometrik ortalaması olan %4,2 değerinin üzerine 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri ilave edilmiştir.

Sermaye maliyeti: Risksiz getiri ve risk primi toplamı olarak %13,5 olarak hesap edilmiştir.

Borçlanma maliyeti: Şirketin finansal borçlanmasının bulunmaması sebebiyle %0'dır.

Uç büyüme oranı: Belirsiz dönemden yansıyan piyasa değerinin etkisini sınırlayabilmek için %1 şeklinde alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Sermaye maliyeti x sermaye ağırlığı + (borç maliyeti x borç ağırlığı) x (vergi avantajı)

Projeksiyonlar (TL)	2010 G	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Satışlar	11.075.535	33.673.243	45.209.792	69.849.128	89.930.752	115.785.844	149.074.274	
Satışların Maliyeti (-)	-10.767.878	-32.181.677	-40.853.740	-63.119.028	-81.265.748	-104.629.651	-134.710.675	
Brüt Satış Karı	307.657	1.491.566	4.356.052	6.730.100	8.665.004	11.156.193	14.363.598	
Brüt Satış Kar Marjı (%)	2,8%	4,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
Faaliyet Giderleri (-)	-647.139	-1.181.418	-1.701.192	-2.628.341	-3.383.989	-4.356.886	-5.609.491	
Faaliyet Karı	-339.482	310.148	2.654.860	4.101.759	5.281.015	6.799.307	8.754.107	
Faaliyet Kar Marjı (%)	-	0,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
Amortisman	60.611	61.414	72.000	84.000	96.000	108.000	120.000	
FAVÖK	-278.871	371.562	2.726.860	4.185.759	5.377.015	6.907.307	8.874.107	
FAVÖK Marjı (%)	0,0%	1,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Vergi (-)	95.190	-34.454	-530.972	-820.352	-1.056.203	-1.359.861	-1.750.821	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-218.945	289.608	2.123.888	3.281.407	4.224.812	5.439.445	7.003.286	

Serbest Nakit Akımları	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 ve Sonrası
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2.123.888	3.281.407	4.224.812	5.439.445	7.003.286	
Amortisman	72.000	84.000	96.000	108.000	120.000	
Yatırımlar	-60.000	-60.000	-60.000	-60.000	-60.000	
Net İşletme Sermayesi Değişim	328.684	-1.024.323	-834.847	-1.074.865	-1.383.889	
Serbest Nakit Akımları	2.464.572	2.281.084	3.425.965	4.412.580	5.679.397	5.736.191
İskonto Oranı (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
İskonto Faktörü	0,9386	0,8811	0,8270	0,7763	0,7286	0,6839
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.156.681	2.009.766	2.833.278	3.425.318	4.138.210	31.385.279

2013 - 2017 Projeksiyon Dönemi
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı

13.563.253

Uç Değer

31.385.279

Şirket Değeri

44.948.532

Nakit Değerler (30.06.2013)

3.636.059

Finansal Borçlar (30.06.2013)

0

Net Nakit / Borç (30.06.2013)

3.636.059

1. Özsermaye Değeri - İNA

48.584.591

Risksiz Faiz Oranı	7,0%
Beta	1,0
Piyasa Risk Primi	6,5%
Sermaye Maliyeti	13,5%
Borçlanma Maliyeti	0,0%
Borç / Özkaynak	0,0%
Vergi Oranı	20%
AOSM (WACC)	13,5%
Uç Büyüme Oranı	1%

İNA analizinde 2013/06 dönemi yani yarı yıl verilerinin başlangıç olarak kullanılması sebebiyle, iskonto faktörü ile serbest nakit akımlarından indirgenmiş nakit akımlarına geçerken, 2013 yılının serbest nakit akımı ½ çarpanı ile düzeltilerek indirgenmiştir. Diğer yıllarda bu yönde bir düzeltme gereği olmadığı için serbest nakit akımları indirgeme oranlarıyla çarpılmış ve indirgenmiş nakit akımlarına ulaşılmıştır.

Benzer şekilde yarı yıl etkisi nedeniyle iskonto faktöründe her yıl için ½ düzeltmesi yapılmıştır.

İNA analizine göre Ata Elektrik'in Özkaynak Değeri: 48.584.591 TL'dir.

SONUÇ – ATA ELEKTRİK:

	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlığı	Ağırlıklandı. Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	48.584.591	50,0%	24.292.296
Fiyat / Kazanç	19.601.051	15,0%	2.940.158
Piyasa Değeri / Defter Değeri	9.589.670	15,0%	1.438.451
Firma Değeri / Net Satışlar	105.268.862	5,0%	5.263.443
Firma Değeri / FAVÖK	17.780.203	15,0%	2.667.031
Ağırlıklandırılmış Toplam Özkaynak Değeri			36.601.377

ATA ELEKTRİK NİHAİ PİYASA DEĞERİ = 36.601.377 TL

3.2.1.3. ALDEM ÇELİK ENDÜSTRİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Kullanılan Yöntemler: Benzer Şirket Karşılaştırması + İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**i) Benzer Şirket Karşılaştırması:**

Makine konstrüksiyonları, platform ızgaraları ve çelik yapı konstrüksiyonları yapan, 11.000 m²'si kapalı, 7.000 m²'si açık olmak üzere toplam 18.000 m²'lik kiralık üretim alanında hizmet veren Aldem Çelik Endüstri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Aldem Çelik) BİST'de bire bir karşılaştırılabilir örneğinin bulunmamasına karşılık metal ana sanayinde yer alan ciro ve özkaynaklar açısından kendisine en yakın gördüğümüz Burçelik Bursa Çelik, Çelik Halat, Çemaş Döküm, Çemtaş Makine, Demisaş Döküm, Erbosan Erciyas Boru, Fenış Alüminyum, Özbal Çelik Boru şirketlerini çarpan analizinde karşılaştırılabilir firmalar olarak kullandık.

