



**SAY REKLAMCILIK YAPI DEKORASYON PROJE
TAAHHÜT SAN. VE TİC. A.Ş.**

HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU

22 Mayıs 2013



GEDİK Yatırım

www.gedik.com

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
1. Şirket Hakkında Özet Bilgi	1
2. Değerleme Özeti	6
3. Piyasa Çarpanları Yöntemi:	7
4. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)	8
5. Finansal Tablolar ve Oranlar	12
6. SONUÇ	13

1. Şirket Hakkında Bilgi

1989 yılında şahıs firması olarak Mehmet Bülent GÜLDOĞAN tarafından kurulmuştur. İzmir'de faaliyetine başlayan Şirket, 24.01.1992 tarihinden itibaren Ercan GÜLDOĞAN, Erkan GÜLDOĞAN ve M. Bülent GÜLDOĞAN ortaklığında Say Reklamcılık Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. unvanı ile faaliyetine devam etmiştir. Bu yıllarda Coca Cola A.Ş.'nin dağıtım araçlarının reklam giydirmeleri ile Malboro sigaralarının standlarını yaparak faaliyetlerine devam etmiştir.. Şirket, 27.08.2004 tarihinden itibaren nevi değişiklik yaparak Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile faaliyetine devam etmektedir.

Şirket, bina ve açık alanların tüm görsel iletişim ürünlerini tasarlamak, üretmek ve montajını gerçekleştirmekte, iç ve dış mekanlarda dekorasyon işleri, her türlü çelik ve betonarme yapı alımı, satımı ve imalatı ile ilgili proje taahhüt işlerini yürütmektedir.

Şirket'in üretim tesisleri İzmir Kemalpaşa Organize Sanayi Bölgesinde yer almakta olup, 830 ve 842 nolu parselde bulunan fabrika binasının mülkiyeti Şirket'e aittir (842 nolu parselde bulunan ve Şirket ortaklarından Ercan Güldoğan'a ait olan fabrika binasının mülkiyeti, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırımcı açısından daha faydalı olacağı görüşü ve talebi doğrultusunda 6 Haziran 2013 tarihinde 900.000 TL bedelle Şirket'e devredilmiştir). 830 ve 842 parsellerde bulunan toplam 16.975 m² arazi üzerinde kurulu fabrikanın toplam 10.850 m²'si kapalı alandır. 842 parselin 4.000 m²'si kapalı alan olup, 1.250 m²'si batar kat, 600 m²'si sundurma olmak üzere toplam, 5.850 m² kapalı alandan oluşmaktadır. Şirket mülkiyetinde bulunan 5.000 m² kapalı alan ise 830 parselde yer almaktadır. Fabrikada metal form, alüminyum, akrilik, ahşap, termofom, vakum, yaş boya, toz boya, cila ve folyo bölümleri mevcuttur.

Şirket, İstanbul şubesi de dahil olmak üzere 1921 çalışanı ile büyük ölçekli ulusal ve uluslararası firmalara hizmet vermektedir. Şirket'in İstanbul'da yönetim, satış ve pazarlama bölümlerinin de olduğu bir şubesi bulunmaktadır. Bahsi geçen şube 2000 yılında hizmet vermeye başlamıştır.

2005 yılında ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi akreditasyonunun alınması ile başlayan Entegre Yönetim ve Kalite Standardizasyon çalışmalarında SAY, ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi ve OHSAS 18001 İş Sağlığı ve Güvenliği akreditasyonlarını da alarak, bu üçlü standardizasyona sahip sektöründeki nadir firmalardan biri olmuştur.

Şirket'in grup şirketleri Ateş Çelik İnşaat Taahhüt Proje Mühendislik Sanayi Ticaret A.Ş. ve Plaka Mobilya Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Plaka Mobilya) ile beraber, perakende satış zincirlerinin kurumsal kimlik, mobilya ve dekorasyon dönüşümlerinde anahtar teslim hizmet sunabilen bir firma olma özelliğinin yanı sıra inşaat işlerinde de nitelikli projelere imza atan bir firma özelliği taşımaktadır.

Şirket, ayrıca Ateş Çelik İnşaat Taahhüt Proje Mühendislik Sanayi Ticaret A.Ş.'nin (grup şirketi) Mart 2011'de ihale ettiği İzmir Çandarlı'daki rüzgar enerji santrali kule üretimi konusunda faaliyet gösterecek fabrika yapımı projesine en iyi teklifi vererek inşaat yapımını üstlenmiştir. İnşaat faaliyetlerine Mayıs 2011'de başlanmış olup Ağustos 2012'de tamamlanmıştır. Muhammen yatırım bedeli 17.000.000 EURO olarak öngörülen proje Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. aracılığıyla Avrupa Yatırım Bankası tarafından 11.000.000 EURO tutarında kredilendirilmiş olup Şirket, konu projede 28.300.000 TL tutarında inşaat üretimi gerçekleştirmiştir. Yatırım harcamaları, Türkiye Kalkınma Bankası'nın denetiminden geçmiş ve onaylanmıştır.

