

SAN-EL MÜHENDİSLİK ELEKTRİK TAAHHÜT SAN. ve TİC. A.Ş

19.11.2013

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararına dayanılarak Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş'nin konsorsiyum lideri olarak hazırladığı SAN-EL Mühendislik Elektrik Taahhüt San. ve Tic. A.Ş (SAN-EL Mühendislik, SAN-EL, Şirket) Fiyat Tespit Raporuna ilişkin analist raporudur.

Halka Arz Detayları

Halka Arz Fiyatı: 3,98 TL
Halka Arz Şekli: Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı Halka Arz Aracılık Türü: Bakiyeyi Yüklenim Halka Arz Yöntemi: Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış Halka Arz Olacağı Pazar: II. Ulusal Pazar
Kayıtlı Sermaye Tavanı: 50.000.000 TL Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye: 8.500.000 TL Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye: 11.500.000 TL Halka Açılacak Nominal Tutar: 3.300.000 TL <i>Sermaye Artışı: 3.000.000 TL</i> <i>Ortak Satışı: 300.000 TL</i> Halka Açılacak Oran: %28,7 Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri: 45.770.000 TL
Taahhütler: a) Ortaklar, halka arz tarihinden itibaren 12 ay süre ile bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuşlardır. b) Ortaklar, halka arz tarihinden itibaren 12 ay süreyle ortak satışı yapmama taahhüdü vermiştir.
Talep Toplama Tarihi: 25-26-27 Kasım 2013

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:

50.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 8.500.000 TL kayıtlı sermayeye sahip olan SAN-EL Mühendislik; 3.000.000 TL'si sermaye artırımı ile 300.000 TL'si ortak satışı olmak üzere toplam 3.300.000 TL nominal değerli payını (%28,7 halka açıklık oranı) 3,98 TL fiyattan halka arz edecektir. Halka Arz sonrası piyasa değeri 45.770.000 TL olacaktır.

Şirket ortakları, halka arz tarihinden itibaren 12 ay süre ile bedelli sermaye artırımı ve ortak satışı yapmamayı taahhüt etmişlerdir. Halka arz edilecek payların tamamı "İmtiyazsız B Grubu" paylar olup; II. Ulusal Pazar'da sabit fiyat ile talep toplama yöntemiyle halka arz edilecektir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde etmeyi planladığı yaklaşık 11.086.434 TL'lik gelirin;

- 6 milyon TL'si ile işletme sermayesini finanse etmeyi,
- 5 milyon TL'si ile 4.000 m²'lik kapalı alan şeklinde (Eski Üretim Tesisi: 2.000 m²) yeni bir üretim tesisinin kurulması için gerekli finansmanı sağlamayı hedeflemektedir.

Şirket'in halka arz gelirinden üretim tesisi yatırımı için kullanmayı planladığı tutar, üretim tesisinin uygun leasing yöntemiyle finanse edilmesi halinde, işletme sermayesine eklenmesi planlanmaktadır.

SAN-EL Mühendislik Hakkında Özet Bilgi

SAN-EL Mühendislik Elektrik Taahhüt San. ve Tic. A.Ş., demir-çelik, çimento, kimya ve kağıt gibi ağır endüstriyel tesisler ve AVM, hastane, otel ve toplu konut gibi sosyal tesisler için elektrik otomasyon alanında anahtar teslimi projeler gerçekleştirmek amacıyla; SAN-EL Mühendislik Elektrik Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti. olarak 2005 yılında İstanbul'da kurulmuş; 18 Ocak 2013 tarihli Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil edilerek "Anonim Şirket"e dönüşmüştür. Şirket'in üretim tesisi Ümraniye-İstanbul'da bulunmakta olup, Bursa-Nilüfer'de bir şubesi ve deposu bulunmaktadır.

SAN-EL, 1000 kVA-100.000 kVA arasında kurulu elektrik gücüne sahip tüm tesislerin ihtiyacı olan enerji dağıtım kontrol ve kumanda panolarının projelendirilmesini, imalatını ve kurulumunu gerçekleştirmektedir. Bunun yanı sıra; orta ve alçak gerilim kopanzasyon ve harmonik filtre sistemlerinin projelendirmesi, tasarım ve tesisi, bu ürünlerin komponent bazda satışı, iletim ve dağıtım şebekelerinde enerji kalitelerinin analizi ve raporlama hizmetleri alanında elektrik mühendisliği hizmeti de veren SAN-EL Mühendislik; anahtar teslim elektrik taahhüt projeleri de gerçekleştirmektedir.