(09.09.2013 itibarıyla) (1000 TL)	Cari Piyasa Değeri	Cari Özkaynaklar	Cari Firma Değeri	Son 4 Çeyrek Net Kar/Zarar	Son 4 Çeyrek Net Satışlar	Son 4 Çeyrek FAVÖK
Burçelik Bursa Çelik	30.663	17.910	39.457	-1.610	27.498	-889
Çelik Halat	34.980	28.540	64.242	-1.849	119.254	6.243
Çemaş Döküm	168.270	277.972	158.188	12.888	87.617	-3.039
Çemtaş Çelik Makine	109.054	162.893	119.538	10.824	184.257	6.625
Demisaş Döküm	42.000	65.815	79.519	-4.820	135.367	4.918
Erbosan Erciyas Boru	99.963	100.167	100.742	15.852	194.947	13.961
Fenış Alüminyum	52.970	69.447	62.500	4.917	129.837	1.534
Özbal Çelik Boru	31.015	16.650	64.204	-8.144	119.138	1.772
Toplam	568.915	739.395	688.391	28.058	997.915	31.125

(09.09.2013 itibarıyla) (1000 TL)	Ana Ortaklık Net Kar / Zararı			Net Satışlar			FAVÖK		
	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012
Burçelik Bursa Çelik	-392	-1.121	98	12.698	31.509	16.709	634	-1.227	296
Çelik Halat	-179	390	2.060	60.543	121.235	62.524	4.153	5.627	3.537
Çemaş Döküm	18.303	3.747	9.162	40.410	85.922	38.714	3.661	-5.226	1.474
Çemtaş Çelik Makine	5.707	8.503	3.386	104.145	196.224	116.111	8.830	2.280	4.485
Demisaş Döküm	-1.232	-4.676	-1.088	74.279	136.307	75.219	3.654	3.300	2.035
Erbosan Erciyas Boru	6.358	15.998	6.505	99.784	184.916	89.753	6.428	11.414	3.881
Fenış Alüminyum	2.515	5.327	2.926	65.506	123.571	59.240	616	1.457	539
Özbal Çelik Boru	-4.821	-6.066	-2.743	61.946	101.120	43.928	627	-368	-1.513
Toplam	26.260	22.103	20.305	519.311	980.803	502.199	28.604	17.255	14.734

- a) **Fiyat / Kazanç Oranı (F/K):** Avrupa'da küçülmekte olan çelik sanayinin, Türkiye ekonomisindeki büyüme sürecinin devam ediyor olmasına da bağlı olarak şu an itibarıyla yurtiçindeki firmaları önemli ölçüde etkilediğini söylemek güç görünüyor. Bu kapsamda, 2011 yılında 31,8 milyon TL kar elde eden ve yukarıdaki tablolarda gösterilen şirketlerin 2012 yılı karı 22,1 milyon TL'ye gerilemiş olsa da, 2013/06 dönemi itibarıyla toplam karlılığın 26,3 milyon TL'ye yükselmiş olması bu durumun şu an için şirketlerde sorun yaratmadığını ortaya koyuyor. Verusa Holding'in Aldem Çelik'e iştirakinin akabinde şirketin 2012 yılında 2,1 milyon TL kar açıklaması, periyodik olarak zayıf geçen ilk yarı çerçevesinde 2013/06 döneminde 0,2 milyon TL zarar edilse de, geçen yılın aynı döneminde göre iyileşme olması şirketin ilerleyen yıllara ilişkin karlılığına yönelik pozitif sinyaller veriyor. Bu durumun yanı sıra, 8 şirketten oluşan genel F/K ortalamasının 20,3 olmasına karşılık seçilmişler grubunun F/K oranının 9,7 seviyesinde bulunması, çarpan analizinde F/K ağırlığını %25 seviyesinde belirlememizde etkili oluyor.
- b) **Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD):** Tablolardan da görüleceği üzere Burçelik, Özbal gibi şirketlerin PD/DD'i diğer şirketlerin 2-3 katı seviyesinde olsa da, genel ortalamada PD/DD'i 0,77 gibi oldukça düşük bir noktada bulunuyor. Bu durumun yanı sıra, sekiz şirketten oluşan sektörün PD/DD'nin BİST-100 endeksi ve BİST genelinin neredeyse yarısı seviyesinde bulunmasının yeterince ihtiyatlılık sağladığını düşünerek oran analizi içerisindeki payını %25 olarak belirlemeyi uygun görüyoruz.
- c) **Firma Değeri / Net Satışlar (FD/NS):** Burçelik ve Çemaş'ı devre dışında bırakarak hesap ettiğimiz seçilmişler grubunun FD/NS oranı 0,56 gibi oldukça makul ve hatta düşük seviyede diyebiliriz. Bu kapsamda, FD/NS oranının çarpan analizi içerisindeki ağırlığını %25 olarak tespit ediyoruz.
- d) **Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK):** 22,1x çarpan değerine sahip genel sektör ortalamasında Burçelik, Çemaş, Fenış Alüminyum ve Özbal Çelik düzeltmeleri yaparak seçilmişler grubunun FD/FAVÖK rasyosunu 11,5x çarpanına indiriyoruz. Şirketin bu çarpan değeri ve 1,75 milyon TL FAVÖK tutarı ile

18,9 milyon TL tahmini özkaynak değeri ortaya koymasını uygun buluyor ve oran analizindeki ağırlığını %25 şeklinde kullanmayı tercih ediyoruz.

Aldem Çelik'in "Piyasa Çarpanları" analizinde Verusa Holding, Verusatürk GSYO ve Ata Elektrik'te olduğu üzere oran analizlerinin hassaslaştırılması için eksi değerler ile uç değerler analiz dışında tutulmuş, "Seçilmişler Ortalaması" çarpan analizlerinde kullanılmıştır. Bu kapsamda, durumun daha net görülebilmesi için aşağıdaki tabloda her iki yöntemin çarpan değerleri verilmiştir.

(Cari)	Fiyat / Kazanç	Piyasa Değ. / Defter Değeri	Firma Değeri / Net Satışlar	Firma Değeri / FAVÖK
Burçelik Bursa Çelik	-19,0	1,71	1,4	-44,4
Çelik Halat	-18,9	1,23	0,5	10,3
Çemaş Döküm	13,1	0,61	1,8	-52,1
Çemtaş Çelik Makine	10,1	0,67	0,6	18,0
Demisaş Döküm	-8,7	0,64	0,6	16,2
Erbosan Erciyas Boru	6,3	1,00	0,5	7,2
Feniş Alüminyum	10,8	0,76	0,5	40,7
Özbal Çelik Boru	-3,8	1,86	0,5	36,2
Seçilmişler Ortalaması	9,7	0,77	0,56	11,5
Genel Ortalama	20,3	0,77	0,69	22,1

"Seçilmişler Grubu"nın her bir çarpan değerinde hangi şirketlerin yer aldığı aşağıda turuncu renkle gösterilmiştir.