ORTAKLIK YAPISI:

ORTAĞIN	A Grubu (*)	B Grubu (*)	Sermayedeki Toplam Pay Tutarı (TL)	Sermayedeki Toplam Pay Oranı (%)
ADI SOYADI	Pay Tutarı (TL)	Pay Tutarı (TL)		
ERKAN GÜLDOĞAN	4.132.000	2.479.200	6.611.200	41,32
MAHMUT GÜLDOĞAN	2.836.000	1.701.600	4.537.600	28,36
ERCAN GÜLDOĞAN	2.836.000	1.701.600	4.537.600	28,36
MÜNİR GÜLDOĞAN	84.000	50.400	134.400	0,84
EMRE GÜLDOĞAN	84.000	50.400	134.400	0,84
MURAT ÖZEL	10.000	6.000	16.000	0,1
METİN ARISAN	10.000	6.000	16.000	0,1
TAHIR BASALOĞLU	8.000	4.800	12.800	0,08
TOPLAM	10.000.000	6.000.000	16.000.000	100

Kuruluşundan İtibaren Faaliyet Konusunu Gerçekleştirmek İçin Yaptığı Önemli Gelişmeler

- 1989 Şahıs firması olarak İzmir'de faaliyete başladı.
- 1991 Folyo kesim programı ve Plotter yatırımı yapıldı.
- 1992 Say Reklamcılık Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. unvanı ile faaliyetine devam etmeye başladı.
- 1993 Computer Numerical Control (CNC) Router yatırımı yapıldı.
- 1995 Yeni fabrika binası için arsa alındı ve inşaata başlandı. 830 numaralı parselde bulunan fabrika binasının mülkiyeti Şirket'e, 842 numaralı parselde bulunan fabrika binasının mülkiyeti Şirket ortaklarından Ercan GÜLDOĞAN'a aittir. 830 ve 842 parsellerde bulunan toplam 16.975 m² arazi üzerinde kurulu fabrikanın 10.850 m²'si kapalı alandır. 842 parselin 4.000 m²'si kapalı alan olup, 1.250 m²'si batar kat, 600 m²'si sundurma olmak üzere toplam, 5.850 m² kapalı alandan oluşmaktadır. Şirket mülkiyetinde bulunan 5.000 m² kapalı alan ise 830 parselde yer almaktadır. Mülkiyeti Ercan GÜLDOĞAN'a ait 842 parselde bulunan arazinin kullanımına ilişkin olarak Şirket, düzenli olarak kira ödemesi yapmaktadır. 2011 yılı sonu itibariyle 84.000 TL net ödeme yapılmış olup, 2012 sonunda net 120.000 TL ödeme yapılmıştır.
- 1996 Bulgaristan'a ilk ihracat (Coca Cola tabelaları) yapıldı.
- 1997 Arçelik A.Ş. ile beraber anahtar teslim bayi dekorasyon projelerine adım atıldı.
- 1999 Yeni fabrika binasına taşınıldı ve CNC metal işleme makinelerine yatırım yapıldı.
- 2000 İlk ahşap işleme makineleri alındı.
- 2001 Konveyörlü toz boya tesisi yatırımı yapıldı.

- 2004 İstanbul şubesi açıldı (2007 yılında tescili yapıldı).
Nevi değişikliği yaparak Say Reklamcılık Yapı Dekorasyon Proje Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanını almıştır.
- İkinci CNC Router Yatırımı yapıldı.
- 2005 ISO 9001 Kalite Belgesi alındı.
- “Say” markası Türk Patent Enstitüsü tarafından tescil edildi.
- 2006 1mt/dk kapasiteli yaş boya tesisi kuruldu.
- 2007 İstanbul Ofisi, Şube olarak tescil edildi.
- Ukrayna’da Say Ukrain LLC unvanlı şirket kuruldu. Bu şirket 2007-2008 döneminde Shell Ukrayna’nın benzin istasyonlarının montajında görev aldı.
- CNC ahşap işleme makineleri yatırımı yapıldı.
- 2008 ISO-14001 Çevre Yönetim Sistemi ve OHSAS-18001 İş Sağlığı ve Güvenliği sertifikasyonu alındı.
- 2009 ERP (Enterprise Resource Planning) sistemine geçildi.
- Romanya’da Say Desing SRL unvanlı şirket kuruldu. Bu şirket Say grubu faaliyetlerinin Romanya’da yürütülmesi amacıyla çalışmalar yaptı.
- İdari binaların revizyonu yapıldı.
- Ukrayna’da kurulmuş olan Say Ukraine LLC şirketi kapatıldı.
- 2010 SAY’ın İzmir’de bulunan idari binalarının revizyonu yapıldı.
- Romanya’da kurulmuş olan Say Design SRL şirketi kapatıldı.
- 2011 İnşaat grubu faaliyetini genişletmiştir. Şirket, Ateş Çelik İnşaat Taahhüt Proje Mühendislik Sanayi Ticaret A.Ş.’nin Mart 2011’de ihale ettiği İzmir Çandarlı’daki rüzgar enerji santrali kule üretimi konusunda faaliyet gösterecek fabrikanın inşaat işlerini üstlenmiştir. İnşaat faaliyeti Mayıs 2011’de başlamış olup, Ağustos 2012 sonu itibarıyla %100’ü tamamlanmıştır.