Şirket'in ödenmiş sermayesi 8.500.000 TL olup, halka arz öncesi ve sonrasındaki ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay	Oran	Pay	Oran
Bahadır Yalçın	3.825.000	45,00%	3.690.000	32,09%
Serkan Dinçbaş	3.825.000	45,00%	3.690.000	32,09%
Zeynel Abidin Erdaloğlu	850.000	10,00%	820.000	7,13%
Halka Açık	0	0,00%	3.300.000	28,70%
TOPLAM	8.500.000	100,00%	11.500.000	100,00%

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Faaliyetlere İlişkin Bilgiler:

SAN-EL Mühendislik;

- Mühendislik ve Dizayn,
- Elektrik Panoları Üretimi,
- Bakım ve Servis Hizmetleri,

alanlarında faaliyet göstermektedir. Bununla birlikte, SAN-EL, 1000 kVA-100.000 kVA arasında kurulu elektrik gücüne sahip tüm tesislerin ihtiyacı olan enerji dağıtım kontrol ve kumanda panolarının projelendirilmesini, imalatını ve kurulumunu gerçekleştirmektedir.

Şirket'in üretim ve tedarikten satış yaptığı ürünler aşağıdaki tabloda görülmektedir;

1- Alçak ve Orta Gerilim Sistemleri	2- Şalt Malzemeleri
Projelendirme, İmalat ve Satış	Satış
Alçak Gerilim Kompanzasyon Panoları	Alçak Gerilim Güç Kondansatörleri
Alçak Gerilim Harmonik Filtre Panoları	Alçak Gerilim Harmonik Filtre Reaktörleri
Alçak Gerilim Dağıtım Panoları	Alçak Gerilim Devre Kesiciler
Alçak Gerilim Kat ve MCC Panoları	Alçak Gerilim Elektrik Kontrol Ürünleri
Orta Gerilim Kompanzasyon Panoları	Alçak Gerilim DIN Rayı Ürünleri
Orta Gerilim Harmonik Filtre Panoları	Alçak Gerilim Hız Kontrol Cihazları
Projelendirme ve Satış	Orta Gerilim Güç Kondansatörleri
SVC Sistemleri	Orta Gerilim Harmonik Filtre Reaktörleri
Orta Gerilim Metal Clad Dağıtım Panoları	Orta Gerilim Devre Kesiciler

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in kapasitesi, tek vardiya üzerinden 2.400 adet elektrik panosu imalatıdır. Söz konusu panoların, projelendirmeye göre farklı göz sayılarında üretilebilmesi nedeniyle parça pano imalat sayısı, göz adedi dikkate alındığında 3.500'e kadar çıkabilmektedir. Şirket'in fiili pano üretim miktarları dönemler itibariyle aşağıdaki gibidir.

Ürün	2013-06	2012	2011	2010
Elektrik Panosu	1.032	2.212	2.106	1.134

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in dönemler itibariyle satış gelirleri ve ürün kırılımı aşağıdaki gibidir;

Satış Gelirleri (TL)	30.06.2013	30.06.2012	Büyüme	31.12.2012	Büyüme	31.12.2011	Büyüme	31.12.2010
Elektrik Panosu	10.463.093	15.871.731	-34%	21.237.232	-11%	23.775.919	99%	11.953.777
THYRIS*	77.738	150.624	-48%	268.973	-38%	431.235	-0,3%	432.694
Diğer Ürünler** ve Hizmet Satışları	4.211.363	13.594.029	-69%	25.672.763	78%	14.388.288	97%	7.292.837
Toplam Satış Gelirleri	14.752.194	29.616.384	-50%	47.178.968	22%	38.595.442	96%	19.679.308

* Şirket'in alçak gerilim anahtarlama sistemi ürünü

** Sürücüler ve Şalt Malzemelerini içermektedir.

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu, SAN-EL Bağımsız Denetim Raporu

Bu veriler ışığında, 2011 yılında Şirket'in elektrik panosu ve diğer ürünlerden elde ettiği satış gelirinin bir önceki yıla göre neredeyse iki kat arttığını ancak THYRIS ürünü satış gelirlerinin yatay kaldığını görmekteyiz. 2012 yılında ise diğer ürünlerin satış gelirleri %78 artmış ancak THYRIS ve elektrik panosu ürünlerinin cirosu yıllık bazda azalmıştır. 6 aylık verilere bakıldığında ise tüm segmentelerde yıllık bazda satışların düştüğü görülmektedir. 6 aylık satış gelirlerinde yaşanan düşüşler; Şirket'in 22.06.2012 tarihinde ABB Elektrik A.Ş ile ticari ürün kullanım ve satış anlaşmasını feshederek General Electric (GE) Endüstriyel Çözümleri A.Ş ile sözleşme imzalaması sonrasında, ABB Elektrik ürünlerinin satıştan çekilerek General Elektrik ürünlerinin tanıtımları sonucu hizmet ve diğer satış gelirleri tutarlarındaki azalmadan kaynaklanmaktadır.