--- F / K için ---		
	Piyasa Değeri	4 Çeyrek Kar
BURCE	30.663	-1.610
CELHA	34.980	-1.849
CEMAS	168.270	12.888
CEMTS	109.054	10.824
DMSAS	42.000	-4.820
ERBOS	99.963	15.852
FENIS	52.970	4.917
OZBAL	31.015	-8.144
Seç. Toplamı	430.257	44.481
Seçilmiş. Ort	F / K	9,7

--- PD / DD için ---		
	Piyasa Değeri	Özkaynaklar
BURCE	30.663	17.910
CELHA	34.980	28.540
CEMAS	168.270	277.972
CEMTS	109.054	162.893
DMSAS	42.000	65.815
ERBOS	99.963	100.167
FENIS	52.970	69.447
OZBAL	31.015	16.650
Seç. Toplamı	568.915	739.395
Seçilmiş. Ort	PD / DD	0,77

--- FD / NS için ---		
	Firma Değeri	Net Satışlar
BURCE	39.457	27.498
CELHA	64.242	119.254
CEMAS	158.188	87.617
CEMTS	119.538	184.257
DMSAS	79.519	135.367
ERBOS	100.742	194.947
FENIS	62.500	129.837
OZBAL	64.204	119.138
Seç. Toplamı	490.746	882.800
Seçilmiş. Ort	FD / NS	0,56

--- FD / FAVÖK için ---		
	Firma Değeri	FAVÖK
BURCE	39.457	-889
CELHA	64.242	6.243
CEMAS	158.188	-3.039
CEMTS	119.538	6.625
DMSAS	79.519	4.918
ERBOS	100.742	13.961
FENIS	62.500	1.534
OZBAL	64.204	1.772
Seç. Toplamı	364.041	31.748
Seçilmiş. Ort	FD / FAVÖK	11,5

Nakit Değerler (30.06.2013)	448.761
Finansal Borçlar (30.06.2013)	-1.644.657
Net Nakit / Borç (30.06.2013)	-1.195.896

Aldem Çelik Son 4 Çeyrek (TL)

Ana Ortaklık Kar / Zararı	2.436.779
Özkaynaklar	12.318.463
Net Satışlar	19.087.261
FAVÖK	1.755.968

30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012
-242.429	2.095.840	-583.368
12.318.463	11.035.152	6.807.503
8.658.096	18.977.885	8.548.720
-257.268	2.184.715	171.479

Aldem Çelik Özsermaye Değeri (TL)

Değerleme Yöntemi	Ağırlığı
F/K	0,25
PD/DD	0,25
FD/NS	0,25
FD/FAVOK	0,25
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	15.350.703

Aldem Çelik Piyasa Değeri (TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVOK
23.570.591	9.478.245	9.414.658	18.939.319

Piyasa Çarpanları analizine göre Aldem Çelik'in Özkaynak Değeri: 15.350.703 TL'dir.

ii) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:**Açıklamalar ve Varsayımlar:****Satışlar:**

Son beş yıllık dönemde cirosunun yaklaşık %50'si yurtdışından, %50'si yurtiçinden gelen Aldem Çelik'in 2012 genelindeki cirosu 19,0 milyon TL seviyesinde oluşmuştur. Şirketin cirosunun %50'si yurtdışından geliyor görünse de, yurtiçinde çalıştığı yabancı firmalara (Alstom, Areva, Bouygues, PWT, Flaktwoods gibi) bağlı olarak bu oran esasında %70-80 aralığında görülebilir. Yurtdışı satışlarının önemli bir bölümünün Fransa, İngiltere, Almanya gibi Avrupa'nın en büyük ülkelerinin sektöründe iyi konumda bulunan firmalarından geliyor olması, yurtiçinde ise 2013 sonunda bitecek Marmaray projesi, tamamlanan Ambarlı Arıtma Tesisi gibi projelerde yer alması şirketin sektöründe önemli bir oyuncu olduğunu göstermektedir. Şirketin üç ana başlık altında gösterdiği faaliyetleri nedeniyle yurtiçinde birebir rakibi vardır diyemiyoruz. 2013 – 2017 döneminde gelirlerinin yıllık ortalama %20 oranında artacağı öngörülen şirketin ciro dağılımında çelik inşaatın payının %16,8, platform ılgarasının payının %12,6, makine konstrüksiyonun payının ise %70,6 olması beklenmektedir. Dağılımdaki bu değişimin yanı sıra öngörülen bu büyüme hızı sonrasında cironun 43,3 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Şirketin geçmiş yıllarda yaşadığı kaynak ihtiyacının büyümesi önünde engel teşkil etmiş olmasına karşılık 2013 yılından itibaren yıllık ortalama %20 seviyesinde olacağı tahmin edilen ciro artışının, 27.06.2012 tarihinde Verusa'nın şirkete yaptığı %40,75 oranındaki ortaklığın etkisiyle gerçekleşeceği Aldem Çelik tarafından öngörülmüştür.

Satışlar (TL)	2010 G	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T					
Çelik İnşaat	0	1.853.470	3.196.587	3.516.246	10%	4.219.495	20%	5.063.394	20%	6.076.073	20%	7.291.287	20%
Platform İzgarası	2.034.423	2.624.141	2.388.485	2.627.333	10%	3.152.800	20%	3.783.360	20%	4.540.032	20%	5.448.038	20%
Makine Konstrüksiyon	13.614.987	16.379.636	13.392.814	14.732.095	10%	17.678.514	20%	21.214.217	20%	25.457.060	20%	30.548.472	20%
Toplam Satışlar	15.649.410	20.857.248	18.977.885	20.875.674	10%	25.050.809	20%	30.060.971	20%	36.073.165	20%	43.287.798	20%

* 2010 ve 2011 yılı verileri AC Denetim'in Bağımsız Denetim Raporundan alınmıştır

Üretim için kullanılan Çelik Tonajı				
(Ton)	2010	2011	2012/9	2012
Alüminyum	273	252	319	434
Demir (sac plk)	1.903	2.275	1.477	2.918
Profil	261	144	935	
Paslanmaz	58	192	192	244
Toplam	2.495	2.863	2.924	3.597

Kapasite Kullanım Oranı	
2010	50%
2011	52%
2012	65%

2010 – 2011 yıllarında yaklaşık %51 oranında kapasite kullanım oranı ile çalışan Aldem Çelik'in 2014 – 2015 yıllarında sırasıyla 7,0 ve 6,5 milyon TL tutarında fabrika binası, arsa alımı, taşınma ve makine yatırımı yapması planlanmaktadır.

Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:

2010 yılında %71, 2011 yılında %73 seviyesinde gerçekleşen satışların maliyeti / net satışlar oranı 2012 yılsonunda %68'e gerilemiştir. 2013 yılında %70 olacağı tahmin edilen satışların maliyetinin 2014 yılından itibaren 1'er puanlık düşüşle %68 seviyesinde sabitleneceği varsayılmıştır. Faaliyet giderleri içerisinde yer alan genel yönetim giderlerinin düşmekte olan enflasyona bağlı olarak artışının sınırlanacağı beklenirken, 2014 – 2015 yıllarında yapılacak yatırımların ve büyümenin getirdiği istihdam ihtiyacı sebebiyle 2015 sonrasında 2-3 puanlık artış kaydedeceği tahmin edilmektedir. Net satışların yıllık yaklaşık %20 oranındaki artışı paralelinde pazarlama ve satış giderlerinin bu dönemde ortalama %20 artacağı öngörülmektedir.