Şirket, ahşap mobilya üretim hattını bünyeden ayırma kararı almıştır. Ahşap mobilya üretimi, Plaka Mobilya Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanlı grup şirketi tarafından yapılmaya başlamıştır. Hali hazırda Plaka Mobilya Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş., SAY 'a ahşap ürünler üretmeye devam etmektedir.

Şirket, İtalyan mutfak üreticisi Maior Cucina firması ile ortak hareket etme kararı alarak, markanın ürünlerinin Türkiye pazarına girişi ile ilgili çalışmalara başlamıştır.

2012 Şirket, İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'nda halka açılmak amacıyla 16.04.2012 tarihinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Piyasa Danışmanlığı Anlaşması imzaladı.

Şirket 08.06.2012 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun B.02.6.SP.K.0.13.00.110.03.01-1548-6173 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirket'in sermayesi 80.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 16.000.000 TL'dir.

Şirket, 13 Eylül 2012 tarihinde halka açılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB Gelişen İşletmeler Piyasasına başvuruda bulunmuştur.

2013 842 nolu parselde bulunan ve Şirket ortaklarından Ercan Göldoğan'a ait olan fabrika binasının mülkiyeti, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yatırımcı açısından daha faydalı olacağı görüşü ve talebi doğrultusunda 6 Haziran 2013 tarihinde 900.000 TL bedelle Şirket'e devredilmiştir.

Şirket'in Yaptığı İş

Şirket, bina ve açık alanların tüm görsel iletişim ürünlerini tasarlamak, üretmek ve montajını gerçekleştirmekte, iç ve dış mekanlarda dekorasyon işleri, her türlü çelik ve betonarme yapı alımı, satımı ve imalatı ile ilgili proje taahhüt işlerini yürütmektedir.

SAY, Kurumsal Kimlik Uygulama hizmeti kapsamında müşterilerine (akaryakıt firmaları, dağıtım ağına sahip Coca- Cola, Malboro gibi) öncelikli olarak alüminyum taşıyıcılı, üzeri akrilik ve folyo uygulamalı olmak üzere ışıklı yada ışısız, tabelalar, totemler, duvar yada herhangi bir yapı üzerine giydirme şeklinde yapılmış reklam uygulamaları bazında işler yapmıştır. 1997 yılında Arçelik A.Ş. ile çalışmaya başladığı döneme kadar geçen süre içerisinde yukarıda izah edilen açık hava reklam tabelacılığı başlığı altında hizmetler verirken, mobilya hattı yatırımının yapılması ile bunların dışında kurumsal kimlik elemanı olan mobilya, banko, kapı, pencere vb detaylardaki ahşap üretim ve hizmetleri de vermeye başlamıştır.

SAY, kurumsal kimlik uygulaması kapsamında üretim ve montajını gerçekleştirdiği mobilya ve ahşap işlerini geçen zaman içerisinde geliştirerek, bu gün CNC (Counder Network Controler) makineleri ile gerek kurumsal kimlik hizmeti verdiği müşterileri için ve gerekse de diğer tüm müşterileri için münferit ürünler yapabilen bir firma haline gelmiştir.

Şirket,'in ana faaliyet alanı kurumsal kimlik uygulamaları olmakla birlikte, mobilya ve dekorasyon ile proje taahhüt gruplarında gelir elde eden bir işletme haline dönüşmüştür.

İş Alanları

Kurumsal Kimlik Dönüşümleri

Firmaların logo ve isim değişikliği beraberinde görsel iletişim ürünlerinin de yenilenmesini zorunlu kılmaktadır. Tasarım ile başlayan değişim sürecinde firmalara üç boyutlu çizimlerden numuneye, oradan da üretim ve montaja kadar geniş bir yelpazede hizmet verilmektedir.

Bayi/Şube Dekorasyonları

Doğru tasarlanmış ve uygulanmış bayi dekorasyonunun satışı olumlu etkilediği artık bir gerçek. SAY, firmaların bu ihtiyaçları doğrultusunda bir satış noktasında ihtiyaç duyulan, inşaat, mobilya, stant, cephe ve tabela işlerinde anahtar teslim çözüm sunarak, değişim projelerinin yönetilmesinde çok avantajlı bir model oluşturmaktadır.