Sektörel Bakış:

Dünya inşaat sektörünün toplam büyüklüğünün 2010 yılı sonu itibariyle yaklaşık 7,5 trilyon ABD doları /yıl civarında olduğu tahmin edilmektedir. Dünya inşaat sektörü, Dünya toplam GSMH'nin yaklaşık %13'ünü oluşturmaktadır. Dünyadaki toplam istihdamın ise yaklaşık %30'unun bu sektörde olduğu tahmin edilmektedir. Dünya inşaat sektöründeki yaklaşık 7,5 trilyon dolarlık büyüklüğün %72'si dünya ekonomisine de yön veren ilk on ülkede gerçekleşmektedir. Dünya inşaat sektörü üretiminde Çin 2011 yılında liderliği ABD'den alarak zirveye oturmuştur. Çin'in dünya inşaat sektörü içerisindeki payı %15 iken Çin'i takip eden ABD'nin payı %14'tür. "Global Construction Perspectives ve Oxford Economics" tarafından hazırlanan "Global Construction 2020" raporundaki öngörülerde, 2020 yılında global inşaat sektör büyüklüğünün günümüze oranla %70 büyüyerek 12,7 trilyon ABD dolarına ulaşacağı ve dünya toplam GSMH'sinin %14,6'sını oluşturulacağı ifade edilmektedir. Bu büyümeye önderliği gelişmekte olan ülkelerin yapacağı öngörülmektedir. Çin, Hindistan, Rusya, Brezilya, Türkiye, Asya Pasifik, Güney ve Orta Amerika gibi gelişmekte olan ekonomilerdeki inşaat sektör büyüklüğünün 2010-2020 yılları arasında %110 büyüyerek 2020 yılında 7 trilyon ABD dolarlık bir büyüklüğe ulaşacağı beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerin inşaat sektör büyüklüğünün ise aynı dönemde sadece %35 artarak 5,7 trilyon ABD doları büyüklüğe ulaşması beklenmektedir. 2020 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki inşaat sektör büyüklüğünün global inşaat sektörünün %55'ini oluşturacağı öngörülmektedir.

Türkiye inşaat sektöründe 2010-2020 döneminde ortalama yıllık %7,3 büyüme beklenmektedir. Dünya ekonomisinin büyümesi ile paralel olarak büyüyen inşaat sektörü beraberinde büyüyen bir elektrik sektörü oluşturmaktadır. Bina inşaat maliyetleri analiz edildiğinde, genel inşaat malzemelerinin toplam maliyetin % 52' sini oluşturduğu görülmektedir. Tesisat malzemeleri toplam maliyetin % 15 'ini, işçilik ise % 31'ini oluşturmaktadır.3 Elektrik işleri hem tesisat malzemeleri hem de işçilik giderlerinden pay almaktadır. Elektrik tesisatı normal konutlarda genellikle toplam maliyetin %8'ini, endüstriyel tesisler, havaalanları, akıllı bina gibi teknolojik yapılarda ise %10-%18'ini oluşturmaktadır.

2011 yılında yüzde 11, 5 büyüdükten sonra 2012 yılında sadece yüzde 0,6 büyüme gösteren inşaat sektörü 2013 yılının ilk çeyrek döneminde yüzde 5,9 büyüme sağladı. Gayrimenkul ve iş faaliyetleri sektörü ise 2011 de %9,3, 2012 yılında %6,6 büyürken 2013 yılı ilk çeyreğinde yüzde 5,7 büyümüştür. (Kaynak: SAN-EL Mühendislik İzahname)

DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Şirket'in halka arz edilecek paylarının fiyat değer tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları yöntemi kullanılmış ve bu yöntemler sonucu halka arz hisse fiyatı **3,98 TL** olarak belirlenmiştir.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

SAN-EL Mühendislik için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılarak Piramit Menkul Değerler tarafından yapılan değerlemede Şirket Özsermaye Değeri 54.464.281 TL (6,41 TL/hisse) olarak belirlenmiştir.