Satışların Maliyeti (TL)	2010 G	2011 G	2012 G	(%)	2013 T	(%)	2014 T	(%)	2015 T	(%)	2016 T	(%)	2017 T	(%)
Satışlar	15.649.410	20.857.248	18.977.885	-9%	20.875.674	10%	25.050.809	20%	30.060.971	20%	36.073.165	20%	43.287.798	20%
Satışların Maliyeti	-11.033.087	-15.239.094	-12.832.167	-16%	-14.695.210	15%	-17.285.058	18%	-20.441.460	18%	-24.529.752	20%	-29.435.702	20%
SM / Net Satışlar	71%	73%	68%		70%		69%		68%		68%		68%	
Satışların Maliyeti	-11.033.087	-15.239.094	-12.832.167	-16%	-14.695.210	15%	-17.285.058	18%	-20.441.460	18%	-24.529.752	20%	-29.435.702	20%
Faaliyet Giderleri (TL)	2010 G	2011 G	2012 T	(%)	2013 T	(%)	2014 T	(%)	2015 T	(%)	2016 T	(%)	2017 T	(%)
Pazarlama ve Satış Giderleri	837.504	747.305	384.568	-49%	461.482	20%	553.778	20%	664.534	20%	797.440	20%	956.928	20%
Genel Yönetim Giderleri	3.865.937	5.106.262	3.816.683	-25%	4.122.018	8%	4.410.559	7%	4.807.509	9%	5.240.185	9%	5.764.203	10%
Diğer Faaliyet Gelirleri	-879.685	-1.643.963			0		0		0		0		0	
Diğer Faaliyet Giderleri	172.804	855.708			0		0		0		0		0	
Faaliyet Giderleri	3.996.560	5.065.312	4.201.251	-17%	4.583.499	9%	4.964.337	8%	5.472.043	10%	6.037.625	10%	6.721.132	11%

* 2010 ve 2011 yılı verileri AC Denetim'in Bağımsız Denetim Raporundan alınmıştır

İşletme Sermayesi Değişimi:

2011 yılını ticari alacak devir hızında 56 gün, borç devir hızında 98 gün, stok devir hızında 14 gün tamamlayan şirket 2012 yılını sırasıyla ticari alacaklarda 87 gün, borçlarda 47 gün, stoklarda 71 gün ile kapatmıştır. Şirketin 2013 – 2017 yılları arasındaki alacak devir hızının geçmiş üç yıl ortalaması olan 90 gün seviyesinde, borç devir hızının ise yine benzer şekilde son üç yılın ortalaması olan 96 gün mertebesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Stok devir hızının ise 2010 – 2011 yıllarına ilişkin verilerin mantıklı sonuçlar ortaya koymaması sebebiyle 2012 yılı seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda, şirketin ilerleyen yıllardaki devir hızlarının geçmiş ortalamalar doğrultusunda seyredeceği tahmin edilmektedir.

İşletme Sermayesi Değişim (TL)	2010 G	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Net Satışlar	15.649.410	20.857.248	18.977.885	20.875.674	25.050.809	30.060.971	36.073.165	43.287.798
SMM	-11.033.087	-15.239.094	-12.832.167	-14.695.210	-17.285.058	-20.441.460	-24.529.752	-29.435.702
Ticari Alacaklar	5.572.200	3.249.786	4.560.152	5.233.971	6.280.765	7.536.918	9.044.301	10.853.161
Ticari Borçlar	4.421.485	4.130.442	1.679.314	3.931.742	4.624.662	5.469.166	6.562.999	7.875.599
Stoklar	274.272	821.137	3.728.996	4.101.896	4.922.275	5.906.730	7.088.076	8.505.691
Net İşletme Sermayesi Değişim	1.484.506	-6.669.353	1.205.709	-1.174.253	-1.396.104	-1.396.104	-1.594.896	-1.913.876
Devir Hızları								
Ticari Alacaklar	128	56	87	90	90	90	90	90
Ticari Borçlar	144	98	47	96	96	96	96	96
Stoklar	6	14	71	71	71	71	71	71

* 2010 ve 2011 yılı verileri AC Denetim'in Bağımsız Denetim Raporundan alınmıştır

Amortisman:

2011 ve 2012 yılı amortisman tutarları üzerinden giderek, şirketin 2014 – 2015 yıllarında yapması beklenen toplam 13,5 milyon TL yeni yatırım sonrası amortisman tablosu aşağıdaki gibi gösterilmiştir. Buna göre, 2014 yılındaki 7 milyon TL tutarındaki yatırım fabrika arazisi satın alınması olup, 2015 yılındaki 6,5 milyon TL'nin ise maddi duran varlık yatırımı olması öngörülmektedir. Bu kapsamda, arsa yatırıma yatırımın yapısı gereği amortisman ayrılmamış ve tabloda olduğu üzere 0 ile gösterilmiştir. Maddi duran varlıkların amortisman süresi 10 yıl olarak tahmin edilmiş ve amortisman hesabında kullanılmıştır.

Amortisman (TL)	2011	2012	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Mevcut Amortisman	306.778	240.248	200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
Yatırımlar							
2013	100.000		10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
2014	7.000.000			0	0	0	0
2015	6.500.000				650.000	650.000	650.000
2016	100.000					10.000	10.000
2017	100.000						10.000
Toplam Amortisman	306.778	240.248	210.000	210.000	860.000	870.000	880.000

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Yukarıda yer alan kabuller, varsayımlar ve tahminlerle ulaştığımız Serbest Nakit Akımlarını aşağıda hesap ettiğimiz ve gösterdiğimiz iskonto oranıyla indirgeyip, uç değer ve net nakit / borç bakiyesini ekleyerek nihai özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Risksiz getiri oranı: Risksiz getiri oranı olarak, 13 Mayıs 2015 vadeli gösterge tahvilin (TRT130515T11) 9 Eylül 2013 tarihindeki %9,30 değeri baz alınmış, piyasa risk primine ilave edilmiş olması ve gösterge tahvilin default durumunu içeriyor olması sebebiyle de, 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri bu orandan çıkarılarak %7,0 değerine ulaşılmıştır.

Beta: Metal ana sanayinin 1 yıllık Betası 0,74 olmasına karşılık ihtiyatlı davranmak maksadıyla şirketin Betası 1,00 olarak kullanılmıştır.

Risk Primi: İNA analizinde piyasa risk primi olarak; 1928 – 2012 yılları arasını kapsayan dönemde ABD hisse senetlerinin getirisinin, tahvillerin getirisinden farkının geometrik ortalaması olan %4,2 değerinin üzerine 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri ilave edilmiştir.

