

**SAN-EL MÜHENDİSLİK
ELEKTRİK TAAHHÜT SANAYİ VE TİCARET. A.Ş.**

FİYAT TESPİT RAPORU

26 EYLÜL 2013

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

GENEL BİLGİLER	3
ŞİRKET PROFİLİ	4
ORTAKLIK YAPISI	4
FAALİYET KONUSU VE SEKTÖRDEKİ DURUMU.....	5
HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI.....	7
PROJEKSİYON.....	8
FINANSAL VARLIKLARI DEĞERLEME MODELİ.....	11
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	11
PİYASA ÇARPANLARI	15
DEĞERLEME VE HALKA ARZ ÖZETİ	19
BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI.....	20

GENEL BİLGİLER

SAN-EL Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin ("Şirket", "San-El") halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgiler ve belgelerden faydalanılmıştır. Ayrıca Şirket'in bağlı olduğu mevzuat da dahil olmak üzere herhangi bir hukuki, mali ve vergisel inceleme ve kontrol yapılmamıştır. Kullanılan varsayımlar, diğer girdiler ve indirgeme oranlarının piyasa koşullarına göre değişmesi ya da değiştirilmesi sonuçları değiştirecektir.

HALKA ARZ ÖZETİ

➤ Halka arz fiyatı	3,98 TL
➤ Halka arz şekli	Sermaye Artırımı (3.000.000 TL Pay) ve Ortak satışı (300.000 TL Pay)
➤ Halka arz edilecek payların nominal tutarı	3.300.000 TL Pay
➤ Halka arz edilecek payların türü	İmtiyazsız B Grubu
➤ Halka açılma oranı	28,7%
➤ Kayıtlı sermaye tavanı	50.000.000 TL
➤ Çıkarılmış sermaye	8.500.000 TL
➤ Halka arz sonrası çıkarılmış sermaye	11.500.000 TL
➤ Hesaplanan piyasa değeri	52.074.190 TL
➤ Halka arz teşviki	Hisse fiyatına % 35 iskonto uygulanmıştır.
➤ Halka arz öncesi piyasa değeri	33.830.000 TL
➤ Halka arz sonrası piyasa değeri	45.770.000 TL
➤ Halka arz büyüklüğü	13.134.000 TL

ŞİRKET PROFİLİ

San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi A.Ş. ("Şirket") eski adıyla San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi olarak 04.05.2005 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Şirket 14.01.2013 tarihinde nevi değişikliğine giderek Limited Şirketten Anonim Şirkete dönüşmüş olup yeni ticaret unvanı San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi A.Ş. olmuştur. Söz konusu nevi değişikliği 18 Ocak 2013 tarihli Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde (TTSG) tescil ve ilan olmuştur.

Şirketin faaliyet konusu orta gerilim ve alçak gerilim kompanzasyon ve harmonik filtre sistemlerinin projelendirmesi, tasarımı ve tesisi, orta gerilim ve alçak gerilim kompanzasyon ve harmonik filtre ürünlerinin komponent bazında satışı, iletim ve dağıtım şebekelerinde enerji kalitesinin analizi ve raporlama hizmetleri'dir. Şirket bu amaçla elektrik taahhüt işleri yapmakta, elektrik mühendisliği hizmetleri sunmaktadır.

Ayrıca Şirket, anahtar teslimi elektrik taahhüt işleri alanında faaliyet göstermektedir. Şirket elektrik taahhüt işleri kapsamında; projelendirme, orta gerilim, alçak gerilim elektrik tesisat hizmetleri vermektedir.

Şirket'in yönetim merkezi Şerifali Mahallesi Başer Sokak No:44 Ümraniye/İstanbul'dur. Şirketin üretim tesisi İmes Organize sanayi bölgesi E blok 501 sokak No:37/A Ümraniye/İstanbul'dur. Şirketin Alaaddinbey Mahallesi Nilüfer Ticaret Merkezi-2 636 sokak No:15 Nilüfer/Bursa adresinde bir şubesi bulunmaktadır.

Şirketin Alaaddinbey Mahallesi Nilüfer Ticaret Merkezi-2 635 Sokak No:10 Nilüfer/Bursa adresinde deposu mevcuttur.

ORTAKLIK YAPISI

Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Bahadır Yalçın	3.825.000	45%	3.690.000	32,08%
Serkan Dinçbaş	3.825.000	45%	3.690.000	32,08%
Zeynel Abidin Erdaloğlu	850.000	10%	820.000	7,13%
Halka Açık	-	-	3.300.000	28,7%
Toplam	8.500.000	100%	11.500.000	100%

FAALİYET KONUSU VE SEKTÖRDEKİ DURUMU

Faaliyetler

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

SAN-EL Mühendislik, 1000 kVA ile 100,000 kVA arasında kurulu elektrik gücüne sahip tüm tesislerin ihtiyacı olan enerji dağıtım kontrol ve kumanda panolarının projelendirmesini, imalatını ve kurulumunu gerçekleştirmektedir.

Şirketin ürettiği veya tedarik edip sattığı ürünleri aşağıdaki gibidir.