Projeksiyon:

Değerlemede kullanılan 2013-2017 yılları arası için SAN-EL tarafından verilen projeksiyonlar aşağıdaki gibidir.

SAN-EL (bin TL)	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T
Net Satışlar	38.595,53	47.178,97	40.766,32	53.857,13	63.820,69	73.074,69	81.112,91
<i>Büyüme</i>		22,2%	-13,6%	32,1%	18,5%	14,5%	11,0%
Brüt Kâr	4.976,17	8.500,05	8.589,08	9.586,57	11.040,98	12.386,16	13.748,64
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	12,9%	18,0%	21,1%	17,8%	17,3%	17,0%	17,0%
Faaliyet Kârı	2.661,02	4.757,59	5.188,00	6.400,41	7.384,05	8.257,44	9.165,76
<i>Faal. Kâr Marjı</i>	6,9%	10,1%	12,7%	11,9%	11,6%	11,3%	11,3%
Amortisman	247,80	290,70	279,35	557,35	574,35	591,35	608,35
FAVÖK	2.937,70	5.048,29	5.467,35	6.957,77	7.958,41	8.848,79	9.774,11
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,6%	10,7%	13,4%	12,9%	12,5%	12,1%	12,1%
Net Kâr	2.231,14	3.678,49	4.124,46	5.120,33	5.907,24	6.605,95	7.332,61
<i>Net Kâr Marjı</i>	5,8%	7,8%	10,1%	9,5%	9,3%	9,0%	9,0%

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in bu projeksiyonuna göre 2012 sonu-2017 sonu dönemi için net satışlardaki yıllık bileşik büyüme oranı %11,45 olarak hesaplanmaktadır. Şirket projeksiyonlarında kâr marjlarının kademeli olarak azalmasını muhafazakar yaklaşıma uygun bulmaktayız. Bununla birlikte, 2013 yılı marjlarının satışlardaki düşüşe rağmen, geçmiş yıllara göre yüksek kaldığını düşünüyoruz.

Projeksiyonlara ilişkin açıklamalar şu şekildedir;

- 2013 yılında, General Electric ile yapılan çözüm ortaklığı anlaşması sonucu yeni ürün tanıtımları ve 2013 yılı ilk altı aylık döneminde yeni taahhüt projesi faturasının kesilmemiş olmasından dolayı 2013 yılı satış gelirleri bir önceki yıla göre düşüş göstermektedir.
- SAN-EL'in 2013 yılı son üç aylık dönemine ilişkin devam eden projelerin tutarı 22,5 milyon TL olup, mevcut projelerden 16.493.917 TL'lik gelirin yıl sonu bilançolarına yansıtacağı Şirket tarafından beyan edilmiştir.
- Şirket'in üretim tesislerinin kiralık olması nedeniyle, yapılacak yatırımlar sonucu 2014 yılında kendisine ait bir binası olacak olması nedeniyle 600.000 TL'lik yıllık kira giderinin faaliyet kârına dahil olacağı varsayılmıştır. Böylece Şirket, 2013 yılı projelerinde ulaşmayı hedeflediği yüksek kâr marjlarının, önümüzdeki yıllarda daha rekabetçi fiyat oluşturma durumunda kalınabilecek olması nedeniyle %9,04 seviyesine kadar düşeceğini öngörmektedir.
- Şirket'in mühendislik ve proje temelli firma olması nedeniyle satışlardaki büyümeye karşın faaliyet giderlerinin iş modeli nedeniyle satışları kadar büyümektedir.
- Şirket'in tahmin edilen yüksek satış büyümeleri, satışlardaki vade uzatımı ve tedarikçilere avans kullanılması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacının artacağı varsayılmıştır. Ayrıca SAN-EL aldığı siparişler ve taahhüt ettiği projeler karşılığı iş başı yapmak için erken ödeme almaktadır.

- Şirket'in 2014 yılında 6 milyon TL'lik bina ve ekipman yatırımı ve sonrasında yıllarda ortalama 100.000 TL kapasite koruyucu ve yenileme yatırımı yapacağı öngörülmüş ve buna göre amortisman ayrılmıştır.

