



Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, Verusatürk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Verusatürk", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Verusatürk'ün 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.

VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz

Şirket, girişim sermayesi yatırımları alanında faaliyet göstermektedir.

Verusatürk 09.01.2012 tarihinde kurulmuştur. Şirketin faaliyet konusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek ve esas olarak Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerine yapılan uzun vadeli yatırımlara yönelmek faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Şirket'in yönetim merkezi Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz No: 9 Kat 14 No: 51 Maslak, Sarıyer /İstanbul adresinde bulunmaktadır.

30 Haziran 2015 tarihi itibarıyla şirket sermayesi 37.950.000 TL olup, Şirket'in hakim ortağı Verusa Holding A.Ş.'dir.

Şirket'in 30 Haziran 2015 tarihi itibarıyla ortalama personel sayısı 4'tür (31 Aralık 2014: 2).

Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 37.950.000 TL'dir. Şirket sermayesinin 4.066.072 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup Verusa Holding A.Ş.'ye aittir. A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyelerinin üçte ikisinin seçiminde aday gösterme imtiyazı mevcut olup (B) grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	14.050.000
Ortak Satışı	7.950.000
Toplam	22.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka arz fiyatı	2,36 TL
Brüt Halka arz geliri	51,92 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	31,88 mn TL
Kotasyon	
Halka arz tarihi*	11 – 12 Kasım 2015
İşlem göreceği pazar	Kurumsal Ürünler Pazarı
<i>Yeterli talep halinde ilk gün satış tamamlanıp, dağıtımı yapılabilir.</i>	
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artırım yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Ortak satışı yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı
Aracı Kurum	Meksa Yatırım
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)	%
Verusa Holding A.Ş.	37.950.000	100,00%	30.000.000	57,69%
Halka Açık	-	-	22.000.000	42,31%
TOPLAM	37.950.000	100,0%	52.000.000	100,0%



Şirket'in finansal durumu hakkında

Şirketin bilançolarında yer alan finansal yatırımları ve girişim sermayesi yatırımları, halka açık-borsada işlem gören şirketler borsa fiyatlarıyla, halka açık olmayan şirketler ise bağımsız bir değerlendirme şirketi tarafından düzenlenen 08/05/2015 tarihli değerlendirme raporlarında yer alan değerler baz alınarak finansal tablolara aktarılmıştır. Şirketin 30.06.2015 itibarıyla aktiflerinde 68,2 mn TL olarak kayıtlı finansal yatırımların bir kısmı finansal yatırım bir kısmı girişim sermayesi yatırımı statüsünde olup dağılımı aşağıdaki gibidir:

Finansal Yatırımlar	30.06.2015	
Mevduat	1,63 mn TL	
Pay Senetleri	20,14 mn TL	
Pay senetlerinin Dağılımı	Yatırım Değeri	Ortaklıktaki payı
	Aciselsan Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş.	6,23 mn TL %9,80
Anel Telekomünikasyon Elekt. Sis. San. ve Tic. A.Ş.	4,39 mn TL	%5,22
Gersan Elektrik Tic. Ve San. A.Ş.	4,82 mn TL	%5,00
Afyon Çimento Tic. A.Ş.	4,51 mn TL	%1,11
Toplam	21,77 mn TL	

Girişim Sermayesi Yatırımları	30.06.2015	
	Yatırım Değeri	Ortaklıktaki payı
Aciselsan Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş.	12,45 mn TL	%18,99
Anel Telekomünikasyon Elekt. Sis. San. ve Tic. A.Ş.	5,88 mn TL	%7,00
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	1,24 mn TL	%5,00
Yayla Enerji Üretim Turizm ve İnş. Tic. A.Ş.	2,73 mn TL	%4,98
Kafein Yazılım Hizmetleri San. ve Tic. A.Ş.	8,90 mn TL	%39,00
Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.	6,85 mn TL	%44,00
Pamukova Elektrik Üretim A.Ş.	10,00 mn TL	%100,0
Toplam	48,04 mn TL	

Şirketin 30.06.2015 itibarıyla finansal borcu bulunmamaktadır.

Şirketin 2012 yılı 31 mn TL'lik dönem karının %66,4'ü (20,6 mn TL'si) Aciselsan pay satış geliri, %14,75'i (4,6 mn TL'si) Anel telekomünikasyon pay satışından oluşmuştur.

30.06.2015 döneminde, Anel Telekom ve Aciselsan pay satışından 5,1 mn TL, girişim sermayesi satış karı elde edilirken, 11,0 mn TL de finansal yatırım alım-satım karı elde edilmiştir.

Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket Halka arzdan elde edilecek gelirinin, yeni girişim sermayesi yatırımlarının yapılmasında ve işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

FİNANSAL ÖZET				
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL				
Yıllık ve dönemsel				
	30.06.2015	2014	2013	2012
Dönen Varlıklar	75,7	71,7	65,8	42,2
Duran Varlıklar	0,1	0,6	0,1	2,5
K.V.Yükümlülük	0,7	13,1	11,0	0,01
U.V.Yükümlülük	-	-	-	-
Öz Kaynaklar	75,1	59,2	54,9	44,6
Sermaye	37,95	37,95	37,95	14,00
Nakit Değerler	1,6	0,3	0,03	21,8
Finansal Borçlar	-	-	11,0	-
Net Nakit	16	0,3	-10,0	21,8
GELİR TABLOSU – mn TL				
DÖNEMSEL	30.06.2015	2014	2013	2012
Satışlar	17,0	-	-	23,5
E.Faaliyet Karı	16,8	5,0	10,3	20,7
Net Kar	15,9	4,3	10,2	31,0

FİNANSAL RASYOLAR	
Halka Arz Öncesi (Sermaye 37,95 mn TL)	
F/K	PD/DD
3,98	1,19
Halka Arz Sonrası (Sermaye 52,00 mn TL)	
F/K	PD/DD
5,46	1,15



DEĞERLEME HAKKINDA

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Net Aktif Defter Değeri ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi eşit ağırlıkta alınarak (%50'şer oranda) kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizi yönteminde Borsada işlem gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (GSYO) Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları ve Ulusal Pazar F/K ve PD/DD çarpanları baz alınmış, daha sonra F/K çarpanlarının işaret ettiği değer yüksek bir değerlemeye işaret etmesi nedeniyle nihai değerlemede kullanılmamıştır. Piyasa çarpanları değerlemesinde PD/DD çarpanı, GSYO çarpanları için %60, Ulusal Pazar çarpanı içinse %40 oranında ağırlıklandırılmıştır. Şirket verileri olarak 30.06.2015 dönemine ilişkin veriler baz alınırken, piyasa verileri olarak 05.10.2015 tarihli veriler dikkate alınmıştır. Buna göre,

Özkaynak	75.114.255 TL
Ortalama PD/DD	1,75
Şirket Değeri	131.449.946 TL

Piyasa çarpanları ile 131,5 mn TL şirket piyasa değerine ulaşılmaktadır.

30.06.2015 finansallarında varlıklar rayiç değeri ile gösterildiğinden özkaynak değeri aynı zamanda Şirket'in net aktif değeri olup, değerlemede baz alınan net aktif değeri 75.114.255 TL dir.

(Şirketin net aktif değeri, halka açık şirketlerin borsa rayiç değerleri ve halka açık olmayan ortaklıkların ise değerlendirme raporlarına dayanmaktadır. Halka açık olmayan ortaklıkların ise Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş. ve Kafein Yazılım Hizmetleri San.ve Tic.A.Ş.'nin rayiç değerinin hesaplandığı 08/05/2015 tarihli bağımsız değerlendirme çalışmasında; Net Aktif Değeri, Emsal Değer ve İndirgenmiş Nakit Akım ("İNA") olmak üzere üç farklı yöntem kullanılmış ve İNA ile Emsal Yöntemlerine göre bulunan değerler %40 ve %40, Net Varlık Değeri yöntemine göre bulunan değer ise %20 oranında nihai değerlendirilmiştir.)

Şirketin piyasa çarpanları (PD/DD) den elde edilen değer ile net aktif değeri eşit ağırlıklandırılarak, halka arz öncesi 89,6 mn TL şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Verusatürk (TL)			
Piyasa Çarpanlarına göre	131.449.946	50,0%	65.724.973
Net Aktif Değerine göre	75.114.255	50,0%	37.557.127
Toplam Şirket değeri			103.282.100
Halka arz iskontosuz			13%
İskontolu Şirket değeri (TL)			89.562.000
Halka arz Fiyatı (TL)			2,36



❖ **Fiyat tespit raporuna ilişkin görüş ve değerlendirmelerimiz:**

1- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirketin halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız.

2- Değerlemede yüksek değerlemeye işaret eden Fiyat/Kazanç çarpanının kullanılmamasını doğru yaklaşım olarak değerlendirmekteyiz.

3- Değerlemede GSYO defter değeri çarpanına, aynı sektör ve iş kolu içerisinde yer almasından dolayı daha fazla ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

4- Şirketin halka arz fiyatı belirlenirken, hem piyasa çarpanlarında hem net aktif değer kendisi açısından, dayanak alınan tek veri, şirketin net aktif değeridir. Dolayısıyla şirketin net aktif değerinin oluşumu bu manada büyük önem arz etmektedir.

- Şirketin portföyünde yer alıp şirketin net aktif değerinde önemli yer tutan borsaya açık şirketlerin durumu, fiyatlama dinamikleri, bu şirketlerin borsa pay değerlerinin makul olup olmadığı gibi hususların yatırımcı açısından dikkate alınmasında fayda olduğunu düşünmekteyiz.
- Yatırımcının halka açık olmayan ortaklıkların değerlemelerini de etüt etmesinde fayda olduğunu değerlendirmekteyiz.
- Şirketin geçmiş yıllar karlılığı ve net aktif değeri üzerinde etkili olan ve portföyünde yer alan halka açık ortaklıklara dair pay alım-satımlarının ne kadarının ilişkili taraflar ile gerçekleştiği hususlarının yatırımcı açısından dikkate alınmasında fayda olduğunu değerlendirmekteyiz.

SONUÇ

Şirketin değerlemesinin salt net aktif değeri üzerinden yürümesinden dolayı, şirketin değerlemeye konu net aktif değerinin nasıl oluştuğuna, bileşenlerine ve bu bileşenlerin değerlemelerine ilişkin yukarıda yer alan çekincelerimiz nedeniyle , halka arz iskontosunun daha yüksek olması gerektiğini düşünmekteyiz.