Ürünler

1-Alçak Gerilim (A.G.) ve Orta Gerilim (O.G.) sistemler	2-Şalt Malzemeleri
Projelendirme , İmalat ve Satış	Satış
A.G. Kompanzasyon Panoları A.G. Harmonik Filtre Panoları A.G. Dağıtım Panoları A.G. Kat ve MCC Panoları O.G. Kompanzasyon Sistemleri O.G. Harmonik Filtre Sistemleri	A.G. Güç Kondansatörleri A.G. Harmonik Filtre Reaktörleri A.G. Devre Kesicileri A.G. Elektrik Kontrol Ürünleri A.G. DIN Rayı Ürünleri A.G. Hız Kontrol Cihazları
Projelendirme ve Satış	O.G. Güç Kondansatörleri O.G. Harmonik Filtre Reaktörleri O.G. Devre Kesicileri
SVC Sistemleri O.G. Metal clad Dağıtım Panoları	

Şirketin yıllık üretim kapasitesi tek vardiya üzerinden 2400 adet elektrik panosu imalatıdır. Elektrik panolarının projelendirmeye göre farklı göz sayılarında üretilebilmesi nedeniyle parça pano imalat sayısı göz adedi dikkate alındığında 3500 adete ulaşmaktadır. Şirketin 2010,2011,2012 ve 30.06.2013 itibarıyla gerçekleşen pano üretim sayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Konusu	30.06.2013	2012	2011	2010
Elektrik Panosu	1032	2212	2106	1134

Şirket, 2012 sonu itibarıyla, **3.000 göz elektrik pano** imalatını yaklaşık **60 kişilik bir kadro** ve **2.000 mt²** kapalı alan ile gerçekleştirerek **yıllık 47 milyon TL** faturalama rakamına ulaşmış ve **3,7 milyon TL** kar etmiştir.

Şirket 2010-2012 dönemi ve 30.06.2013 itibariyle Thyris (Şirketin kendi ürünü, alçak gerilim anahtarlama sistemi) AG ve OG elektrik panoları ve diğer ürün ve hizmet satışlarından aşağıdaki net gelir tutarlarını elde etmiştir.

Satışlar (TL)	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	31.12.2011	31.12.2010
Elektrik Panosu	10.463.093	21.237.232	15.781.731	23.775.919	11.953.777
THYRIS	77.738	268.973	150.642	431.325	432.694
Diğer Ürünler (Sürücüler, Şalt Malzemeleri) Hizmet Satışları	4.211.363	25.672.763	13.594.029	14.388.288	7.292.837
Toplam Satışlar	14.752.194	47.178.968	29.526.402	38.595.532	19.679.308

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları (Dipnot 5)

SAN-EL Mühendislik, ABB Elektrik A.Ş ile 16.01.2006 tarihinde ticari ürün kullanımı ve satışı konusunda çözüm ortaklığı anlaşması imzalamıştır. Şirket, **GE Endüstriyel Çözümleri A.Ş** ile 01.05.2012 tarihinden itibaren çalışmaya başlaması nedeniyle ABB Elektrik A.Ş ile yapılan anlaşma iptal edilmiştir. ABB ürünlerinin satıştan çekilmesi ve General Elektrik ürünlerinin pazar tanıtımı çalışmaları nedeniyle 2013 yılı ilk altı ayında diğer ürünler ve hizmetler satış tutarları azalmıştır. Bu azalma Ortaklığın toplam satış gelirlerinin 2013 yılı ilk altı ayında düşmesine neden olmuştur.

Diğer taraftan GE Endüstriyel Çözümleri A.Ş ile yapılan anlaşma doğrultusunda satışların büyük çoğunluğu proje satışlarıdır, bu durum belirli bir imalat süresi gerektirmekte dolayısı ile faturalama, alınan sipariş rakamından düşük seviyelerde kalmaktadır.

İş kolunun Avantajları

Orta ve büyük boy tesisler için elektrik dağıtım ve kumanda panoları zorunlu bir ihtiyaç teşkil eder. İnşaat sektöründeki büyüme, toplu konut ve büyük ölçekli sosyal tesis projeleri, turizm ve sanayi işletmelerinin artan kapasite yatırımları sektör için büyüme fırsatları yaratmaktadır.

- Mühendislik gibi yüksek katma değerli ve yüksek ciro lu bir iş koludur.
- Satın alma veya satış yaptığı organizasyonlar genellikle büyük ve kurumsal firmalardır.
- Elektrik enerjisinin tesisler için alternatifsiz bir enerji olması iş kolunu evrensel yapmıştır.
- Devreye alma ve servis gibi hizmetlerin verilmesinin zorunluluğu, müşterisi ile uzun soluklu ilişkiler kurulmasını sağlar ve bu durum aynı zamanda yeni rakiplere karşı avantaj oluşturur.

[Şirket ve sektöre ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 6. bölümünde yer almaktadır.]

1-İşletme Sermayesi:

Elektrik taahhüt işlerinde üstlenilen projelerde özellikle malzeme ve ekipman alımlarında işletme sermayesi ihtiyacı vardır. Malzeme ve ekipman temininde peşin alımlarda önemli ölçüde fiyat indirimi söz konusudur, bu indirimler faaliyet kar marjını artırmaktadır. Halka arzdan sağlanacak yaklaşık 11 milyon TL tutarındaki kaynağın en az 6 milyon TL'si olmak üzere 6,5-9 milyon TL'sinin yeni taahhüt projelerinde işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır. (Şirket'in halka arz gelirinden üretim tesisi için kullanmayı düşündüğü tutar, üretim tesisinin uygun leasing (kiralama) yöntemi ile finanse edilmesi halinde, işletme sermayesine eklenmesi de planlanmaktadır.)

2-Üretim Tesis Kurulumu:

Şirketin mevcut Ümraniye üretim tesisinin fiziki kapasitesinin yetersiz kalması nedeniyle (2.000 mt²) daha geniş bir kapalı alana ihtiyaç duyulmaktadır. Yeni üretim tesisinin 4000 mt² kapalı alan şeklinde oluşması planlanmaktadır. Tahmini maliyeti 5 milyon TL civarında oluşması beklenmektedir. Tesis kurulumu ile yıllık 600.000 TL kira gideri tasarrufu sağlanacaktır. Halka arz geliri kullanımı yanında uygun koşullarda leasing temini ile tesis kurulumunun tamamlanması hedeflenmektedir.