SAN-EL'in işletme sermayesi, yatırım ve amortisman projeksiyonları aşağıdaki gibidir;

SAN-EL (bin TL)	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T
İşletme Sermayesi Değişimi		4.143,64	-2.275,35	2.330,10	965,59	1.877,80	1.074,56
Ticari Alacak Devir (Gün)	62	58	65	72	75	78	80
Stok Devir (Gün)	19	33	35	40	40	42	42
Ticari Borç Devir (Gün)	69	68	68	70	70	72	75
İşletme Sermayesi Devir Hızı (Gün)	10,4	6,0	7,3	6,8	7,2	6,8	6,8
Yatırımlar				6.000	100	100	100
Amortismanlar	247,75	290,72	279,35	557,35	574,35	591,35	608,35

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin Belirlenmesi:

Şirket'in serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi amacıyla kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) belirlenirken;

- Risksiz getiri oranı olarak, 10 yıl vadeli (8 Mart 2023 itfa tarihli) Türk tahvilinin 26/09/2013 tarihi itibarıyla son 6 aylık ortalaması olan %8 kullanılmıştır.
- Borçlanma Maliyeti olarak, Bankaların Şirket'e önerdiği kredi oranı olan %9,75-11,25 aralığı göz önünde bulundurularak muhafazakar yaklaşımla %13,5 kullanılmıştır.
- SAN-EL'in Borç/Aktifler oranı olarak 2013 yılı için %0, 2014-2015 yılı için %10, 2016-2017 yılları için %15, terminal dönem için %20 kullanılmıştır. Bu oranın indirgeme faktörünü düşürmesi nedeniyle muhafazakar yaklaşıma uygun olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in 30.06.2013 tarihli bağımsız denetim raporu sonuçlarına göre Yabancı Kaynaklar/Aktifler oranının %38,6 olması göz önünde bulundurulduğunda, 2013 yılı sonu için %0 oranının kullanılmasının, mantıksal açıdan doğru olmadığını düşünmekteyiz. Ayrıca, fiyat tespit raporunun 12. Sayfasının 5 numaralı dipnotunda %1,1 olarak hesaplanan borç/(borç+özsermaye) oranının doğru hesaplanmadığını düşünmekteyiz. Böyle bir durumda
- Şirket'in Beta'sı, ilk halka arz olan şirketlerde olduğu üzere 1,00 olarak kullanılmıştır.
- Şirket'in Pazar risk primi, %6,5 olarak kullanılmıştır. Yakın zamanda yapılan halka arzlar incelendiğinde kullanılan oranın makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Terminal büyüme oranı, Türkiye ekonomisinin büyüme beklentisi (%3-4,5) ve enflasyon rakamlarının %4,5-5 seviyesinde oluşabileceği dikkate alınarak %4,5 olarak alınmıştır. İNA Analizlerinde genelde %3-%5 olarak belirlenen terminal büyüme oranının makul bir oran olduğunu düşünüyoruz.

Bu varsayımlar ışığında yıllar itibarıyla AOSM aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

AOSM Hesaplama	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	Terminal
Risksiz Faiz Oranı	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Özsermaye Risk Primi	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%	14,50%
Borç Maliyeti	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Kurumlar Vergisi	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Borç / Varlık Oranı	0,00%	10,00%	10,00%	15,00%	15,00%	20,00%
Özsermaye / Varlık Ağırlığı	100,00%	90,00%	90,00%	85,00%	85,00%	80,00%
AOSM	14,50%	14,13%	14,13%	13,95%	13,95%	13,76%

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

SAN-EL'in projeksiyonlara göre indirgenmiş nakit akımları ve Özsermaye değeri, aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi hesaplanmıştır.

Nakit Akımı Projeksiyonu (bin TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	Terminal
Faaliyet Kârı	5.188,00	6.400,41	7.384,05	8.257,44	9.165,76	
Vergiler	1.037,60	1.280,08	1.476,81	1.651,49	1.833,15	
Amortisman ve İtfa Payları	279,35	557,35	574,35	591,35	608,35	
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-2.275,35	2.330,10	965,59	1.877,80	1.074,56	
Yatırım Harcamaları (-)		6.000	100	100	100	
Serbest Nakit Akımı	6.705,10	-2.652,42	5.416,01	5.219,50	6.766,40	76.359,49
İndirgeme Faktörü	0,963264	0,844006	0,739513	0,649009	0,569581	0,500686
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.458,79	-2.238,66	4.005,21	3.387,50	3.854,01	38.232,14
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değer Toplamı	15.466,85					
Terminal Değer	38.232,14					
Şirket Değeri	53.698,99					
Net Nakit / (Borç)	765,29					
Özsermaye Değeri	54.464,28					
Sermaye	8.500					
Pay Değeri	6,41					

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Buna göre Şirket değeri yaklaşık 53,7 milyon TL olarak hesaplanmış, 765,3 bin TL'lik net nakdin eklenmesi sonucu yaklaşık 54,5 milyon TL'lik özsermaye değerine ulaşılmıştır. Mevcut 8,5 milyon TL'lik sermayeye göre hisse başına 6,14 TL'lik değer hesaplanmaktadır.