Özgün Projeler

Daha önce yapılmış, bir örneği olmayan, bir kurumsal kimlik devamı olmayan ya da daha önce hiç uygulanmamış bir konsept üzerine yapılan projelerdir.

Mobilya Dekorasyon İşleri

Münferit rezidans, konut, villa vb. ile alışveriş merkezleri de dahil olmak üzere tüm satış noktalarının dekorasyonu, mobilya tasarımı, imalat ve montajlarını gerçekleştirir.

İnşaat İşleri

Gerek betonarme, prefabrike ve gerekse de çelik konstrüksiyondan imal bina, fabrika vb yapıların inşaat işlerini kaba, ince ve konsept içerik te dahil olmak üzere gerçekleştirir. Revizyon, güçlendirme ve sıfırdan imal olarak hizmet verir.

Pazarlama Stratejisi

Şirket, kurumsal kimlik değişim projeleri, mobilya dekorasyon işleri ve inşaat işleri için anahtar teslim ürün ve hizmetler sunar. Yeni ürünlerin teknik detaylarının çözümü, tasarım, uygulama şantiye faaliyetleri, saha tespitlerinin yapılması, üretim, sevkiyat, montaj ve bakım, firmanın sunduğu hizmetler kapsamındadır.

Bünyesindeki çok çeşitli üretim faaliyeti ve akılcı dış kaynak kullanımı, müşterilere rekabetçi fiyatlar sunma imkanı sağlar.

Yürüyen projeler için düzenli raporlama ve geri bildirim yapılır. Potansiyel problemler ve fırsatlar konusunda müşteri ile daima temas halinde olunur.

Müşteri ile gerek benzer işler, gerekse de potansiyel işler için sürekli müzakere yürütülür.

2. DEĞERLEME ÖZETİ

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (Mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2013 Tahmini Çarpanlar	50%	55,40	2,64
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	50%	67,57	3,22
Şirket Değeri		61,49	2,93
Halka Arz İskontosu(%)		25%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri		46,11	2,20
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Mn TL)		21,00	

SAY Reklamcılık için İndirgenmiş Nakit Akımları ve 2013 Tahmini Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 61,49 milyon TL (2,93 TL/hisse)Şirket Değerine ulaşmaktadır. Halka arz fiyatının tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda yüzde 25 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,20 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 46,11 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

- 2013 Tahmini Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Halka Arz Varsayımları

SAY Reklamcılık Halka Arz Özeti	
Çıkarılmış Sermaye	16.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	5.000.000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>5.000.000 TL</i>
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	21.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	23,8%
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Tahmini Halka Arz Geliri	11.000.000 TL
Tahmini Halka Arz Masrafları	1.227.620 TL
Net Tahmini Halka Arz Geliri	9.772.380 TL
Halka Arz İskontosu	25,0%
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontolu)	2,20 TL
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontosuz)	2,93 TL
Şirket Değeri(İskontolu)	46.200.000 TL
Şirket Değeri(İskontosuz)	61.530.000 TL

Mevcut 16 milyon TL ödenmiş sermayeye 5 milyon TL sermaye artırımı ile halka arz sonrası 21 milyon TL ödenmiş sermaye ve % 23,81 halka açıklık oranı varsayımı ile değerlendirilmiştir.

Cari Çarpanlar	Şirket Çarpanları		
	İskonto Sonrası Fiyat ile	İskonto Öncesi Fiyat ile	İMKB-100 Ortalama Çarpanları
F/K	2,20 TL	2,93 TL	
F/K	73,44	97,81	13,43
PD/DD	2,17	2,90	1,92
FD/FVAÖK	10,44	15,49	10,27
FD/SATIŞLAR	0,87	1,29	1,71

2013T	Şirket Çarpanları		
	İskonto Sonrası Fiyat ile	İskonto Öncesi Fiyat ile	İMKB-100 Ortalama Çarpanları
F/K	2,20 TL	2,93 TL	
F/K	12,17	16,21	11,11
PD/DD	1,33	1,77	1,57
FD/FVAÖK	6,00	8,41	7,67
FD/SATIŞLAR	1,19	1,55	1,46

3. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Değerlemesi yapılan Şirket'e benzer özellikteki yurtiçi ve yurtdışı şirketlerin Faiz Vergi Amortisman Öncesi kar (FAVÖK), Net Kar, Öz Sermaye ve satışlar gibi verileri üzerinden oluşturulan piyasa çarpanları ortalamalarının Şirket'in verilerine uygulanması suretiyle yapılan değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde kullanılan başlıca çarpanlar:

- Fiyat/Kazanç (Piyasa Değeri/Net Kar),
- Firma Değeri/ Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK)
- Firma Değeri/Satışlar
- Fiyat/Defter Değeri (Piyasa Değeri/Özsermaye) çarpanlarıdır.