PROJEKSİYON

Şirket tarafından sağlanan 2013-2017 dönemi projeksiyonu aşağıda verilmiştir.

Projeksiyonda sağ sütunlar içinde verilen yüzde oranları, bir önceki yıla göre değişim oranını, alt satırlarda verilen yüzde oranları ise karlılık oranlarını göstermektedir.

SAN-EL (bin TL)	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T						
Net Satışlar	38.595,53	47.178,97	22,30%	40.766,32	-13,59%	53.857,13	32,11%	63.820,69	18,50%	73.074,69	14,50%	81.112,91	11,00%
Brüt Kar	4.976,17	8.500,05	70,20%	8.589,08	1,05%	9.586,57	11,61%	11.040,98	15,17%	12.386,16	12,18%	13.748,64	11,00%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>12,89%</i>	<i>18,02%</i>		<i>21,07%</i>		<i>17,80%</i>		<i>17,30%</i>		<i>16,95%</i>		<i>16,95%</i>	
Faaliyet Karı	2.661,02	4.757,59	88,80%	5.188,00	9,05%	6.400,41	23,37%	7.384,05	15,37%	8.257,44	11,83%	9.165,76	11,00%
<i>Faal. Kar Marjı</i>	<i>6,89%</i>	<i>10,70%</i>		<i>12,73%</i>		<i>11,88%</i>		<i>11,57%</i>		<i>11,30%</i>		<i>11,30%</i>	
Amortisman	247,8	290,7		279,35		557,35		574,35		591,35		608,35	
FAVÖK	2.937,70	5.048,29		5.467,35	8,30%	6.957,77	27,26%	7.958,41	14,38%	8.848,79	11,19%	9.774,11	10,46%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>7,60%</i>	<i>10,70%</i>		<i>13,41%</i>		<i>12,92%</i>		<i>12,47%</i>		<i>12,11%</i>		<i>12,05%</i>	
Net Kar	2.231,14	3.678,49	65,60%	4.124,46	12,12%	5.120,33	24,15%	5.907,24	15,37%	6.605,95	11,83%	7.332,61	11,00%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>5,80%</i>	<i>7,80%</i>		<i>10,12%</i>		<i>9,51%</i>		<i>9,26%</i>		<i>9,04%</i>		<i>9,04%</i>	

Şirketin 5 yıllık projeksiyonuna göre, 2012 sonu-2017 sonu arasındaki beş yıl içinde, net satışlardaki Yıllık Bileşik Büyüme Oranının(YBBO)¹ % 11,45 olması beklenirken FAVÖK marjının YBBO olarak % 14,13 net karında YBBO olarak % 14,79 artması beklenmektedir.

- Şirketin satış gelirleri, 30.06.2013 ara dönemde 2012 yılının aynı dönemine göre önemli bir azalma göstermiştir. 2012 yılında şirketin ABB ile olan anlaşmasını fesih ederek General Electric (GE) ile çözüm ortaklığı anlaşması yapması sonrasında pazara yeni ürünlerin tanıtılması ve 2013/6 ara dönemde yeni taahhüt projesi faturasının kesilmemiş olması satışların azalmasında önemli bir etken olmuştur. **Fakat bu dönemde alınan projelerin ve GE ürünlerin satış karlılığı daha yüksektir.**
- San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt San. Ve Tic. A.Ş.'nin satış gelirleri dağılımında yıllar içerisinde % 45-60 elektrik satış panosu (proje-taahhüt grubu) , % 55-40 aralığında diğer ürün ve hizmet satışı söz konusudur.

¹ Yıllık Bileşik Büyüme Oranı : n yıl sonraki finansal değerin (V_n), başlangıç tarihli finansal değere (V₀) oranının n. dereceden (n: aradaki yıl sayısı) kökünün bir(1) eksiğinin yüzdesel değeridir. YBBO= % [((V_n/V₀)^{1/n})- 1]

San-El Mühendislik Elektrik Taahhüt San. Ve Tic. A.Ş.'nin 2010-2011-2012 ve 2013/6, 2012/6 ara dönem satış tutarları ve ürün grubuna göre dağılımı aşağıdaki gibidir.

Ürünler	30.06.2013		31.12.2012		30.06.2012		31.12.2011		31.12.2010	
	Satış Tutarı	Yüzde Pay	Satış Tutarı	Yüzde Pay	Satış Tutarı	Yüzde Pay	Satış Tutarı	Yüzde Pay	Satış Tutarı	Yüzde Pay
Elektrik Panosu	10.463.093	70,93%	21.237.232	45,0%	15.781.731	53,4%	23.775.919	61,6%	11.953.777	60,7%
THYRIS	77.738	0,53%	268.973	0,6%	150.642	0,5%	431.325	1,1%	432.694	2,2%
Diğer Ürünler (Sürücüler, Şalt Malzemeleri) Hizmet Satışları	4.211.363	28,55%	25.672.763	54,4%	13.594.029	46,0%	14.388.288	37,3%	7.292.837	37,1%
Toplam Satışlar	14.752.194	100,0%	47.178.968	100,0%	29.526.402	100,0%	38.595.532	100,0%	19.679.308	100,0%

Kaynak: Bağımsız denetim raporları

2012 yılı ortalarında GE (General Electric) ile anlaşılması ve ABB ürünlerinin satıştan çekilmesi nedeniyle 2013/6 da diğer ürün ve satış gelirlerinde önemli bir azalma söz konusudur. 2012 yılı toplam satışlarında diğer ürün ve hizmet satışı 25,6 milyon TL, 2012/6 aylıkta ise 13,5 milyon TL civarındadır. 2013 /6 da ise ürün ve hizmet satışı 4,2 milyon TL olup bu grupta kayıp 9,3 milyon TL civarında oluşmuştur.