2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

SAN-EL Mühendislik için yurtiçi piyasada işlem gören benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları ile BİST-Tüm endeksinin F/K'sı kullanılarak yapılan değerlendirme sonucu; sektör çarpanlarına göre **52.232.848 TL** ve BİST-TÜM endeksinin F/K'sına göre **45.856.475 TL** değere ulaşılmıştır. Değerleme, 26 Eylül 2013 çarpanları itibarıyla yapılmış olup, çarpanların değişmesi halinde farklı Şirket değerlerine ulaşılabilir.

Benzer Şirket Çarpanlarına Göre

Benzer Şirket çarpanları çalışmasında; Elektrik taahhüt şirketlerinin çarpanlarının değerlemeye baz teşkil edecek yeterlilikte oluşmaması nedeniyle, SAN-EL'in faaliyetlerine daha yakın görünen inşaat-taahhüt şirketleri de benzer şirketlere dahil edilerek değerlendirme yapılmıştır. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı mühendislik ve Ar-Ge temelli bir iş modeline sahip şirketler için doğru fiyatlama göstermediği gerekçesiyle, Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanı ise Şirket'in faaliyet kârlılığını yansıtmadığı nedeniyle değerlendirme çalışmasına katılmamıştır. Kullanılmayan PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarının da analize katılmasının, sanayi şirketleri için daha doğru bir değere işaret etmesi açısından gerekli olduğunu düşünüyoruz.

SAN-EL'in benzeri olarak seçilen Şirketler ve çarpanları aşağıdaki gibi oluşmaktadır. Şirket çarpanlarının aritmetik ortalamaları ve piyasa değerleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalamaları alınmış ve bu ortalamalardan düşük olan ağırlıklı ortalamalar tercih edilmiştir. Bu durumun muhafazakar yaklaşıma uygun olduğunu düşünmekteyiz.

Şirketler	F/K	PD/DD	FD/Ciro	FD/FAVÖK
ALARK Alarko Holding	12,8	1,2	0,4	6,7
ANELE Anel Elektrik	-	0,6	0,9	34,6
ATAC Ataç İnşaat	-	2,8	-	-
BAYRD Baysan Trafo Radyatörleri	-	3,9	2,2	18
BROVA Yeşil Yapı	-	-	1,3	16,1
EMKEL Emek Elektrik	-	0,4	0,4	6
ENKAI Enka İnşaat	15,6	1,9	1,3	9,3
GEREL Gersan Elektrik	-	0,2	0,9	-
ORGE Orge Enerji Elektrik	16,8	2,1	2,3	17,5
OSTIM Ostim Endüstriyel Yat.	-	1,0	4,8	-
İnşaat Taahhüt-Elektrik (Arit. Ort.)	15,06	1,57	1,61	15,46
İnşaat Taahhüt-Elektrik (Ağ. Ort.)	14,95	1,83	1,25	9,31

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Bu çarpanlar ile SAN-EL Mühendislik'in piyasa değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

SAN-EL Mühendislik (TL)	F/K	FD/FAVÖK
Çarpan	14,95	9,31
Net Kâr (FAVÖK)*	3.832.282	4.985.369
Çarpan Değeri	57.292.616	46.413.785
Net Nakit		765.294
Piyasa Değeri	57.292.616	47.179.079
Ortalama Piyasa Değeri		52.235.848

* Veriler Son 4 çeyrek üzerinden hesaplanmıştır. FAVÖK verisi olarak Faaliyet Kârı kullanılmıştır.

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizinde Net Kâr ve FAVÖK'ün son 4 çeyrek üzerinden hesaplanmasının doğru olduğunu düşünmekle birlikte; FAVÖK verisi için esas faaliyet kârının kullanılmasının altında yatan sebeplerin açıklanmasının, açıklayıcı olması açısından doğru olacağını düşünüyoruz.