2013 (T) Çarpanlarla Analiz - Özet (TL)	Şirket Değeri	Ağırlık(%)	Ağırlıklı Değer
Y. Dışı Benzer Şirketlere Göre	61.098.429	50,00	30.549.214
İMKB-100 Endeksine Göre	49.707.056	50,00	24.853.528
Eşit Ağırlıklanmış Şirket Değeri			55.402.742
Hisse Basına Değer(TL)			2,64

2013 tahmini verileri ile yapılan Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 55.40 milyon TL (2,64 TL/hisse) olarak belirlenmiştir. İMKB-100 ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin ortalama piyasa çarpanları ile SAY Reklamcılık için sermaye değeri analizinde, Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Firma Değeri/Satışlar, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır.

Yurtdışı Benzerlerine Göre	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/Satışlar
Şirket 2013(T) Çarpanları	16,1	1,8	10,3	1,5
Sektör Ortalaması (2013T)	16,1	1,7	9,1	1,8
Hedef Fiyat (TL/hisse)	2,91	2,80	2,54	3,38
Ağırlıklı Fiyat (TL/hisse)	0,73	0,70	0,64	0,85
				2,91
Piyasa Değeri	61.057.922	58.871.013	53.416.702	71.048.077
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri				61.098.429

Benzer Şirketler	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
LAMAR ADVERTISING CO-A	77,84	4,80	11,61	5,24
JC DECAUX SA	20,61	1,69	7,67	1,77
CLEAR CHANNEL OUTDOOR-CL A	-	1,01	10,45	2,40
ITAB SHOP CONCEPT AB	11,57	1,98	7,78	0,55

İMKB-100 Ortalamasına Göre	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/Satışlar
Şirket 2013(T) Çarpanları	13,1	1,4	8,5	1,3
İMKB Ortalaması (2013T)	11,1	1,6	7,7	1,5
Hedef Fiyat (TL/hisse)	2,01	2,60	2,10	2,75
Ağırlıklı Fiyat (TL/hisse)	0,50	0,65	0,53	0,69
				2,37
Piyasa Değeri	42.163.170	54.666.098	44.203.603	57.795.353
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri				49.707.056

Değerleme Varsayımları:

- ⇒ İNA analizinde sonsuz büyüme oranı % 5 olarak alınmıştır.
- ⇒ Halka arzdan elde edilen gelir nakit girişi olarak İNA' ya eklenmiştir.
- ⇒ **2013 ve sonrası yıllara ilişkin Gelir Tablosu Projeksiyonları Say Reklamcılık A.Ş. tarafından oluşturulmuştur.** Nakit akımlarının hesaplanmasında İNAA yönteminin gerektirdiği üzere finansal gelir/giderler hesaplamalara dâhil edilmemiştir.

Kâr Marjlarına İlişkin Varsayımlar:

- ⇒ Şirket'in 2011-2012 yıllarında fiili, %11,7 ile %14,7 aralığında olan brüt kar marjının 2013-2017 yılları arasında %23,5-%27,6 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.
- ⇒ Şirket'in 2011-2012 yıllarında fiili, %5,8 ile %6,4 aralığında olan esas faaliyet kar marjının 2013-2017 yılları arasında %13,5-%19,6 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.

Satış Gelirleri ve Maliyetlere İlişkin Varsayımlar:

- ⇒ Şirket 2013 ve devamı için 10,2 milyon TL toplam inşaat bütçesi öngörmüş olup, Bu toplamın 4 milyon TL si hâlihazırda devam eden Avea ve Ziraat Bankası inşaat işlerinin devamı niteliğindedir. Şirket 2013 yılı projeksiyonunun 30 milyon TL'sini yaptığı sözleşmelerle garanti altına almıştır.
- ⇒ 2017 yılındaki ciro büyümesinin 2 temel kıstası vardır. Bunlar;
 - a) Şirket, müşterilerin bayilerle olan anlaşmaları kapsamında 5 yılda bir intifa haklarından dolayı toplu bir yenileme yapmaktadır. Bu yenilemelerin Şirket'e olumlu yansıtacağı varsayılmıştır.
 - b) Şirketin 2013 – 2014 döneminde hedeflendiği şekilde yurtdışı pazarlama ağını geliştirmesine paralel olarak satış gelirlerinde 2016 ortasından sonrasında yüksek ivmeli bir büyüme getireceğini öngörülmüştür.
- ⇒ Şirket'in halka arzdan elde edeceği gelirle birlikte tedarik zincirinde yaygın bir modele geçeceği, bu durumun tedarikçiler nezdindeki rekabeti artıracığı ve bu durumun Şirket'in girdi fiyatlarına düşüş olarak yansıtacağı öngörülmüştür. Bununla birlikte saha operasyonlarının (Montaj işleri) fason yapıldığında yaratacağı maliyet azalmasının toplam ciro içindeki payının % 4-6 arasında olacağı varsayılmıştır. Bu segment ortalama şirketin maliyetlerinin % 35'ini oluşturduğundan, bu segmente ait yüklenen genel gider payı da dâhil olmak üzere ciddi bir maliyet azalması beklenmektedir.
- ⇒ 2013 yılı tahmini faaliyet giderleri, mevcut ciro artışı ile birlikte yurtiçi-yurtdışı tedarik ve pazarlama ağına ilişkin ilave maliyetlerin doğması ve ARGE harcamalarına ayrılan bütçe ile birlikte bir önceki yıla göre %42 artış göstererek 4.28 milyon TL'ye ulaşacağı varsayılmıştır. 2014 yılı içinde ise faaliyet giderlerinde %10,64 ü ciro artışından olmak üzere net %6 seviyesinde bir artış oluşacağı varsayılmıştır.