2013/6'da elektrik pano proje gelirleri 10,4 milyon TL olup bu grupta 2012/6 ya göre azalma görülse de, 2012 yılının tamamındaki elektrik pano proje gelirlerinin 21,2 milyon TL'dir (2011-23 milyon TL).

- Şirketin 2013 yılının son üç ayında devam eden proje tutarı 22,5 milyon TL'dir. Şirket, Eylül 2013 itibarıyla ulaştığı satış rakamlarına ilave olarak mevcut projelerden 16.493.917 TL'nin de yıl sonunda satış gelirlerine yansıtacağını beyan etmiştir. İlgili beyan, İhraççı Bilgi Dökümanı ekinde yer almaktadır.²
- Şirketin üretim yaptığı binanın kiralık olması nedeniyle şirketin yılda 600.000 TL kira gideri bulunmaktadır. Şirketin yapacağı yatırımlar sonrası, 2014 yılında kendisine ait bir binası olacak olması nedeniyle 600.000 TL kira giderinin faaliyet karına dahil olması beklenmektedir.
- 2013 yılında yürütülen projelerde ulaşılan yüksek kar marjı (yıl sonu net kar marjı tahmini %10,12) ve şirketin 2014 yılında yapacağı yatırım, üretim binası satın alması dolayısıyla tasarruf edilecek yıllık 600.000 TL kira giderinin faaliyet karına yansıtılması dolayısıyla ulaşılan net kar marjı (2014 net kar marjı tahmini %9,51) oranlarının gelecek yıllarda artan satışlar ve daha rekabetçi fiyat oluşturma durumunda kalınabilecek olması nedeniyle şirketin net kar marjının % 9,04 düzeyinde seyredeceği öngörülmektedir.
- Şirketin mühendislik ve proje, tasarım temelli firma olması nedeniyle artan satışlara karşılık faaliyet giderleri satışları kadar artmamaktadır.

² Devam eden projeler hakkında ayrıntılı bilgi, İhraççı Bilgi Dökümanı'nın 22. Bölümünde ve İhraççı Bilgi Dökümanı ekinde yer almaktadır.

Şirketin, yatırımlar ve işletme sermayesi değişimi projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

SAN-EL (Bin TL)	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T
İşletme sermayesi değişimi		4.143.635	-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	10,4	6,0	7,3	6,8	7,2	6,8	6,8
Yatırımlar			0,00	6.000,00	100,00	100,00	100,00
Amortismanlar	247,75	290,72	279,35	557,35	574,35	591,35	608,35

- Şirketin önümüzdeki dönemde artan satışları, satışlarda vade uzatımı ve tedarikçilere avans kullandırması nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır. Diğer taraftan Şirket, aldığı siparişler ve taahhüt ettiği projeler karşılığında iş başı yapmak için erken ödeme (avans) almaktadır.
- Şirket, 2014 yılında 6.000.000 TL bina ve ekipman yatırımı, 2014 sonrası devam eden yıllarda ortalama 100.000 TL kapasite koruyucu ve yenileme yatırımı yapacağı öngörülmektedir. Bu yatırımlara göre amortisman ayrılmıştır.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

2013-2017 yılları arasındaki serbest nakit akımları TL bazında şirket tarafından verilen projeksiyon verilerine göre hesaplanarak, firma için nihai pay değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında 30/06/2013 tarihli finansal tablolar kullanılmıştır.

Şirket Nakit Akımları 26/09/2013 tarihi itibarıyla indirgenmiştir.

Finansal Varlıkları Değerleme Modeli

Bir hisse senedinin beklenen getirisi söz konusu finansal varlığın riski ile doğrudan ilgilidir. Başka bir ifade ile; Yatırımcılar; riskli bir varlığı; getirinin riski dengelemesi koşuluyla elde bulunduracaklardır. Riskin en uygun ölçütü ise; Pazarın kovaryansının; hisse senedinin varyansına oranı olarak ifade edilen β (Beta) dır.

Daha açık bir ifade ile; β pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır.

Bunun sonucu olarak; bir hisse senedinin beklenen getirisi; söz konusu hisse senedinin β 'sı ile doğrudan ilgilidir.

Bu durumda;

- Eğer $\beta = 0$ ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.
- Eğer $\beta > 1$ ise; beklenen getiri daha çok riskli
- Eğer $\beta < 1$ ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Riskli bir yatırımın beklenen getirisi;

- 1) Risksiz Faiz Oranı R_F
- 2) Pazarın Risk Primi $E(R_M) - R_F$ ve
- 3) Hisse Senedinin Riski β_E 'ya bağlıdır.

Bu faktörlere bağlı olarak; Hisse Senedinin beklenen getirisi; daha doğru bir ifade ile Öz Kaynak Maliyeti (R_E) aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$R_E = R_F + \beta_E * (R_M - R_F)$$

Borç Maliyeti:

Borç maliyeti; kreditorlerin yeni verecekleri borçlar için firmadan bekledikleri getiri oranıdır. Daha açık bir anlatımla; borç maliyeti; yeni borçlar için ödenecek faizlerdir ve bu oran da finansal piyasalarda oluşan faiz hadleridir. Eğer bir firma; hali hazırda tahvil ihraç etmişse; söz konusu tahvillerin vadeye kadar getirisi; pazarın firmanın tahvilleri için istediği faiz oranına eşit olacaktır.

Vergi Etkisi (vergi kalkanı): Firmanın vergi dilimi borç maliyetini vergi oranı kadar azaltacaktır. Ödenecek faizlerin % 20'si , kurumlar vergisinden mahsup edilmektedir.

