



Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin, Senkron Güvenlik ve İletişim Sistemleri A.Ş. ("Senkron", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Senkron'un halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

SENKRON GÜVENLİK VE İLETİŞİM SİSTEMLERİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Şirket, elektronik güvenlik sistemleri tedarigi, kurulumu, satışı alanında faaliyet göstermektedir. Senkron, Türkiye'de banka ve finans sektörüne yönelik güvenlik çözümleri geliştiren ve bankacılık sektöründe güvenlik çözümleri ve hizmetlerini konsept olarak sunan ilk şirket olma özelliğine sahiptir. Türkiye'de Sensormatic, EEC Entegre ve Entek şirketleri ile birlikte her tür projeye elektronik güvenlik hizmetleri sunan 4 şirketten biridir. Şirketin ana çözüm ortakları Honeywell Integrated Security ve Cisco Systems'dir. Senkron'un yurtiçinde ve yurtdışında 140.000'den fazla kurulu sistemi bulunmakta olup bu sistemlerin çoğunu banka ve finans kurumları, perakende ve mağaza zincirleri, uluslararası firmalar, holdingler, konut ve yaşam alanları oluşturmaktadır. Şirket 1997 yılında kurulmuş olup faaliyet merkezi İstanbul'dur. Şirket'in faaliyet ve yönetim merkezi, Pangaltı Ergenekon mah. Dolapdere Cad. No:134 Şişli/İstanbul adresinde olup Ankara'da bir irtibat bürosu bulunmaktadır. Şirket'in ilişkili taraflarından olan Senkron Elektronik Savunma ve Senkron Elektronik Güvenlik çalışanlarının 29.01.2015 tarihi itibarıyla Şirket bünyesine alınmasına bağlı olarak 11.02.2015 tarihi itibarıyla Şirket'in çalışan sayısı 62'si beyaz yaka, 53'ü mavi yaka olmak üzere toplam 115 olmuştur.

Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 5.500.000 TL'dir. Şirket sermayesinin 750.000 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup Bülent Çobanoğlu'na aittir. A grubu payların Yönetim Kurulu'na aday gösterme ve Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi hariç olmak üzere Genel Kurulda oy imtiyazı (15 oy) bulunmaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	1.200.000
Ortak Satışı	1.480.000
Toplam*	2.680.000

*ilave 670.000 pay "satışa hazır bekletilen pay" kapsamında oluşturulmuş olup halka arz sonrası, Şirket payları halka arz fiyatından %25 yükseldiği takdirde bu paylar da borsada satışa konu olabilecektir.

Halka Arz Büyüklüğü

Halka arz fiyatı	5,25 TL
Brüt Halka arz geliri	14,0 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	5,7 mn TL

Kotasyon

Halka arz tarihi	26 - 27 Şubat 2015
İşlem göreceği pazar	II.Ulusal Pazar*

Halka arz Taahhütleri

Sermaye artımı yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Ortak satışı yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl

Halka arz Yöntemi

Aracılık Türü	Bakıyeyi Yüklenim
Aracı Kurum	A1 Capital
Halka arz satış Yöntemi	Borsa'da Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış

ORTAKLIK YAPISI

Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Bülent ÇOBANOĞLU	4.675.000	85,00%	3.375.000	50,37%
Semih ERK	275.000	5,00%	95.000	1,42%
Senkron Elektronik Savunma Teknolojik Sist.San ve Tic.Ltd.şti	550.000	10,00%	271.800	8,21%
Halka Açık	-	-	2.680.000	40,00%
TOPLAM	5.500.000	100,0%	6.700.000	100,0%



Şirket'in satışları ve finansal durumu hakkında

Şirketin gelirleri ticari mal satışları ve hizmet gelirleri olup, 2014 yılında Şirket 32,7 mn TL satış geliri elde etmiştir. Satışların 6 mn TL'si hizmet, 26,7 mn TL'si ticari mal satışlarıdır. 2013-2014 Şirket satışlarının maliyeti incelendiğinde Şirketin elde ettiği brüt karın tamamı ticari mal satışlarından elde edilmektedir (2014 yılı Bağımsız Denetim Raporu-Dipnot 28). Şirket, ağırlıklı olarak kapalı devre TV sistemleri (CCTV) satışından gelir elde etmektedir. CCTV satışları 2011 yılında toplam satışların %34,7'si iken istikrarlı bir artış göstererek 30.09.2014 itibarıyla toplam satışların % 62,7'si düzeyine ulaşmıştır. Şirket satışlarını oluşturan ürünler aşağıdaki gibidir:

- Kapalı Devre TV Sistemleri
- Kapalı Devre TV Sistemleri Güvenlik Yazılımları
- Kartlı Geçiş Sistemleri
- Biyometrik Geçiş Sistemleri
- Hırsız Alarm Sistemleri
- Yangın Alarm Sistemleri
- Yangın Söndürme Sistemleri
- Çevre Güvenlik Sistemleri
- Video İnterkom Sistemleri
- Otopark Güvenlik Bariyerleri, Yol Kesiciler ve Hızlı Kapılar
- Araç plaka Tanıma RFID ve Araç Altı Görüntüleme Sistemi
- Metal Kapı & El Dedektörleri & X-Işınli Kontrol Cihazları
- Patlayıcı & Narkotik Tespit Sistemleri
- Turnike ve Yüksek Güvenlikli Tam Boy Kabinler
- Acil Anons ve Seslendirme Sistemleri
- Elektronik Ürün Gözetleme Sistemi
- Sanat ürünleri Kablosuz Güvenlik Sistemi

Şirket satışlarının tamamına yakını, yurtiçi satışlardan oluşmaktadır. Fiyat tespit raporunda yer verildiği üzere, Şirketin içinde bulunduğu sektörün, yurtiçinde 2009-2013 yılları arasında yıllık %11,7 büyüyerek 2013 yılında 700 mn USD düzeyine ulaştığı kaydedilmektedir. CCTV sistemlerinin sektör ürünlerindeki payı %55 düzeyindedir. Şirketin pazar payının ise %1,5 olduğu ifade edilmektedir.

Şirket satışlarının hızlı büyüme göstermesinde en büyük etkenler, kamu kurum ve kuruluşlarına yapılan satışlar ve BDDK düzenlemesi gereği ATM'ler için kurulan CCTV sistemlerinin satışları ve bu satışlara bağlı artış gösteren hizmet gelirleridir. Özellikle 2013 yılında ATM'ler için kurulan CCTV sistemleri, satış artışında önemli yer tutmuştur. Finans-Perakende-Eğitim-İnşaat vb. sektörlerin ve sektörlerdeki kuruluşların büyüme eğilimi, güvenlik talebi ihtiyacını artırmakta ve sektörün büyümesine katkı sağlamaktadır.

Şirketin 31.12.2014 itibarıyla finansal borcu bulunmamaktadır.

FİNANSAL ÖZET				
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL				
Yıllık ve dönemsel				
	2014	2013	2012	2011
Dönen Varlıklar	12,0	10,7	8,0	5,9
Duran Varlıklar	0,5	0,5	0,5	0,4
K.V.Yükümlülük	4,1	5,0	4,5	2,7
U.V.Yükümlülük	0,1	0,08	0,08	0,06
Öz Kaynaklar	8,3	6,2	4,0	3,6
Sermaye	5,5	3,0	3,0	1,5
Nakit Değerler	1,1	2,2	2,6	1,5
Finansal Borçlar	-	0,01	0,7	0,02
Net Nakit	1,1	2,2	1,9	1,5

GELİR TABLOSU – mn TL				
DÖNEMSEL	2014	2013	2012	2011
Satışlar	32,7	26,1	18,5	15,6
E.Faaliyet Karı	3,1	2,8	0,7	0,1
FAVÖK*	2,1	2,7	0,6	0,5
Net Kar	2,4	2,2	0,5	0,09

* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç

Dönemsel Değişim %			
	2014	2013	2012
Satışlar	25,4%	41,5%	18,2%
Net Kar	9,1%	335,4%	475,9%

KARLILIK MARJLARI %			
Yıllık ve cari dönem			
	2014	2013	2012
FAVÖK/Satışlar	6,5%	10,3%	3,0%
Net Kar/Satışlar	7,4%	8,5%	2,8%

FİNANSAL RASYOLAR (Son Yıllık)			
Halka Arz Öncesi (Sermaye 5,5 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK*
11,91	3,49	0,85	13,06
Halka Arz Sonrası (Sermaye 6,7 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK*
14,50	2,52	0,87	13,35

* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç



Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket, halka arzdan beklediği net 5.684.555 TL'nin 1.970.000 TL'sini satış-pazarlama etkinliğinin artırılması amacıyla 2015 yılında açılmasını planladığı bölge müdürlükleri (Ankara, İzmir, Konya, Bursa, Adana ve Kayseri) için kullanmayı, geri kalan tutarı ise işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanmayı planlanmaktadır.