Sermaye maliyeti: Risksiz getiri ve risk primi toplamı olarak %13,5 olarak hesap edilmiştir.

Borçlanma maliyeti: Şirketin bankalardan kullanacağı TL bazlı krediler için ortalama kredi maliyetinin %10 olacağı öngörülmüştür.

Uç büyüme oranı: Belirsiz dönemden yansıyan piyasa değerinin etkisini sınırlayabilmek için %1 şeklinde alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Sermaye maliyeti x sermaye ağırlığı + (borç maliyeti x borç ağırlığı) x (vergi avantajı)

Projeksiyonlar (TL)	2010 G	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Satışlar	15.539.030	20.857.248	18.977.885	20.875.674	25.050.809	30.060.971	36.073.165	43.287.798
Satışların Maliyeti (-)	-11.033.087	-15.239.094	-12.832.167	-14.695.210	-17.285.058	-20.441.460	-24.529.752	-29.435.702
Brüt Satış Kan	4.505.943	5.618.154	6.145.718	6.180.464	7.765.751	9.619.511	11.543.413	13.852.095
Brüt Satış Kar Marjı (%)	29%	27%	32%	30%	31%	32%	32%	32%
Faaliyet Giderleri (-)	-3.996.560	-5.065.312	-4.201.251	-4.583.499	-4.964.337	-5.472.043	-6.037.625	-6.721.132
Faaliyet Karı	509.383	552.842	1.944.467	1.596.965	2.801.414	4.147.468	5.505.788	7.130.964
Faaliyet Kar Marjı (%)	3%	3%	10%	8%	11%	14%	15%	16%
Amortisman		306.778	240.248	210.000	210.000	860.000	870.000	880.000
FAVÖK		859.620	2.184.715	1.806.965	3.011.414	5.007.468	6.375.788	8.010.964
FAVÖK Kar Marjı (%)		4%	12%	9%	12%	17%	18%	19%
Vergi (-)		-263.301	-262.590	-319.393	-560.283	-829.494	-1.101.158	-1.426.193
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		289.541	1.681.877	1.277.572	2.241.131	3.317.974	4.404.630	5.704.771

Serbest Nakit Akımları (TL)	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T ve Sonrası
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.277.572	2.241.131	3.317.974	4.404.630	5.704.771	
Amortisman	210.000	210.000	860.000	870.000	880.000	
Yatırımlar	-100.000	-7.000.000	-6.500.000	-100.000	-100.000	
Net İşletme Sermayesi Değişim	1.205.709	-1.174.253	-1.396.104	-1.594.896	-1.913.876	
Serbest Nakit Akımları	2.593.281	-5.723.121	-3.718.130	3.579.734	4.570.895	4.616.604
İskonto Oranı (%)	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
İskonto Faktörü	0,9413	0,8861	0,8341	0,7852	0,7391	0,6958

İndirgenmiş Nakit Akımları	1.220.576	-5.071.343	-3.101.413	2.810.806	3.378.519	27.101.581
----------------------------	-----------	------------	------------	-----------	-----------	------------

2013 - 2018 Projeksiyon Dönemi
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı

-762.856

Uç Değer

27.101.581

Şirket Değeri

26.338.725

Nakit Değerler (30.06.2013)
Finansal Borçlar (30.06.2013)
Net Nakit / Borç (30.06.2013)

448.761
-1.644.657
-1.195.896

Faaliyet Dışı Varlıklar (Kartal'da 2 arsa)

3.922.000

1. Özsermaye Değeri - İNA

29.064.829

Risksiz Faiz Oranı	7,0%
Beta	1,0
Piyasa Risk Primi	6,5%
Sermaye Maliyeti	13,5%
Borçlanma Maliyeti	10,0%
Borç / Özkaynak	13,4%
Vergi Oranı	20%
AOSM (WACC)	12,9%

İNA analizinde 2013/06 dönemi yani yarı yıl verilerinin başlangıç olarak kullanılması sebebiyle, iskonto faktörü ile serbest nakit akımlarından indirgenmiş nakit akımlarına geçerken, 2013 yılının serbest nakit akımı ½ çarpanı ile düzeltilerek indirgenmiştir. Diğer yıllarda bu yönde bir düzeltme gereği olmadığı için serbest nakit akımları indirgeme oranlarıyla çarpılmış ve indirgenmiş nakit akımlarına ulaşılmıştır.

Benzer şekilde yarı yıl etkisi nedeniyle iskonto faktöründe her yıl için ½ düzeltmesi yapılmıştır.

İNA analizine göre Aldem Çelik'in Özkaynak Değeri: 29.064.829 TL'dir.

SONUÇ – ALDEM ÇELİK:

	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlığı	Ağırlıklandı. Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29.064.829	50,0%	14.532.414
Fiyat / Kazanç	23.570.591	12,5%	2.946.324
Piyasa Değeri / Defter Değeri	9.478.245	12,5%	1.184.781
Firma Değeri / Net Satışlar	9.414.658	12,5%	1.176.832
Firma Değeri / FAVÖK	18.939.319	12,5%	2.367.415
Ağırlıklandırılmış Toplam Özkaynak Değeri			22.207.766

ALDEM ÇELİK'İN NİHAİ PİYASA DEĞERİ = 22.207.766 TL

Handwritten signatures and initials

3.2.1.4. INNOTED TEKNOLOJİ A.Ş.

Kullanılan Yöntemler: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**i) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:****Açıklamalar ve Varsayımlar:**

Nisan 2011'de kurulan Innoted Teknoloji A.Ş. EFTPOS cihazlarının elektronik tanıma/geçiş tasarımı, imalatı ve ihracatı, ayrıca EFTPOS ve OGS cihazlarının yazılımını yapmak istemektedir. POS cihazı üretimine yönelik ARGE çalışmaları devam firma Türkiye'de yüksek büyüme potansiyeli ihtiva ettiği düşünülen POS pazarından önemli bir pay edinmeyi hedeflemektedir. Şirketin kuruluşundan bu yana herhangi bir üretim ve/veya satışının bulunmaması nedeniyle şirket değerinin hesabında çarpan analizi kullanılamamış, sadece INA yöntemi ile değer tespitine çalışılmıştır. Bu kapsamda, şirketin ilk kez 2014 yılında satış geliri elde etmesi beklenmektedir. INA analizi yapılırken sektörün durumunu ortaya koymak anlamında aşağıdaki bilgilerin verilmesinin faydalı olacağını düşünüyoruz.