Ağırlıklı Sermaye maliyeti

$$\text{AOSM} = [(E / V) * R_E] + [(D/V) * R_D * (1 - T_c)]$$

AOSM : İskonto oranı

Re : Özsermaye maliyeti Rd : borçlanma maliyeti

T : Vergi oranı

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

D/V : borçların toplam kaynaklara oranı

İndirgeme oranı hesaplanırken şu veriler kullanılmıştır:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Risksiz getiri oranı = %8,0³

Borçlanma Maliyeti = %13,5⁴

Borç / Varlık = %0, %10 ve %20⁵

$\beta = 1$ ⁶

Pazar Risk Primi : 6,50⁷

Terminal Büyüme Oranı = %4,5⁸

³ 10 yıl vadeli (8 Mart 2023) Türk tahvilinin son 6 aylık ortalaması dikkate alınmıştır.

⁴ Şirketin özkaynaklarının %10-%15'i kadar borçlanma için bankaların şirkete önerdiği kredi oranı %9,75-11,25 aralığındadır. İhtiyatlı davranmak adına şirketin borçlanabileceği oran %13,5 olarak alınmıştır.

⁵ Şirketin son üç yıl içerisindeki borç/borç+özsermaye oranı ortalaması %6,08'tir. Haziran 2013 itibariyle bu oran %1,1 düzeyindedir. Şirket projeksiyonları gereği önümüzdeki 5 yıl içinde %20 borç/varlık oranına ulaşacağı öngörülmektedir.

⁶ İlk halka arzlarda genellikle halka arz edilen şirket için Beta(β) 1 alınmaktadır. Şirketin ilk halka arzı nedeniyle Betası(β) 1 alınmıştır.

⁷ Yurtiçi Piyasa şartlarında risk primi için baz alınan oran %6-%6,5 aralığındadır. Şirketin finansal borcunun çok düşük olmasına karşın risk primi, piyasa şartları için kullanılan %6,5 oranından alınmıştır. Değerleme için baz alınan AOSM ve Pazar risk primi, Borsa İstanbul A.Ş. BIST-Tüm endeksi'nin geriye doğru son yıllardaki yıllık bileşik getiri oranı (temettü dahil) dikkate alınarak beklenen getiri üzerinden hesaplanacak AOSM ve Pazar risk primine göre daha yüksek alınmıştır. (Endeksin 2004-2013 yılları arasında son 9 yıl, son 8 yıl,son 7 yıl vb. şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %12,54-%14,25 aralığındadır.)

⁸ 2017 sonrası yıllarda Türkiye ekonomisinin büyüme beklentisinin (%3-4,5) aralığında ve enflasyon rakamlarının (%4-5,5) seviyesinde oluşabileceği dikkate alınarak Şirketin devam eden büyüme oranı %4,5 kabul edilmiştir

AOSM Hesaplama	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	T
Risksiz Getiri 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	1	1	1	1	1
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 Ağırlığı	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%

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Şirket Piyasa Değeri

Yukarıdaki projeksiyona göre şirket'in nakit akım tablosu ve nakit akımlarının bugüne indirilmiş tablosu şu şekildedir:

Nakit Akımı Projeksiyonu (bin TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	T⁹
Faaliyet Karı	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 itfa payları	279,35	557,35	574,35	591,35	608,35	
Çalışma Sermayesi Değişimi	-2.275,35	2.330,10	965,59	1.877,80	1.074,56	
Sermaye Harcamaları	0	6.000,00	100,00	100,00	100,00	
Serbest Nakit Akımları	6.705,10	-2.652,42	5.416,01	5.219,50	6.766,40	76.359,49
FAVÖK	5.467,35	6.957,77	7.958,41	8.848,79	9.774,11	

Nakit akımlarının bugüne indirilmiş verileri aşağıdaki tablodadır:

İndirgenmiş Nakit Akımları (bin TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	T
İndirgeme Faktörü	0,963264	0,844006	0,739513	0,649009	0,569581	0,500686
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri	6.458,79	-2.238,66	4.005,21	3.387,50	3.854,01	38.232,14

⁹ 2017 sonrası devam eden nakit akımları için Gordon Büyüme modeli dikkate alınmaktadır.

$$Uç\ değer = (C_T * (1+g)) / (k-g)$$

C_T : Projeksiyon son yılındaki nakit akımını, g : devam eden büyüme oranını, k: İskonto oranını (AOSM) temsil etmektedir.

Projeksiyon Yıl Sayısı	5
Son Terminal Değer İskontosu	13,76%
Sürekli Büyüme Oranı	4,50%
Terminal Değeri	76.359,49
Terminal Değerinin Net Bugünkü Değeri	38.232,14
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değer Toplamı	15.466,85
ŞİRKET DEĞERİ	53.698,99
Terminal Değere Oranı %	71,2
Net Nakit	765,29
Özsermaye Değeri	54.464,28
Sermaye	8.500,00
PAY DEĞERİ	6,41

İndirgenmiş nakit akımı analizine göre, %14,50 öz kaynak iskonto oranı, %13,76 Terminal iskonto oranı ve % 4,5 terminal büyüme oranına göre SAN-EL Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket özsermaye değeri **54.464.281 TL**'dir. Şu an için geçerli 8.500.000 TL sermayeye göre pay değeri ise **6,41 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değişen terminal büyüme ve faiz oranlarına göre firma duyarlılık analizi değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir:

		Özsermaye Değeri (mn TL)- Duyarlılık Analizi				
		AOSM				
		13,00%	14,00%	14,50%	15,00%	16,00%
Devam Eden Büyüme Oranı	3,00%	55,5	50,7	48,7	46,7	43,3
	4,00%	60,4	54,8	52,3	50,1	46,1
	4,50%	63,3	57,1	54,5	52,0	47,7
	5,00%	66,7	59,8	56,8	54,2	49,5
	5,50%	70,5	62,8	59,5	56,5	51,4

PİYASA ÇARPANLARI

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden ilişkili faaliyet konusu ile benzer şirket kabul edilen şirket çarpanlarından oluşturulan sektör endeksi F/K, FD/FAVÖK çarpanı ve BIST-Tüm endeks çarpanları (BIST-Tüm F/K) ile yapılan fiyatlandırma şu şekildedir.