Projeksiyon Hakkında

Şirketin fiyat tespit raporunda Şirket satışlarının 2015 yılında %35, sonraki yıllar ise artış hızı kademeli olarak azalarak %10 seviyesinde artacağı ve 2019 yılında, 2014 yılındaki satışların 2,6 katına ulaşacağı öngörülmektedir (2019 - 83,9 mn TL). 2014-2019 yılları arasında ortalama yıllık bileşik büyüme oranının %20,7 seviyesinde olması beklenmektedir.

Hasılat	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Satış Gelirleri	26.110.570	32.739.907	44.198.874	55.248.593	66.298.312	76.243.058	83.867.364
Değişim	41,5%	29,5%	35,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%

Şirket'in brüt karlılık marjının gelecek yıllarda %22 düzeyinde olacağı ve faaliyet giderlerinin ise %15-%11,8 aralığında oluşacağı beklenmektedir. Şirketin geçmiş dönem karlılık marjları dikkate alındığında, gelecek yıllara ilişkin faaliyet kar marjları makul kabul edilebilecek düzeydedir.

Şirket satışlarında ortalama alacak tahsil süresinin 78 gün, ortalama stok devir süresinin 32 gün ve ortalama borç ödeme süresinin 57 gün düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Şirketin geçmiş dönem ticari alacak, stok ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alındığında, gelecek yıllara ilişkin öngörüler kabul edilebilecek düzeydedir.

Şirketin gelir projeksiyonuna göre Şirketin serbest nakit akımları projeksiyonu ise aşağıdaki şekilde oluşması beklenmektedir.

İNA Analizi (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Net Satışlar	26.110.570	32.739.907	44.198.874	55.248.593	66.298.312	76.243.058	83.867.364
Satışların Maliyeti	19.817.249	26.525.339	34.475.122	43.093.903	51.712.683	59.469.586	65.416.544
Brüt Kar	6.293.321	6.214.568	9.723.752	12.154.690	14.585.629	16.773.473	18.450.820
Brüt Kar Marjı	24,1%	19,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Faaliyet Giderleri	3.770.050	4.303.968	6.629.831	7.458.560	8.287.289	9.149.167	9.854.415
Esas Faaliyet Karı	2.800.413	3.125.966	3.093.921	4.696.130	6.298.340	7.624.306	8.596.405
Esas Faaliyet Kar Marjı	10,7%	9,5%	7,0%	8,5%	9,5%	10,0%	10,3%
FAVÖK	2.976.565	3.339.839	3.465.463	5.075.019	6.617.123	7.992.520	8.964.619
Vergi (-)	589.865	658.914	618.784	939.226	1.259.668	1.524.861	1.719.281
Amortisman Giderleri (+)	176.152	213.873	371.542	378.888	318.783	368.214	368.214
İşletme Sermayesi İhtiyacı (+/-)	2.649.935	2.899.029	-59.507	1.801.949	1.801.949	1.621.754	1.243.344
Yatırım Harcamaları (-)		243.732	1.970.000	410.000	471.000	533.100	596.410
Serbest Nakit Akışları		-461.836	936.186	1.923.844	3.084.506	4.312.805	5.405.584
İndirgenmiş Nakit Akışları		-461.836	826.727	1.500.272	2.124.154	2.622.771	2.902.975
İNA		9.976.900					
Uç Değer		29.199.845					
Şirket Değeri		39.176.746					
Net Borç veya Nakit (+/-)		-1.122.499					
Özsermaye Değeri		40.299.245					



DEĞERLEME HAKKINDA

Senkron'un halka arz fiyat tespitinde, İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yöntemi ile BIST-100 Endeksi, II.Ulusal Pazar Endeksi, Bilişim Endeksi ve İdari ve Destek faaliyetleri Endeksi Çarpanları yöntemleri kullanılarak, Piyasa Çarpanları ile INA değerlendirme sonuçları %50'şer ağırlıklandırılarak Şirket değer tespiti yapılmıştır. Buna göre Senkron'un birim hisse fiyatı 6,14 TL olarak tespit edilmiş ve %14,5 halka arz iskontosu uygulanarak bir payın halka arz satış fiyatı 5,25 TL olarak belirlenmiştir.