POS Bilgileri

İller	Genel İşyeri Sayısı	POS Bulunan İşyeri Sayısı	Kredi Kartı Kullanılabilen İşyeri Sayısı	Banka Kartı Kullanılabilen İşyeri Sayısı
İstanbul	349.514	316.766	344.755	341.506
Ankara	115.173	101.593	113.744	111.670
İzmir	105.282	92.459	103.562	102.543
Adana	37.912	34.103	37.147	36.902
Diğer	864.684	765.583	852.166	843.869
Toplam	1.472.565	1.310.504	1.451.374	1.436.490

POS Cihazı Miktarları

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pos Cihazı Sayısı	1.453.877	1.632.639	1.738.728	1.823.530	1.976.843	2.093.617
Atm Sayısı	18.800	21.970	23.800	27.649	32.462	35.053
Toplam Kredi Kartı	37.335.179	43.394.025	44.392.614	46.956.124	51.360.809	53.594.417
Toplam Banka Kartı	55.510.092	60.551.484	64.661.947	69.916.462	81.879.926	89.874.145

Satışlar:

İlk kez 2013 yılı sonunda üretime geçmesi beklenen Innoted Teknoloji'nin 2014 yılında satışlara başlayacağı ve EFTPOS cihazı satacağı Şirket yönetimince öngörülmektedir. 22.500 adet olacağı tahmin edilen 2014 yılı POS cihazı satışlarıyla Innoted'in pazardan %0,36 oranında pay alacağı beklenmektedir. 2014 yılında adet bazında satışların 22.500 adet olacağı, ilerleyen yıllarda ise sektördeki EFTPOS cihazı arz eksikliğine bağlı olarak yüksek büyüme oranı ile satışların adet bazında yaklaşık %50 seviyesinde artacağı öngörülmektedir.

Satışlar									
TL	2013 T	2014 T	%	2015 T	%	2016 T	%	2017 T	%
EFTPOS									
Adet	0	22.500		33.750	50%	50.625	50%	75.938	50%
Fiyat	0	400		400	0%	400	0%	400	0%
Toplam	0	9.000.000		13.500.000	50%	20.250.000	50%	30.375.000	50%

* Tahminler şirket yönetimine aittir.

Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:

Şirket yönetimi birim POS cihazı başına üretim maliyetinin ciroya oranını royalty hariç (yazılım ücreti) yaklaşık %54 olarak tespit etmiş olup, ilerleyen yıllarda da bu oranın %8 oranında artacağını öngörmüştür. Royalty giderleri ise, birim ürün brüt karının (POS cihazı satış fiyatı – POS cihazı üretim maliyeti) %20'si seviyesindedir ve yapılan anlaşma gereği ilerleyen yıllarda bu şekilde devam edecektir.

Satışların Maliyeti		2013 T	2014 T	(%)	2015 T	(%)	2016 T	(%)	2017 T	(%)
Satışların maliyeti		0	4.860.000		7.873.200	62%	12.754.584	62%	20.662.426	62%
	Adet	0	22.500		33.750		50.625		75.938	
	Maliyet	200	216	8%	233	8%	252	8%	272	8%
Royalty Ödemesi		0	828.000		1.125.360		1.499.083		1.942.515	
Satışların Maliyeti		0	5.688.000		8.998.560	58%	14.253.667	58%	22.604.941	59%

* Tahminler şirket yönetimine aittir.

Pazarlama ve Satış Giderlerinin ciro büyümesinin üzerinde seyrederek yıllık %100 seviyesinde olacağı, Genel Yönetim Giderlerinin ise ortalama %35 seviyesinde artacağı Şirket yönetimince tahmin edilmiştir.

Faaliyet Giderleri		2013 T	2014 T	(%)	2015 T	(%)	2016 T	(%)	2017 T	(%)
Pazarlama ve Satış Giderleri		0	500.000	100%	1.000.000	100%	1.500.000	50%	2.250.000	50%
Genel Yönetim Giderleri		755.086	1.132.629	50%	1.698.944	50%	2.038.732	20%	2.446.479	20%
Faaliyet Giderleri		755.086	1.632.629	116%	2.698.944	65%	3.538.732	31%	4.696.479	33%

* Tahminler şirket yönetimine aittir.

İşletme Sermayesi Değişimi:

İlk üretim ve satışların yapılacak olmasına bağlı olarak yüksek sapma içerebilecek ve bu nedenle belirsiz bir yıl olacağını düşündüğümüz 2014 yılında, ticari alacakların 45 günde tahsil edileceği, ticari borçların 30 günde ödeneceği ve stokların da 30 gün elde tutulacağı varsayımlarının ilerleyen yıllarda aynı şekilde devam edeceği tahmin edilmektedir.

İşletme Sermayesi Değişim (TL)	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
--------------------------------	--------	--------	--------	--------	--------

Net Satışlar	0	9.000.000	13.500.000	20.250.000	30.375.000
SMM	0	5.688.000	8.998.560	14.253.667	22.604.941

Ticari Alacaklar	0	1.125.000	1.687.500	2.531.250	3.796.875
Ticari Borçlar	0	474.000	749.880	1.187.806	1.883.745
Stoklar	0	750.000	1.125.000	1.687.500	2.531.250
Net İşletme Sermayesi Değişim	0	-1.401.000	-661.620	-968.324	-1.413.436

Devir Hızları

Ticari Alacaklar	0	45	45	45	45
Ticari Borçlar	0	30	30	30	30
Stoklar	0	30	30	30	30

Amortisman:

2013 – 2017 yılları arasında şirketin makine, teçhizat, araç gibi ufak çaplı alımlar yaparak bu dönemde yıllık ortalama 10.000 TL tutarında amortisman ayıracağı öngörülmüştür.

Amortisman (TL)	2010	2011	2012	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T
Mevcut Amortisman	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımlar								
2013 100.000				10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
2014 100.000					10.000	10.000	10.000	10.000
2015 100.000						10.000	10.000	10.000
2016 100.000							10.000	10.000
2017 100.000								10.000
Toplam Amortisman	0	0	0	10.000	20.000	30.000	40.000	50.000

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Yukarıda yer alan kabuller, varsayımlar ve tahminlerle ulaştığımız Serbest Nakit Akımlarını aşağıda hesap ettiğimiz ve gösterdiğimiz iskonto oranıyla indirgeyip, uç değer ve net nakit / borç bakiyesini ekleyerek nihai özsermaye değerine ulaşıyoruz.

Risksiz getiri oranı: Risksiz getiri oranı olarak, 13 Mayıs 2015 vadeli gösterge tahvilin (TRT130515T11) 9 Eylül 2013 tarihindeki %9,30 değeri baz alınmış, piyasa risk primine ilave edilmiş olması ve gösterge tahvilin default durumunu içeriyor olması sebebiyle de, 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri bu orandan çıkarılarak %7,0 değerine ulaşılmıştır.