Yatırımlara İlişkin Varsayımlar:

- ⇒ 2013 yılında 1,4 milyon TL tutarında makine yatırımı planlanmış olup, bu yatırım seri imalat bandının kurulmasında ihtiyaç duyulan makine ekipmanlardan oluşmaktadır. Bu seri imalat bandı ile özellikle uluslararası işlerde üretim kapasite artışı ve maliyet minimizasyonu sağlayacağı düşünülmektedir. Geri kalan yıllarda cironun %2'si oranında sabit varlık yatırımı yapılacağı varsayılmıştır.

4. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)

İndirgenmiş Nakit akımları analizi (İNAA) değerlemesi yapılan şirketin ileriki dönemlerdeki büyüme potansiyelini yansıtmaya bakımdan değerlendirilmiştir. İndirgenmiş Nakit akımları analizi gelecekteki kazançların bugünkü değerinin Şirket Değeri olarak kabul edildiği yöntemidir.

Şirket değeri işletmenin gelecekte sağlaması beklenen nakit akışlarının Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (İskonto Oranı) ile bugüne indirgenmiş toplamıdır.

Nakit akışları, firmanın aktiflerinin yani yatırımlarının yarattığı faaliyet nakit akışlarıdır. Finansal nakit akışlarını içermez. Teknik olarak bu nakit akışları "Serbest Nakit Akışı" olarak adlandırılır.

Şirketin gelecek yıllarda faaliyetlerinden elde edeceği tahmini serbest nakit akışları, yatırımcıların bu şirkete yatırım karşılığı talep edebilecekleri oran ile iskonto edilerek Şirketin bugünkü değeri hesaplanır.

İskonto oranı ise firmanın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetidir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle, SAY Reklamcılık 'ın sonsuza kadar yaratacağı nakit akımları hesaplanmıştır. Söz konusu nakit akımlarının Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranı ile bugüne indirgenmesi ile Şirket'in değeri hesaplanmış, bu değerden de Şirket'in net borç rakamının düşülmesiyle hedef piyasa değerine ulaşılmıştır.

SAY Reklamcılık

Gelir Tablosu Projeksiyonu - TL

Gelir Tablosu Projeksiyonu - TL	2011 - Fiili	2012-Fiili	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	TERMİNAL
Net Satışlar	50.629.441	36.447.043	42.800.000	47.095.000	52.860.000	56.230.000	65.275.000	68.538.750
<i>Satışlardaki Büyüme(%)</i>		-28,0%	17,4%	10,0%	12,2%	6,4%	16,1%	5,0%
SMM(-)	44.706.101	31.080.245	32.741.000	35.230.550	38.984.750	40.690.950	47.261.550	49.624.628
<i>% Satışlara Oranı</i>	88,3%	85,3%	76,5%	74,8%	73,8%	72,4%	72,4%	72,4%
Brüt Kar	5.923.340	5.366.798	10.059.000	11.864.450	13.875.250	15.539.050	18.013.450	18.914.123
<i>Brüt Kar Marjı</i>	11,7%	14,7%	23,5%	25,2%	26,2%	27,6%	27,6%	27,6%
Faaliyet Giderleri(-)	2.997.394	3.029.563	4.280.000	4.992.070	5.063.990	5.341.850	5.222.000	5.483.100
<i>% Satışlara Oranı</i>	5,9%	8,3%	10,0%	10,6%	9,6%	9,5%	8,0%	8,0%
Esas Faaliyet Karı	2.925.946	2.337.235	5.779.000	6.872.380	8.811.260	10.197.200	12.791.450	13.431.023
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	5,8%	6,4%	13,5%	14,6%	16,7%	18,1%	19,6%	19,6%
Diğer Gelir/Gider (net)	385.013	435.975	462.831	485.973	510.271	535.785	562.574	590.703
<i>% Satışlara Oranı</i>	0,8%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Finansal Gelir/Gider (Net)	(804.254)	(1.931.203)	(1.498.000)	(1.566.700)	(1.585.800)	(1.599.740)	(1.697.150)	(1.559.916)
<i>Finansal Gelir</i>	746.436	592.408	327.410	352.306	389.848	406.910	472.616	496.246
<i>% Satışlara Oranı</i>	1,5%	1,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
<i>Finansal Gider(-)</i>	1.550.690	2.523.611	1.825.410	1.919.006	1.975.648	2.006.650	2.169.766	2.056.163
<i>% Satışlara Oranı</i>	3,1%	6,9%	4,3%	4,1%	3,7%	3,6%	3,3%	3,3%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.506.705	842.007	4.743.831	5.791.653	7.735.731	9.133.245	11.656.874	12.461.809
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-144.469	276.938	-	-	-	-	-	-
<i>Vergi(-)</i>	364.031	489.841	948.766	1.158.331	1.547.146	1.826.649	2.331.375	2.492.362
Dönem Net Karı	1.998.205	629.104	3.795.065	4.633.322	6.188.585	7.306.596	9.325.499	9.969.447
<i>Net Kar Marjı</i>	3,9%	1,7%	8,9%	9,8%	11,7%	13,0%	14,3%	14,5%
FVAÖK	3.679.089	3.038.906	6.375.000	7.527.980	9.532.420	10.990.476	13.664.054	14.306.244
<i>FVAÖK Marjı</i>	7%	8%	15%	16%	18%	20%	21%	21%