Senkron (TL)	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	Pay Başına hesaplanan değer
İNA'ya Göre	40.299.245	50,0%	20.149.623	6,01
BIST-100 Endeksine Göre	28.836.451	20,0%	5.767.290	5,24
Bilişim Endeksine göre	35.976.980	10,0%	3.597.698	6,54
İdari ve Destek faaliyetleri Endeksine göre	34.165.390	10,0%	3.416.539	6,21
BIST-II.Ulusal Endeksine göre	44.461.776	10,0%	4.446.178	8,08
Toplam Şirket değeri			33.768.440	
Halka arz iskontosu			14,5%	
İskontolu Şirket değeri (TL)			28.875.000	
Halka arz Fiyatı (TL)			5,25	

❖ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hakkında

- 2014-2019 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Şirketin yeni borçlanma gerçekleştirmeyeceği varsayımıyla serbest nakit akımlarının iskontosu için Özsermaye maliyeti %13,24 baz alınarak AOSM için de %13,24 olarak kullanılmıştır. Değerleme için seçilen iskonto oranını makul olarak bulmakla birlikte muhafazakar tarafta kalma adına AOSM bir miktar daha yüksek alınabilirdi.
- 2019 sonrası değer için %3 terminal büyüme baz alınmıştır. Terminal büyüme oranı makul seviyededir.
- Şirketin INA değerlemesi ile Şirket Piyasa değeri 40,3 mn TL ve pay başına değeri ise 6,01 TL olarak hesaplanmıştır. INA değeri hesaplamasında halka arz gelirin dolaylı etkisinden dolayı INA değerinin halka arz sonrası sermayeye bölünmesi suretiyle kullanımında halka arzdan gelen gelirin de net nakit pozisyonuna eklenmesi gerekecektir. Fakat söz konusu gelirin eklenmemesi, yatırımcı lehine bir durumdur.
- INA analizinde şirket için baz alınan geleceğe yönelik varsayımları genel itibarıyla makul karşılamakla birlikte Şirket için temel risk faktörü olarak, satış ve faaliyet karlılığının aşağı yönlü riskler içerdiği düşünülmektedir.



❖ Piyasa Çarpanları hakkında

- Şirket'in piyasa çarpanları değerlemesinde F/K, PD/DD, FD/NS, FD/FAVÖK çarpanları kullanılmış olup BIST-100 endeksi, II.Ulusal Pazar endeksi ve sektör endeksi çarpanları kullanılmıştır.
- Piyasa çarpanlarında BIST-100 endeksinin kullanılmasını makul olarak değerlendirmekteyiz.
- Şirketin II.Ulusal Pazarda işlem görmesi beklenmekle birlikte, BIST II. Ulusal pazar endeksinde, söz konusu pazarın fiyatlama dinamiklerinden ötürü makul seviyeden daha yüksek çarpan oluşumu nedeniyle, farklı fiyat seviyelerine işaret eden çarpanların elimine edilerek kullanılması değerlemenin muhafazakar tarafta kalması açısından daha yararlı olabilirdi.
- Sektör çarpanları olarak, Bilişim Endeksi ve İdari ve Destek faaliyetleri Endeksi Çarpanlarında farklı fiyat seviyelerine işaret eden çarpanların elimine edilerek kullanılması değerlemenin muhafazakar tarafta kalması açısından daha yararlı olabilirdi.
- Halka arz öncesi ve sonrası çarpanlar itibarıyla Halka arz fiyatı iskontosunu düşük bulmaktayız.
- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirket halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız.

SONUÇ

Halka arz öncesi ve sonrası oluşan Şirket çarpanlarını dikkate aldığımızda, halka arz iskontosunun daha yüksek olması gerektiğini düşünmekle birlikte, Şirket, gelecek yıllar projeksiyonunu, yeni yatırımlarından beklentilerini gerçekleştirebildiği oranda, halka arz fiyatının makul olabileceğini değerlendiriyoruz.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.