Beta: Teknoloji sektörünün 1 yıllık Betası 0,79 olmasına karşılık ihtiyatlı davranmak maksadıyla şirketin Betası 1,00 olarak kullanılmıştır.

Risk Primi: İNA analizinde piyasa risk primi olarak; 1928 – 2012 yılları arasını kapsayan dönemde ABD hisse senetlerinin getirisinin, tahvillerin getirisinden farkının geometrik ortalaması olan %4,2 değerinin üzerine 9 Eylül 2013 tarihinde 233,44 olan Türkiye CDS (Credit Default Swap) değeri ilave edilmiştir.

Sermaye maliyeti: Risksiz getiri ve risk primi toplamı olarak %13,5 olarak hesap edilmiştir.

Borçlanma maliyeti: Şirketin finansal borçlanmasının bulunmaması sebebiyle %0'dır.

Uç büyüme oranı: Belirsiz dönemden yansıyan piyasa değerinin etkisini sınırlayabilmek için %1 şeklinde alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Sermaye maliyeti x sermaye ağırlığı + (borç maliyeti x borç ağırlığı) x (vergi avantajı)

Projeksiyonlar (TL)	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	(%)
Satışlar	65.273	9.000.000	13.500.000	20.250.000	30.375.000	50%
Satışların Maliyeti (-)	0	-5.688.000	-8.998.560	-14.253.667	-22.604.941	
Brüt Satış Karı	65.273	3.312.000	4.501.440	5.996.333	7.770.059	30%
Brüt Satış Kar Marjı (%)		37%	33%	30%	26%	
Faaliyet Giderleri (-)	-755.686	-1.632.629	-2.698.944	-3.538.732	-4.696.479	33%
Faaliyet Karı	-690.413	1.679.371	1.802.497	2.457.601	3.073.580	25%
Faaliyet Kar Marjı (%)		19%	13%	12%	10%	
Amortisman	10.000	20.000	30.000	40.000	50.000	
FAVÖK (EBITDA)	-680.413	1.699.371	1.832.497	2.497.601	3.123.580	25%
FAVÖK Kar Marjı (%)		19%	14%	12%	10%	
Vergi (-)	0	0	0	0	0	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-690.413	1.679.371	1.802.497	2.457.601	3.073.580	25%

Serbest Nakit Akımları	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-690.413	1.679.371	1.802.497	2.457.601	3.073.580	
Amortisman	10.000	20.000	30.000	40.000	50.000	
Net işletme Sermayesi Değişim	0	-1.401.000	-661.620	-968.324	-1.413.436	
Serbest Nakit Akımları	-680.413	298.371	1.170.877	1.529.276	1.710.145	1.727.246
İskonto Oranı (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,50%
İskonto Faktörü	0,8811	0,7763	0,6839	0,6026	0,5309	0,4678
İndirgenmiş Nakit Akımları	-599.483	231.614	800.799	921.515	907.933	6.463.520

2013 - 2017 Projeksiyon Dönemi

İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı 2.262.378

Uç Değer 6.463.520

Şirket Değeri 8.725.898

Net Nakit Pozisyonu (30.06.2013) 77.759

Özsermaye Değeri 8.803.657

Risksiz Faiz Oranı	7,0%
Beta	1,0
Piyasa Risk Primi	6,5%
Sermaye Maliyeti	13,5%
Borçlanma Maliyeti	0,0%
Borç / Özkaynak	0,0%
Vergi Oranı	0%
AOSM (WACC)	13,5%

İNA analizine göre Innoted Teknoloji'nin Özkaynak Değeri: 8.803.657 TL'dir.

3.2.2. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Verusa Holding'i BIST'de işlem gören farklı faaliyet alanları, piyasa değerleri, özsermaye ve cirolarına sahip 24 adet şirket içerisinde daha yakın gördüğümüz 13 adet firma ile karşılaştırmayı uygun gördük. Piyasa Çarpanları analizinde Verusa Holding ile daha benzer olabilmesi amacıyla, Piyasa Değeri ve Özkaynakları 1 milyar TL'nin altında yer alan şirketler seçilmiştir ve buna bağlı olarak da, piyasa çarpanları yönteminde; Akfen Holding, Alarko Holding, Doğan Holding, Eczacıbaşı Yatırım Holding, Koç Holding, Şişecam, Sabancı Holding, Tav Havalimanları Holding, Tekfen Holding ve Yazıcılar Holding gibi şirketler analize **dahil edilmemiştir**.

2. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ - BENZER ŞİRKET KARŞILAŞTIRMASI

	(09.09.2013)	Güncel F/K	Güncel PD/DD	Güncel FD/FAVOK
BRYAT	Borusan Yatırım Pazarlama	9,6	0,80	7,6
EGCYH	Egeli&Co Yatırım Holding	-	0,68	-34,1
GLYHO	Global Yatırım Holding	2,2	0,59	-
GSDHO	GSD Holding	13,2	0,49	-12,5
IHLAS	İhlas Holding	-	0,95	-812,3
IHYAY	İhlas Yayın Holding	-	0,61	-
ITTFH	İttifak Holding	-	0,44	-
IEYHO	Işıklar Enerji Yatırım Holding	11,6	0,26	-19,2
ISYHO	Işıklar Yatırım Holding	12,8	0,26	-
KOMHL	Kombassan Holding	48,3	0,71	-
METRO	Metro Holding	-	0,43	4,4
NTHOL	Net Holding	12,6	4,00	-
POLHO	Polisan Holding	15,9	1,35	11,5
*** Seçilmişler Ortalaması		13,0	0,71	8,9
*** Genel Ortalama		39,0	0,87	16,6

*** **Seçilmişler Ortalaması:** F/K, PDD/DD ve FD/FAVÖK oran analizleri içinde uç değer ve/veya eksi değerli şirketlerin devre dışı bırakılarak hesaplanmasıdır.

Bu kapsamda örneğin, F/K hesabında, daha anlamlı sonuç elde edebilmek için aşağıdaki tabloda turuncu renkle gösterdiğimiz BRYAT, GSDHO, IEYHO, ISYHO, NTHOL ve POLHO'dan oluşan grubun toplam piyasa değeri / toplam son dört çeyrek kar verisi kullanılmıştır.

EGCYH, IHLAS, IHYAY, ITTFH, METRO gibi şirketlerin kaydırılmış karlarının ekside oluşu, GLYHO'nun F/K oranının 2,2 ile çok düşük, KOMHL'nin ise 48,3 ile çok yüksek olması sebebiyle bu şirketler F/K analizinde yer almamıştır.

Benzer uygulama, PD/DD ve FD/FAVÖK analizlerinde de uygulanmış ve aşağıdaki tabloda turuncu renkle gösterilen şirketler ortalama hesaplarında kullanılmıştır.