İndirgeme Katsayısı

İndirgeme katsayısı; 2013-2017 dönemi için ortalama %13,45 olarak tahmin edilmiştir. Özsermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak 10 yıl vadeli TL cinsi devlet tahvilinin son 1 yıllık ortalama faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %7,89 (Son 1 yıllık ortalama) oranı kullanılmış toplam özsermaye maliyeti %13,45 olarak belirlenmiştir.

SERMAYE MALİYETİ

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	13,45%
Sermaye Maliyeti	18,98%
Özkaynak Oranı	45,33%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	8,87%
Borç Oranı	54,67%

KULLANILAN VERİLER

Gösterge Tahvil (Son 1 yıllık ortalama)	7,34%
Firma Risk Primi	3,75%
Ülke Risk Primi	7,89%
Borçlanma Oranı	11,09%
Terminal Büyüme	5,00%
Beta	1,00

Tahmini Nakit Akım Tablosu(Bin TL)

	2011 - Fıllı	2012 - Fıllı	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	TERMİNAL
Gelirler	50.629.441	36.447.043	42.800.000	47.095.000	52.860.000	56.230.000	65.275.000	68.538.750
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	2.340.757	1.869.788	4.623.200	5.497.904	7.049.008	8.157.760	10.233.160	10.744.818
+ Amortisman Gideri	753.143	701.671	596.000	655.600	721.160	793.276	872.604	875.221
(-) Yatırım Harcamaları	4.187.677	2.180.576	1.500.000	941.900	1.057.200	1.124.600	1.305.500	1.370.775
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	-4.575.401	8.371.046	1.902.529	1.731.807	2.397.574	1.307.460	3.892.745	1.403.131
Firmaya Serbest Nakit Akımı	3.481.624	-7.980.163	1.816.671	3.479.797	4.315.394	6.518.976	5.907.518	8.846.134
Uç Değer								109.891.278
İndirgeme Katsayısı			1,099	1,247	1,415	1,605	1,821	2,066

Şimdiki Değer	1.652.594	2.790.166	3.049.881	4.060.955	3.243.697	57.465.749
----------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	-------------------

Firma Değeri	72.263.042
- Finansal Borçlar	16.413.990
+ Hazır Değerler	11.721.343
Özsermaye Değeri	67.570.395
Hisse Başına Değer	3,22

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 67,57 milyon TL (Hisse başı 3,22TL) olarak belirlenmiştir.

Özet Tablo (Bin TL)	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	TERMİNAL
Net Satışlar	50.629	36.447	42.800	47.095	52.860	56.230	65.275	68.539
<i>Büyüme oranı</i>	0%	-28%	17%	10%	12%	6%	16%	5%
Brüt Kar	5.923	5.367	10.059	11.864	13.875	15.539	18.013	18.914
<i>Brüt Kar Marjı</i>	11,7%	14,7%	23,5%	25,2%	26,2%	27,6%	27,6%	27,6%
FVAÖK	3.679	3.039	6.375	7.528	9.532	10.990	13.664	14.306
<i>FVAÖK Marjı</i>	7,3%	8,3%	14,9%	16,0%	18,0%	19,5%	21%	21%
Net Kar	1.998	629	3.795	4.633	6.189	7.307	9.325	9.969
<i>Net Kar Marjı</i>	3,9%	1,7%	8,9%	9,8%	11,7%	13,0%	14,3%	14,5%