- Benzer şirket çarpanları veya sektör endeksi son 4 çeyrek üzerinden alındığından değerlemede San-El Mühendislik şirketinin 30.06.2013-30.06.2012 tarihli verileri kullanılmıştır.

San-El Mühendislik (TL)	30.06.2013-30.06.2012	2012 Yıllık	2013 Tahmini
Satışlar	32.404.760	47.178.968	40.766.315
Net Kar	3.832.282	3.678.488	4.124.460
Faaliyet Karı	4.857.293	4.757.588	5.188.000
Esas faaliyet karı	4.689.221	4.472.678	
Amortisman	296.148	290.723	
FAVÖK*	4.985.369	4.941.171	
Net Nakit	765.294	1.154.017	
Özsermaye	10.686.633	9.030.089	

*FAVÖK hesaplamasında Faaliyet karı(Diğer gelir/gider hariç) olarak alınmıştır.

- Değerleme için Borsa İstanbul A.Ş. endekslerinin baz alındığı 26 Eylül 2013 sonrası endekste yaşanabilecek sert dalgalanma ile benzer şirket olarak seçilen şirketlerin hisselerinde görülebilecek hareketlilik şirket için farklı fiyatlamalara yol açabilecektir.
- San-El Mühendislik şirketi ile Borsa İstanbul A.Ş.'de aynı iş kolu ve benzer özelliklerde kabul edilebilecek şirketlerin piyasa çarpanlarının değerlemeye baz teşkil edecek yeterlilikte oluşmaması nedeniyle San-El Mühendislik şirketinin faaliyetlerine daha yakın görünen inşaat-taahhüt şirketleri de değerlemeye dahil edilmiştir.

Şirketler	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
ANEL ELEKTRİK	-	0,6	0,9	34,6
EMEK ELEKTRİK	-	0,4	0,4	6
GERSAN ELEKTRİK	-	1,2	0,9	-
BAYSAN TRAFÖ RADYATÖRLERİ	-	3,9	2,2	18
ORGE ENERJİ ELEKTRİK	16,8	2,1	2,3	17,5
Ortalama	16,8	1,64	1,34	13,8

(Ortalama hesabında negatif değerler ile ANEL Elektrik FD/FAVÖK Hariç)

- Benzer şirket ve sektör endeksi için seçilen veriler, şirketlerin son açıklanmış bilançolarından (Haziran 2013) geriye doğru 4 çeyrek baz alınarak ve ilgili tarihlerdeki hisse fiyatları üzerinden hesaplanmıştır.

- PD/DD çarpanı mühendislik, Ar-Ge, tasarım, yazılım vb. temelli çalışan şirketler için genelde doğru fiyatlama göstermediğinden ve şirketin büyüme potansiyelini yansıtmadığından kullanılmamıştır.
- FD/NS çarpanı şirketin faaliyet karlılığını yansıtmadığından kullanılmamıştır.
- SAN-EL Mühendislik şirketini benzer şirket olarak temsil eden şirketlerin benzerliklerinin ve çarpanlarının yeterli olmaması nedeniyle değerlendirilmede endeks çarpanları da dikkate alınmıştır.

DEĞERLEME ORANLARI

(26.09.2013 Tarihi İtibariyle)

	(Bin TL)				
	PİYASA DEĞERİ	NET KAR (SON 4 ÇEYREK)	ÖZSERMAYE	F/K	PD/DD
BIST 100 TOPLAM/ORT.	462.198.203	42.672.353	272.919.876	10,81	1,69
BIST TÜM TOPLAM/ORT.	545.265.271	46.645.392	328.798.305	11,53	1,66
ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	510.013.913	44.465.578	298.674.465	11,37	1,71
KURUMSAL ÜRÜNLER PAZARI TOPLAM/ORT.	18.454.952	1.657.100	18.882.560	9,66	0,98
İKİNCİ ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	19.259.790	546.978	12.246.645	34,16	1,57
GÖZALTI PAZARI TOPLAM/ORT.	282.508	(108.626)	(418.120)	---	---
PP GENEL TOPLAM/ORT.	548.011.164	46.561.031	329.385.550	11,60	1,66
PP + GİP GENEL TOPLAM/ORT.	548.484.883	46.560.860	329.653.874	11,61	1,66
İMALAT SANAYİİ					
TOPLAM / ORTALAMA	145.140.957	10.574.999	71.540.807	13,64	2,03
METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM					
EMEK ELEKTRİK	17.622	(510)	40.919	---	0,43
GERSAN ELEKTRİK	46.200	(4.794)	39.529	---	1,17
METAL EŞYA, MAKİNE YAPIM TOPLAM / ORTALAMA	41.082.202	2.108.383	13.695.318	19,18	3,00
İNŞAAT VE BAYINDIRLIK					
ANEL ELEKTRİK	140.800	(7.073)	227.869	---	0,62
BOROVA YAPI	197.802	(7.809)	1.395	---	141,82
EDİP GAYRİMENKUL	62.500	(20.808)	41.258	---	1,51
ENKA İNŞAAT	18.560.000	1.196.320	9.973.509	15,51	1,86
MUTLU YATIRIM GAYRİMENKUL	124.968	VY	VY	VY	VY
ORGE ENERJİ ELEKTRİK	42.700	2.546	20.059	16,77	2,13
TOPLAM / ORTALAMA	19.128.770	1.163.176	10.264.090	16,34	1,85
GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI (GİP)					
BAYSAN TRAFİKO RADYATÖRLERİ	48.970	86	12.556	571,12	3,90
GELİŞEN İŞLETMELER PİYASASI TOPLAM / ORT.	473.718	(171)	268.324	---	1,77