--- F / K için ---			--- PD / DD için ---			--- FD / FAVÖK için ---		
	Piyasa Değeri	4 Çeyrek Kar	Piyasa Değeri	Özsermaye		Firma Değeri	FAVÖK	
BRYAT	326.250.000	34.051.653	326.250.000	409.697.765		215.275.651	28.387.448	
EGCYH	23.600.000	-3.195.567	23.600.000	34.460.009		19.202.049	-562.868	
GLYHO	276.754.536	125.807.064	276.754.536	466.810.710		875.536.182	44.451.478	
GSDHO	290.000.000	21.942.000	290.000.000	595.650.000		-451.473.000	36.040.650	
IHLAS	616.512.000	-179.701.689	616.512.000	649.441.293		724.678.976	-892.080	
IHYAY	92.000.000	-11.008.562	92.000.000	150.664.728		97.646.685	-16.488.459	
ITTFH	133.800.000	-17.276.439	133.800.000	305.190.468		384.002.592	-1.045.119	
IEYHO	40.331.408	3.487.568	40.331.408	155.757.892		83.138.735	-4.338.881	
ISYHO	60.200.000	4.701.489	60.200.000	227.234.735		51.925.468	-3.289.888	
KOMHL	474.824.000	9.830.363	474.824.000	665.589.702		707.498.193	78.555.976	
METRO	144.000.000	-2.910.205	144.000.000	332.645.229		189.970.061	43.388.636	
NTHOL	918.032.500	72.575.165	918.032.500	229.451.527		1.109.210.415	11.467.782	
POLHO	773.300.000	48.498.302	773.300.000	571.439.835		992.967.468	86.107.895	
Seç. Toplamı	2.408.113.908	185.256.177	3.251.571.944	4.564.582.366		1.398.213.180	157.883.979	
Seçilmiş. Ort.	F / K	13,0	PD / DD	0,71		FD / FAVÖK	8,86	
Genel Toplam	4.169.604.444	106.801.142	4.169.604.444	4.794.033.893		4.999.579.475	301.782.570	
Genel Ort.	F / K	39,0	PD / DD	0,87		FD / FAVÖK	16,6	

*** **Genel Ortalama:** 13 şirketten oluşan tablodaki genel ortalamaları ifade etmektedir. Bu kapsamda, örneğin F/K hesabı için: 13 şirketin toplam piyasa değeri 4.169.604.444 TL, Son Dört Çeyrek Karı ise 106.801.142 TL olup, F/K oranı $4.169.604.444 / 106.801.142 = 39,0$ şeklindedir.

Çalışmada seçilmişler ortalamasını kullanmak, yüksek çarpan değerlerinin ortaya koyduğu yüksek piyasa değerlerinin olası hata payını ortadan kaldırmada önemlidir. Bu kapsamda, sayet Genel Ortalamalar kullanılmış olsaydı, F/K oranına göre Verusa Holding'in piyasa değeri 1.525.715.935 TL, PD/DD oranına göre 56.307.888 TL, FD/FAVÖK oranına göre 357.615.989 TL çıkacaktı. Ve nihayetinde de, %35-30-35 ağırlıklandırma ile Verusa Holding'in Piyasa Çarpanlarına göre ortalama piyasa değeri 676.058.540 TL olacaktı.

Fakat, Seçilmişler Ortalamasının kullanılması ile Şirketin piyasa değerleri; F/K oranına göre 507.994.547 TL, PD/DD oranına göre 46.117.717 TL ve FD/FAVÖK oranına göre 191.173.157 TL çıkmakta olup, üçlü ağırlıklandırma sonrasında ise nihai piyasa değeri 258.544.011 TL olmaktadır.

Verusa Holding (TL)	Kaydırılmış	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012
Ana Ort. Net Dönem Karı	39.080.015	11.878.367	35.633.026	8.431.378
Özkaynaklar - Ana Ortaklık	64.740.415	64.740.415	52.862.048	25.855.292
Net Satışlar	68.605.679	21.333.190	59.447.155	12.174.666
FAVOK	21.585.472	946.472	20.803.340	164.340

Verusa Holding Piyasa Değeri (TL)		
F/K	PD/DD	FD/FAVOK
507.994.547	46.117.717	

Nakit Değerler (30.06.2013)	13.220
Finansal Borçlar (30.06.2013)	0
Net Nakit / Borç (30.06.2013)	13.220

Verusa Holding Özsermaye Değeri

Değerleme Yöntemi	Ağırlığı
F/K	0,35
PD/DD	0,30
FD/FAVOK	0,35
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	258.544.011

Piyasa Çarpanları yöntemine göre Verusa Holding'in Özkaynak Değeri: 258.544.011 TL'dir.

3.3. Şirket Değeri

3.3.1. Şirketin Toplam Değeri

Değerleme çalışmalarımız sonucu,

- Parçaların Toplamı (NAVD) yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 140.329.173 TL
- Piyasa Çarpanları (Benzer Şirket Karşılaştırması) yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 258.544.011 TL

VERUSA HOLDİNG ŞİRKET DEĞERİ	Ağırlık	Toplam Değer
1. PARÇALARIN TOPLAMI YÖNTEMİ	65%	140.329.173
2. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ	35%	258.544.011
Ağırlıklı Ortalama Özkaynak Değeri		181.704.366

3.3.2. Halka Arzda Birim Hisse Değeri

Parçaların Toplamı ve Piyasa Çarpanları analizlerinin birbirlerinden farklı ve uzak değerler ortaya koyması nedeniyle olası sapmayı veya hata payını azaltmak / ortadan kaldırmak amacı doğrultusunda her iki analizi sırasıyla %65 ve %35 seviyesinde ağırlıklandırarak ve %7 halka arz iskontosu uygulayarak Şirketin halka arz iskonto sonrası **özkaynak değeri 169.530.174 TL**, 1 TL nominal değerli bir adet hissenin **halka arz fiyatı 11,30 TL** olarak tespit edilmektedir.

(TL)	Parçaların Toplamı	Çarpan Analizi
Ağırlığı	65%	35%
Piyasa Değeri	140.329.173	258.544.011
Nihai Özkaynak Değeri		181.704.366
Halka Arz İskontosu		7%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özkaynak Değeri		169.530.174
Sermaye		15.000.000
1 Adet Payın Halka Arz Fiyatı		11,30

İstanbul, 10 Eylül 2013

ETİ MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Adem ÖZEN
Araştırma ve Kurumsal
Finansman Müdürü

 ETİ MENKUL
KIYMETLER A.Ş.

Fahrettin ERSOY
Yönetim Kurulu Üyesi ve
Genel Müdür