5. FİNANSAL TABLOLAR ve ORANLAR

Bilanço TL	2011	2012	2013T
DÖNEN VARLIKLAR	28.999.713	26.368.353	32.913.657
Nakit ve Benzerleri	1.967.839	1.948.963	3.764.900
Finansal Varlıklar	1.341.155	1.500	-
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	11.943.486	10.843.675	13.678.559
Diğer Alacaklar	299.225	39.683	42.294
Stoklar	3.872.181	11.424.331	12.949.881
Diğer Dönen Varlıklar	2.649.383	2.110.201	2.478.023
Yıllara Yaygın Proje Maliyetleri ve Hakedişleri	6.586.217	-	-
DURAN VARLIKLAR	11.321.361	20.509.957	15.432.859
Maddi Duran Varlıklar	10.487.297	14.150.011	14.728.912
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19.727	22.609	18.087
Ertelenmiş Vergi Varlığı	174.000	253.434	253.434
Diğer Alacaklar (U.V)	3.760	-	-
Diğer Duran Varlıklar	246.577	57.892	61.701
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	390.000	380.362	370.725
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	340.227	-	-
Verilen Avanslar (*)	-	5.645.649	-
TOPLAM AKTİFLER	40.321.074	46.878.310	48.346.516
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	18.458.900	21.479.482	10.750.232
Finansal Borçlar	8.673.196	13.323.575	787.237
Ticari Borçlar	7.356.214	5.437.507	6.163.605
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	364.031	489.841	948.766
Diğer Borçlar	210.628	917.176	977.526
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.793.248	1.236.463	1.793.248
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	61.583	74.920	79.850
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.239.552	4.147.102	2.777.113
Finansal Borçlar (U.V)	15.147	3.090.415	2.303.178
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (U)	444.149	473.935	473.935
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	780.256	582.752	-
ÖZKAYNAKLAR	20.622.622	21.251.726	34.819.171
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	20.622.622	21.251.726	34.819.171
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	16.000.000	21.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	83.548	143.085	143.085
Emisyon Primi	-	-	4.772.380
Değer Artış Fonları	2.788.490	2.788.490	2.788.490
Net Dönem Karı/Zararı	1.998.205	629.104	3.795.065
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(247.621)	1.691.047	2.320.151
TOPLAM PASİFLER	40.321.074	46.878.310	48.346.516

(*) Verilen avansların tamamı ilişkili kuruluş olan Ateş Çelik İnşaat Taah. Proje Müh. San. ve Tic. A.Ş. adına kayıtlı, İzmir ili, Bergama ilçesi, Zeytinadağ Beldesi, Aktrian Mevkiinde yer alan toplam 24.134,68 m2 alanlı 270/1 ve 270/2 numaralı parsellerin satın alınmasına ilişkin olarak verilmiştir.

5. FİNANSAL TABLOLAR ve ORANLAR (devam)

Gelir Tablosu TL	2011	2012
Net Satışlar	50.629.441	36.447.043
Satışların Maliyeti (-)	44.706.101	31.080.245
Brüt Kar/Zarar	5.923.340	5.366.798
Faaliyet Giderleri (-)	2.997.394	3.029.563
Esas Faaliyet Karı/ Zararı	2.925.946	2.337.235
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	634.832	744.592
Diğer Faaliyetlerden Giderler(-)	249.819	308.617
Faaliyet Karı/ Zararı	3.310.959	2.773.210
Faaliyet Kar Marjı	7%	8%
Finansal Gelir	746.436	592.408
Finansal Gider(-)	1.550.690	2.523.611
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.506.705	842.007
Ödenecek Vergiler (-)	364.031	489.841
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-144.469	276.938
Net Dönem Karı/Zararı	1.998.205	629.104
Amortisman	753.143	701.671
FAVÖK	3.679.089	3.038.906
Özet Rasyolar	2011	2012
LİKİDİTE ORANLARI		
Cari Oran	1,57	1,23
Asit-Test Oranı	1,36	0,70
BORÇLULUK ORANLARI		
Özsermaye/Aktif toplamı	0,51	0,45
Toplam Borç/Özsermaye	0,96	1,21
Finansal Borç/Toplam Borç	0,44	0,64
Net Finansal Borçlar/Özsermaye	-0,33	-0,68
Finansman Giderleri/Net Satışlar (%)	3%	7%
K.V. Finansal Borçlar/Özsermaye	0,90	1,01
FAALİYET ORANLARI		
Stok Tutma Süresi (gün)	68	90
Alacak Tahsil Süresi (gün)	58	114
Ticari Borç Ödeme Süresi (gün)	45	75
KARLILIK ORANLARI		
Brüt Kar Marjı	11,7%	14,7%
Esas Faaliyet Kar Marjı	5,8%	6,4%
FVAÖK Marjı	7,3%	8,3%
Net Kar Marjı	3,9%	1,7%
Özsermaye Karlılığı	9,7%	3,0%
Aktif Karlılığı	5,0%	1,3%

6. SONUÇ

SAY Reklamcılık için İndirgenmiş Nakit Akımları ve 2013 Tahmini Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 61,49 milyon TL (2,93 TL/hisse) Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyatının tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda yüzde 25 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,20 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 46,11 milyon TL'ye tekabül etmektedir.