BİST-TÜM Endeksine Göre

BİST-Tüm Endeksi için F/K çarpanı 11,53 olarak hesaplanmış ve SAN-EL'in son 4 çeyrek ve 2013 tahmini net kârları üzerinden değerlendirilmiştir. Çarpan analizi aşağıdaki gibidir;

SAN-EL Mühendislik (TL)	Son 4 Çeyrek	2013T
Net Kâr	3.832.282	4.124.460
BİST-Tüm F/K	11,53	11,53
Piyasa Değeri	44.172.589	47.540.362
Ortalama Piyasa Değeri		45.856.475

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

BİST-TÜM endeksi için PD/DD ile FD/Satışlar ve FD/FAVÖK gibi nakit akışlarına dayalı çarpanların da kullanılabilceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte 2013 tahmini kâr üzerinden değerlemenin, BİST-TÜM’de yer alan şirketlerin 2013 tahmini kâr beklentileri üzerinden hesaplanacak F/K üzerinden hesaplanmasının, metodoloji açısından daha uygun düşeceği görüşündeyiz.

3. Ağırlıklı Fiyatlandırma ve Halka Arz Özeti

SAN-EL hisseleri için, uygulanan yöntemlerden İNA’ya %50, Sektör Çarpanlarına %30 ve BİST-TÜM çarpanlarına %20 ağırlık verilerek **52.074.190 TL** piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değer 6,13 TL hisse fiyatına işaret etmekte olup, %35 iskonto yapılarak nihai halka arz fiyatı **3,98 TL** olarak belirlenmiştir.

SAN-EL Mühendislik A.Ş.	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA Analizi	54.464.281	50%	27.232.140
Sektör Çarpanları Analizi	52.235.845	30%	15.670.754
BİST-TÜM Çarpan Analizi	45.856.475	20%	9.171.295
Toplam	52.074.190		
Sermaye	8.500.000		
Hisse Fiyatı	6,13		
Halka Arz Önceki Piyasa Değeri	33.830.000		
Halka Arz İskontosu	35%		
HALKA ARZ FİYATI	3,98		
Halka Arz Büyüklüğü	13.134.000		
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	45.770.000		

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

Bu değerlendirme sonuçlarıyla birlikte Şirketin halka arz öncesi ve sonrası çarpanları aşağıdaki gibi oluşmuştur;

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Halka Arz Öncesi	8,83	3,17	6,63
Halka Arz Sonrası	11,94	2,10	6,80

Kaynak: SAN-EL Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Fiyat Tespit raporunda Şirket’e ve iş modeline ilişkin açıklamaların yeteli olduğunu düşünüyoruz. Fiyat tespit edilirken kullanılan yöntemlerin uygun olduğu görüşündeyiz. İndirgenmiş Nakit akımları analizinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenirken kullanılan borç/toplam varlık oranının, 2013 yılı için %0 alınmasının mantıksal olarak doğru olmadığını düşünmekteyiz. Çarpan analizinde ise benzer şirketlerde PD/DD ve FD/Satışlar; BİST-TÜM endeksi çarpanlarında ise PD/DD, FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanlarının da kullanılması gerektiğini düşünmekteyiz. Bununla beraber ağırlıklandırmada İNA’ya verilen ağırlığın diğer yöntemlerden daha fazla olmasını metodoloji olarak yerinde buluyoruz. Yapılan %35 halka arz iskontosunun; 2013 yılı halka arzlarında iskonto oranlarının %10-%32,5 aralığıyla kıyaslandığında, yatırımcılar açısından pozitif bir nokta olduğunu düşünmekteyiz.

EK: Mali Tablolar - Bilanço

Bilanço	2010	2011	2012	2013-06
AKTİFLER				
Dönen Varlıklar	8.537.927	15.225.282	16.286.925	16.548.930
Nakit ve Nakit Benzerleri	358.824	1.337.285	1.535.972	891.743
Ticari Alacaklar	6.419.048	7.005.551	8.246.674	4.397.899
Diğer Alacaklar	642.252	1.113.788	1.794.373	2.395.780
Stoklar	152.776	3.328.678	3.725.773	4.440.801
Peşin Ödenmiş Giderler	846.710	599.986	775.855	3.898.374
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar		409.181		
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	118.317	1.430.813	163.242	459.558
Diğer Dönen Varlıklar			45.036	64.775
Duran Varlıklar	1.111.956	1.917.035	1.371.001	858.606
Finansal Yatırımlar	25.000	25.000		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		889.014	356.388	
Maddi Duran Varlıklar	964.748	898.320	889.783	774.543
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22.487	32.472	34.622	30.600
Peşin Ödenmiş Giderler				
Ertelenmiş Vergi Varlığı	94.469	70.048	90.208	53.418
Diğer Duran Varlıklar	5.252	2.181		45
TOPLAM VARLIKLAR	9.649.883	17.142.317	17.657.926	17.407.536
PASİFLER				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.985.496	11.491.589	8.409.597	6.467.625
Kısa Vadeli Borçlanmalar	57.957	190.031	180.000	
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	123.130	207.980	173.331	101.131
Ticari Borçlar	3.970.126	8.858.752	5.655.782	4.801.974
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	59.767	91.654	85.823	211.469
Diğer Borçlar	199.246	121.812	79.178	60.780
Ertelenmiş Gelirler	1.529.214	1.910.076	1.751.003	1.168.769
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	46.056	111.284	476.673	123.502
Kısa Vadeli Karşılıklar			7.807	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	232.218	370.200	218.240	253.278
Uzun Vadeli Borçlanmalar	114.064	104.831	28.624	25.318
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	22.266	52.371	136.392	141.798
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	95.888	212.998	53.224	86.162
Özsermaye	3.432.169	5.280.528	9.030.089	10.686.633
Ödenmiş Sermaye	10.000	10.000	20.000	8.500.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-1.002	1.284	3.375	9.048
Değer Artış Fonları	60.793	182.476		
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		58.250	141.750	141.750
Geçmiş Yıl Kâr/Zararları	3.362.180	2.797.378	5.186.476	384.964
Net Dönem Kârı/(Zararı)	198	2.231.140	3.678.488	1.650.871
TOPLAM KAYNAKLAR	9.649.883	17.142.317	17.657.926	17.407.536

Kaynak: SAN-EL Bağımsız Denetim Raporu

EK: Mali Tablolar - Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2010	2011	2012	2012-06	2013-06	Yıllıklandırılmış
TL						
Hasılat	19.679.308	38.595.532	47.178.968	29.526.402	14.752.194	32.404.760
Satışların Maliyeti (-)	16.718.398	33.619.358	38.678.918	26.117.707	10.881.750	23.442.961
Brüt Kâr	2.960.910	4.976.174	8.500.050	3.408.695	3.870.444	8.961.799
Brüt Kâr Marjı	15,0%	12,9%	18,0%	11,5%	26,2%	27,7%
Genel Yönetim Giderleri	1.376.902	1.893.082	3.051.571	1.434.994	1.332.585	2.949.162
Pazarlama, Satış ve Dağ. Gid.	595.365	739.858	975.801	507.952	855.567	1.323.416
Esas Faaliyetten Diğer Gelirler	91.434	562.179	308.339	233.829	113.192	187.702
Esas Faaliyetten Diğer Giderler (-)	1.084.372	244.393	23.429	9.146	5.347	19.630
Faaliyet Kârı	-4.295	2.661.020	4.757.588	1.690.432	1.790.137	4.857.293
Faaliyet Kâr Marjı		6,9%	10,1%	5,7%	12,1%	15,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	100.826		263.732	303.254	78.255	38.733
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	3.632	3.016	16.326	22.801	14.757	8.282
Finansman Gideri Öncesi Kâr/Zarar	92.899	2.658.004	5.004.994	1.970.885	1.853.635	4.887.744
Finansal Gelirler	266.582	651.226	632.700	480.336	571.919	724.283
Finansal Giderler (-)	241.007	479.395	1.072.125	646.698	306.321	731.748
Finansal Gelir/Gider (Net)	25.575	171.831	-439.425	-166.362	265.598	-7.465
Vergi Öncesi Kâr	118.474	2.829.835	4.565.569	1.804.523	2.119.233	4.880.279
Dönem Vergi Gideri	150.888	457.735	1.058.862	301.559	400.052	1.157.355
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	32.612	-140.960	171.781	-5.887	-68.310	109.358
Dönem Net Kârı/Zararı	198	2.231.140	3.678.488	1.497.077	1.650.871	3.832.282
Net Kâr Marjı	0,001%	5,8%	7,8%	5,1%	11,2%	11,8%
Amortisman ve İtfa Giderleri	187.903	247.755	290.723	134.252	139.677	296.148
FAVÖK	183.608	2.908.775	5.048.311	1.824.684	1.929.814	5.153.441
FAVÖK Marjı	0,9%	7,5%	10,7%	6,2%	13,1%	15,9%

Kaynak: SAN-EL Bağımsız Denetim Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddî menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevî zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.