(<http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri>)

- Elektrik taahhüt şirketlerinin çarpanlarının kullanılmaması nedeniyle, San-El Mühendislik A.Ş.'nin elektrik taahhüt şirketleri sonrası en benzer olabileceği sektör, tüm endeks şirketleri içinde inşaat-taahhüt şirketleri olabileceği varsayılmış ve benzer elektrik şirketleri de dahil edilerek inşaat-taahhüt-elektrik sektör endeksi oluşturulmuştur. Sektör endeksi olarak alınan şirketlerin piyasa değeri ağırlıkları üzerinden hesaplanan çarpanlar değerlendirme için kullanılmıştır. (Aritmetik ortalama alınarak yapılan değerlendirme daha yüksek şirket değerine işaret etmektedir.)

Şirketler (Borsa kodu ile)	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
ALARK	12,77	1,2	0,4	6,7
ANELE	-	0,6	0,9	34,6
ATAC	-	2,8	-	-
BAYRD	-	3,9	2,2	18
BROVA	-	-	1,3	16,1
EMKEL	-	0,4	0,4	6
ENKAI	15,6	1,9	1,3	9,3
GEREL	-	1,2	0,9	-
ORGE	16,8	2,1	2,3	17,5
OSTİM	-	1	4,8	-
İnşaat- Taahhüt-Elektrik (aritmetik ort.)	15,06			15,46
İnşaat- Taahhüt-Elektrik (ağırlıklı ort.)	14,95			9,31

- San-El Mühendislik , endeksler içinde yer alan şirketler içinde, ikinci Ulusal Pazar şirketlerine daha benzerdir. İkinci Ulusal endeksinde F/K makul sınırların üzerinde (35,2) olduğundan kullanılmamıştır. Diğer seçenekler içinde San-El mühendislik için BIST-Tüm endeks çarpanları kullanılmıştır.
- İNA değeri ağırlıklandırmada % 50 oranda, sektör çarpanları % 30 ve endeks çarpanı % 20 olarak kullanılmıştır.

A- Sektör çarpanlarına göre fiyatlandırma aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

San-El Mühendislik (TL)	F/K	FD/FAVÖK
Çarpan	14,95	9,31
Net kar/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
Piyasa Değeri-ort.		52.235.848

İnşaat-Elektrik Taahhüt sektör çarpanlarına göre San-El mühendislik Elektrik Taahhüt San. Ve Tic. A.Ş.'nin piyasa değeri **52.235.848** TL olarak hesaplanmıştır.

B- BIST-Tüm endeksi F/K çarpanı ile yapılan değerlendirme şu şekildedir.

26.09.2013 Tarihli Borsa İstanbul A.Ş. fiyatları ile		
	30.06.2012-30.06.2013	2013 tahmini
Net Kar (TL)	3.832.282	4.124.460
BIST- Tüm Endeksi F/K	11,53	11,53
Piyasa Değeri (TL)	44.172.589	47.540.362
San-El Mühendislik Piyasa Değeri (TL)	45.856.475	

Borsa İstanbul A.Ş BIST-TÜM endeksi F/K çarpanına göre San-El mühendislik Elektrik Taahhüt San. Ve Tic. A.Ş.'nin piyasa değeri **45.856.475**TL olarak hesaplanmıştır.

AĞIRLIKLI FİYATLANDIRMA

San-El Mühendislik A.Ş.	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya göre	54.464.281	50%	27.232.140
Sektör çarpanlarına göre	52.235.848	30%	15.670.754
BIST-Tüm endeks çarpanlarına göre	45.856.475	20%	9.171.295
Toplam			52.074.190
Sermaye			8.500.000
Hisse Fiyatı			6,13

Ağırlık fiyatlandırma sonrası şirketin piyasa değeri **52.074.190** TL ve hisse fiyatı **6,13** TL olarak hesaplanmıştır.

DEĞERLEME VE HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz teşviki olarak hisse fiyatına % 35 iskonto uygulanarak San-E Mühendislik Elektrik Taahhüt San. ve Tic. A.Ş.'nin halka arz hisse fiyatı 3,98 TL olarak belirlenmiştir.

San-EI Mühendislik (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Nakit
2012 sonu Veriler	3.678.488	9.030.089	4.941.171	1.154.016
30.06.2013 - 30.06.2012 Veriler	3.832.282	10.686.633	4.985.369	765.294
Hesaplanan Şirket Piyasa Değeri	52.074.190			
Halka Arz Öncesi Sermaye	8.500.000			
Hisse Fiyatı	6,13			
Halka Arz Öncesi Sermaye	8.500.000			
Sermaye Artırımı	3.000.000			
Ortak Satışı	300.000			
Halka Açıklık Oranı (%)	28,70%			
Halka Arz İskontosu	35,0%			
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	33.830.000			
Halka Arz Fiyatı	3,98			
Önceki Sermaye	8.500.000			
Halka Arz Sonrası Sermaye	11.500.000			
Halka Arz Büyüklüğü	13.134.000			
Şirkete Halka Arz Geliri	11.940.000			
Şirkete Halka Arz Maliyeti	853.566			
Şirkete Kaynak Girişi	11.086.434			
Halka Arz Sonrası PD	45.770.000			
Halka Arz Sonrası FD	33.918.272			
Halka Arz Öncesi F/K	8,83			
Halka Arz Sonrası F/K	11,94			
Halka Arz Öncesi PD/DD	3,17			
Halka Arz Sonrası PD/DD	2,10			
Halka Arz Öncesi FD/FAVÖK	6,63			
Halka Arz Sonrası FD/FAVÖK	6,80			
Halka Arz Maliyeti	938.923			
Halka Arz Maliyeti/Halka Arz Büyüklüğü	7,15%			

BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI

BİLANÇO	30.Haz.13	31.Ara.12	30.Haz.12	31.Ara.11	31.Ara.10
Dönen Varlıklar	16.548.930	16.286.925	19.540.555	15.225.282	8.537.927
Nakit ve Nakit Benzerleri	891.743	1.535.972	855.770	1.337.285	358.824
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	-
Ticari Alacaklar	4.397.899	8.246.674	13.250.999	7.005.551	6.419.048
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	199.035	236.410	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	4.397.899	8.047.639	13.014.589	7.005.551	6.419.048
Diğer Alacaklar	2.395.780	-	1.692.319	-	-
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	2.325.918	1.645.771	1.640.337	1.067.306	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	69.862	148.602	51.982	46.482	642.252
Stoklar	4.440.801	3.725.773	2.484.368	3.328.678	152.776
Peşin Ödenmiş Giderler	3.898.374	775.855	1.025.841	599.986	846.710
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	-	-	-	409.181	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	459.558	163.242	227.642	1.430.813	118.317
Diğer Dönen Varlıklar	64.775	45.036	3.616	-	-
Duran Varlıklar	858.606	1.371.001	1.258.492	1.917.035	1.111.956
Ticari Alacaklar	-	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	-	-	-	-	-
Finansal Yatırımlar	-	-	-	25.000	25.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	356.388	-	889.014	-
Maddi Duran Varlıklar	774.543	889.783	1.011.260	898.320	964.748
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	30.600	34.622	42.284	32.472	22.487
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	53.418	90.208	196.828	70.048	94.469
Diğer Duran Varlıklar	45	-	8.120	2.181	5.252
TOPLAM VARLIKLAR	17.407.536	17.657.926	20.799.047	17.142.317	9.649.883

KAYNAKLAR	30.Haz.13	31.Ara.12	30.Haz.12	31.Ara.11	31.Ara.10
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.467.625	8.409.597	13.513.269	11.491.589	5.985.496
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	180.000	1.515.364	190.031	57.957
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	101.131	173.331	-	207.980	123.130
Ticari Borçlar	4.801.974	5.655.782	6.866.634	8.858.752	3.970.126
-İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	-	487.821	491.366	3.019.966	2.133.660
-İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	4.801.974	5.167.961	6.375.268	5.838.786	1.836.466
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	211.469	85.823	132.006	91.654	59.767
Diğer Borçlar	60.780	-	177.730	-	-
-İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	113	-	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	60.667	79.178	177.730	121.812	199.246
Ertelenmiş Gelirler	1.168.769	1.751.003	4.665.224	1.910.076	1.529.214
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	123.502	476.673	156.311	111.284	46.056
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	-	-	-
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	-	-	-	-	-
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	7.807	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	253.278	218.240	440.610	370.200	232.218
Uzun Vadeli Borçlanmalar	25.318	28.624	-	104.831	114.064
Ticari Borçlar	-	-	-	-	-
Diğer Borçlar	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	141.798	-	103.976	-	-
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	141.798	136.392	103.976	52.371	22.266
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	86.162	53.224	336.634	212.998	95.888
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	-	-
ÖZKAYNAKLAR	10.686.633	9.030.089	6.845.168	5.280.528	3.432.169
Ödenmiş Sermaye	8.500.000	20.000	20.000	10.000	10.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	-	-	-	-	-
Paylara İlişkin Primler	-	-	-	-	-
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	9.048	3.375	-135	1.284	-1.002
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	-	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	141.750	141.750	141.750	58.250	60.793
Değer artış fonları	-	-	-	182.476	-
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	384.964	5.186.476	5.186.476	2.797.378	3.362.180
Net Dönem Karı/Zararı (-)	1.650.871	3.678.488	1.497.077	2.231.140	198
TOPLAM KAYNAKLAR	17.407.536	17.657.926	20.799.047	17.142.317	9.649.883

GELİR TABLOSU	30.06.2013	31.12.2012	30.06.2012	31.12.2011	31.12.2010
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER					
Hasılat	14.752.194	47.178.968	29.526.402	38.595.532	19.679.308
Satışların Maliyeti (-)	-10.881.750	-38.678.918	-26.117.707	-33.619.358	-16.718.398
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	3.870.444	8.500.050	3.408.695	4.976.174	2.960.910
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.332.585	-3.051.571	-1.434.994	-1.893.082	-1.376.902
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-855.567	-975.801	-507.952	-739.858	-595.365
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	113.192	308.339	233.829	562.179	91.434
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-5.347	-23.429	-9.146	-244.393	-1.084.372
FAALİYET KARI / ZARARI (-)	1.790.137	4.757.588	1.690.432	2.661.020	-4.295
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	78.255	263.732	303.254	-	100.826
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-14.757	-16.326	-22.801	-3.016	-3.632
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	-	-	-	-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET					
KÂRI/ZARARI	1.853.635	5.004.994	1.970.885	2.658.004	92.899
Finansman Gelirleri	571.919	632.700	480.336	651.226	266.582
Finansman Giderleri (-)	-306.321	-1.072.125	-646.698	-479.395	-241.007
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ					
KÂRI/ZARARI	2.119.233	4.565.569	1.804.523	2.829.835	118.474
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri (-)					
- Dönem Vergi Gelir / Gideri (-)	-400.052	-1.058.862	-301.559	-457.735	-150.888
- Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	-68.310	171.781	-5.887	-140.960	32.612
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM					
KÂRI/ZARARI	1.650.871	3.678.488	1.497.077	2.231.140	198

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları