

ÖZİŞİK İNŞAAT VE ENERJİ A.Ş.

Şirket Hakkında

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş., 1977 yılında kurulmuş olup su yapıları (barajlar ve hidroelektrik santraller, sulama sistemleri, drenaj sistemleri), köprü, tünel ve yol (karayolu, otoyollar vb.) inşaatı, anahtar teslimi fabrikalar, arıtma tesisleri, alt yapı projeleri (içme suyu, kanalizasyon), boru hatları, konut ve ticari inşaatlar ana faaliyet konuları içerisinde yer almaktadır. Şirket, Ankara Ticaret Sicil Memurluğu'nda 45756 sayı ile kayıtlı olup kanuni adresi Gençlik Caddesi No.9 Tandoğan Ankara'dır. Ege Kraft Torba Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin bağlı ortaklığı ve aynı zamanda Işıklar Yatırım Holding A.Ş.'nin ortağıdır.

Ortaklık Yapısı

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin 31.03.2012 tarihi itibarı ile sermayesi 200.000.000 TL'dir. Sermayeyi temsil eden ortaklar, hisse senedi tutarları ve pay oranları aşağıdaki gibidir :

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Ege Kraft Torba Sanayi ve Ticaret A.Ş.	185.584.884	92,8%
Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	14.212.224	7,1%
Diğer Paylar	202.892	0,1%
ÖZİŞİK İNŞAAT	200.000.000	100,0%

Mali Tablolar

Değerlemeye konu şirketin cari dönem özet Bilanço ve Gelir Tabloları aşağıda sunulmuştur. Bu mali tablolar **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na göre bağımsız denetimden geçmemiştir.**

Bilanço	2012/3
DÖNEN VARLIKLAR	105.385.444
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.748.458
Finansal Yatırımlar	0
Ticari Alacaklar	236
Finans Sektöründen Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	82.542.924
Devam Eden İnşaat Sözleşmesinden Alacaklar	903.215
Stoklar	325.948
Canlı Varlıklar	0
Diğer Dönen Varlıklar	5.864.663
(Ara Toplam)	105.385.444
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0
DURAN VARLIKLAR	93.563.821
Ticari Alacaklar	0
Finans Sektöründen Faaliyetlerinden Alacaklar	0
Diğer Alacaklar	156.161
Finansal Yatırımlar	562.800
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	83.813.096
Canlı Varlıklar	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0
Maddi Duran Varlıklar	3.032.752
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	29.881
Şerefiye	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0
Diğer Duran Varlıklar	5.969.131
AKTİFLER	198.949.265

KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	13.467.158
Finansal Borçlar	15.295
Diğer Finansal Yükümlülükler	0
Ticari Borçlar	1.098.459
Diğer Borçlar	9.501.799
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0
Borç Karşılıkları	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.851.605
(Ara Toplam)	13.467.158
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	0
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	690.554
Finansal Borçlar	26.276
Diğer Finansal Yükümlülükler	0
Ticari Borçlar	0
Diğer Borçlar	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0
Borç Karşılıkları	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	183.350
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	480.928
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0
ÖZKAYNAKLAR	184.791.553
Ödenmiş Sermaye	200.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	17.598.256
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	0
Değer Artış Fonları	3.625.336
Yabancı Para Çevrim Farkları	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.111.224
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-49.973.172
Net Dönem Karı/Zararı	3.429.909
Azınlık Payları	

PASİFLER	198.949.265
-----------------	--------------------

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş. Gelir Tablosu	2012/3
Net Satışlar	2.614.073
Satışların Maliyeti (-)	-2.065.695
Brüt Kar/Zarar	548.377
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	-366.534
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	272.603
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-443.690
Faaliyet Karı/Zararı	10.757
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	2.107.781
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	3.368.414
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	-2.152.766
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zararı	3.334.185
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	95.724
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	3.429.909
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	3.429.909

Sektörel Görünüm

İnşaat Sektörü

İnşaat sektöründe 2011 yılının ilk çeyreğinde %15,3'e ulaşan büyüme oranı izleyen ikinci, üçüncü ve dördüncü çeyreklerde sırasıyla %13, %10,2 ve %7 olarak gerçekleşmiş, yıllık büyüme oranı ise %11,2 olmuştur.

Yıllar	GSYH Gelişme Hızı	İnşaat Sektörü Gelişme Hızı
1999	-3,40%	-3,10%
2000	6,80%	4,90%
2001	-5,70%	-17,40%
2002	6,20%	13,90%
2003	5,30%	7,80%
2004	9,40%	14,10%
2005	8,40%	9,30%
2006	6,90%	18,50%
2007	4,70%	5,70%
2008	0,70%	-8,10%
2009	-4,80%	-16,10%
2010	9,20%	18,30%
I.Dönem	12,60%	9,00%
II.Dönem	10,40%	21,70%
III.Dönem	5,30%	23,70%
IV.Dönem	9,30%	18,70%
2011	8,50%	11,20%
I.Dönem	11,90%	15,30%
II.Dönem	9,10%	13,00%
III.Dönem	8,40%	10,20%
IV.Dönem	5,20%	7,00%

Kaynak :TÜİK

2002 ve sonrasında inşaat sektörünün en yüksek büyüme oranlarına ulaştığı yıllar sırasıyla 2010 (%18,3), 2006 (%18,5) ve 2004 (%14,1) yılları olmuştur. Konut ruhsatları sayısındaki artış oranlarının en yüksek olduğu yıllar ise 2010, 2005 ve 2004 yıllarıdır. Bu açıdan bakıldığında konut inşaat ruhsatlarındaki yüksek artış oranlarının inşaat sektörü büyümesine aynı yıl veya izleyen yılda yansıdığını söylemek mümkündür.

Aynı dönemde, inşaat sektöründe en büyük daralma oranları sırasıyla 2009 (%16,1) ve 2008 (%8,1) yıllarında gerçekleşmiştir. Konut inşaat ruhsatlarında oransal olarak en büyük azalmaların kaydedildiği iki yıl ise sırasıyla 2011 (%29,6) ve 2008 (%13,9) olmuştur. 2011'de inşaat ruhsatı sayısındaki gerilemenin inşaat sektörünün 2011'deki büyüme performansını ne oranda aşağı çektiği konusunda bir şey söylemek mümkün olmasa da inşaat ruhsatlarında 2008'de görülen %13,9 oranındaki azalmanın inşaat sektörünün 2008 performansına ve de ondan çok daha ağırlıklı olmak üzere 2009'daki negatif büyümeye yansımış olduğunu söylemek olanaklıdır. Eldeki rakamlara bu açıdan bakıldığında ve 2012'de ekonomide büyümenin bir önceki yıla kıyasla neredeyse yarı yarıya hız kesmesi anlamını taşıyan yumuşak iniş beklendiği anımsandığında inşaat sektörünün 2012 yılındaki büyümesinin kayda değer bir oranda hız kesebileceğini göz önünde bulundurmakta yarar vardır.

2011'de yapı ruhsatı alan yapıların yüzölçümünün %30,8 gibi yüksek bir oranda gerilemiş, buna karşın yapı kullanma izin belgesi alan yapıların yüzölçümünün %23,4 oranında artmış olması yeni bina inşa etme isteğinin önemli ölçüde azaldığını, buna karşın sektördeki payı %60'lara ulaşan konut alanında mevcut stokların eritilmesi sürecinin hızlanarak devam ettiğini göstermektedir. Bu duruma ve inşaat sektöründe konut üretiminin sahip olduğu ağırlığa rağmen 2011 yılında sektördeki büyümenin %11,2'ye nasıl ulaşabildiği sorusuna yanıt ararken konut inşaatı ruhsatlarının geçmiş yıllardaki

gelişmesine de göz atmakta yarar vardır. Geçmişten bugüne analiz edildiğinde konut birimlerine verilen inşaat ruhsatı sayısı ile inşaat sektörü büyümesi arasında azımsanmayacak bir korelasyon olduğunu söylemek mümkündür.

Yapı Ruhsatları ve Yapı Kullanma İzinleri

2011 yılının oniki ayında bir önceki yılın oniki ayına göre belediyeler tarafından Yapı Ruhsatı verilen yapıların yüzölçümünde %30,8, bina sayısında %29,0, daire sayısında %21,7, değerinde %29,6 düşüş olmuştur. 2011 yılının oniki ayında Yapı Ruhsatına göre yapıların yüzölçümü 123,639,732 m2 iken bunun 73,304,943 m2'si (%59,3) konut, 29,878,273 m2'si (%24,2) konut dışı ve 20,456,516 m2'si (%16,5) ise ortak kullanım alanı olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılının oniki ayında bir önceki yılın oniki ayına göre belediyeler tarafından Yapı Kullanma İzin Belgesi verilen yapıların yüzölçümünde %23,4, bina sayısında %18,6, değerinde %4,.9, daire sayısında %28,0 oranında artış olmuştur.

2011 yılının oniki ayında Yapı Kullanma İzin Belgesine göre yapıların yüzölçümü 105,402,979 m2 iken bunun 65,768,222 m2'si (%62,4) konut, 25,377,487 m2'si (%24,1) konut dışı ve 14,257,270 m2'si (%13,5) ise ortak kullanım alanı olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılı dördüncü döneminde bir önceki döneme göre işçilik endeksi %0,46, malzeme endeksi ise %1,04 artmıştır. 2011 yılı dördüncü döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre işçilik endeksi %6,24, malzeme endeksi ise %16,13 artmıştır. 2010 yılı dördüncü döneminde, toplamda bir önceki döneme göre %1,57, bir önceki yılın aynı dönemine göre %7.52 ve dört dönem ortalamalara göre ise %5.75 artış gerçekleşmişti.

Konut sektöründeki güncel gelişmelere daha yakından bakmakta yararlanılabilecek önemli göstergelerden biri de REIDIN.com tarafından yayınlanan Konut Fiyat Endeksleridir. Bu endekslerin 2012 Mart ayı sonuçları özetlenen gelişmelere işaret etmektedir:

Türkiye Konut Satılma Gücü Endeksi

1. Konut satın alma gücü endeks değerleri incelendiğinde, 100 ve üzerindeki endeks değerleri mevcut faiz oranı ortamında (aylık %1,10) 10 yıl vadeli konut kredisi kullanılarak bir ev sahibi olunabileceğini gösterirken, 100'ün altındaki değerler ailenin 10 yıl vadeli konut kredisi kullanarak konut sahibi olamayacağına işaret etmektedir. 100'ün altındaki değerlerde kredili yapılan konut satış işlemlerinde tüketicinin aylık taksit ödemelerinde sorunlarla karşılaşması beklenebilir. Mart ayı itibarıyla endeks değerleri Ankara ve İzmir'de 100'ün üzerinde yer alırken, İstanbul'da 100'ün altında gerçekleşmiştir.
2. Mart ayında, ayında, konut tipi gayrimenkul yatırımları ve finansal yatırım araçlarının nominal getirileri TÜFE (%0,41) ile indirildiğinde en fazla reel getiriye sahip olan yatırım aracının ABD Doları (%1,36), en fazla değer kaybettiren finansal yatırım aracının ise Külçe Altın (-%2,53) olduğu görülmektedir. Konut yatırımlarındaki aylık ortalama reel getiri ise %0,09'dur.
3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yayınladığı "Bankalarca TL Üzerinden Açılan Kredilere (Konut) Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" dikkate alındığında Şubat ayında konut kredisi faiz oranı ortalama %1,10 olarak gerçekleşmiş, mevduat bankaları tarafından kullanılan konut kredisi hacmi ise bir önceki aya göre 578 milyon TL (%0,83) artmıştır.

Türkiye Satılık Konut Fiyat Endeksi

1. Mart ayında 2007 Haziran=100 temel yıllık Türkiye Kompozit Satılık Konut Fiyat Endeksi'nde bir önceki aya göre %0,95; geçen yılın aynı dönemine göre ise %8,66 oranında artış gerçekleşmiştir.
2. Mart ayında İstanbul'da metrekare başına konut satış fiyatları %1,18 oranında artmış ve İstanbul fiyatların en çok yükseldiği şehir olmuştur. Aynı dönem içerisinde konut satış fiyatları Adana'da %1,06 oranında, Ankara'da %0,75 oranında, Antalya'da %0,49 oranında, İzmir'de %0,85 oranında ve Kocaeli'nde %0,33 oranında artmıştır. Aynı dönem içerisinde Bursa'da ise metrekare başına konut satış fiyatları aynı kalmıştır.

Türkiye Yeni Konut Fiyat Endeksi

1. Mart ayında bir önceki aya göre %1,28 oranında, geçen yılın aynı dönemine göre %11,62 oranında, endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise %19,10 oranında artış gerçekleşmiştir.
2. Mart ayında REIDIN.com-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi bir önceki aya göre İstanbul-Avrupa yakasında yer alan markalı konut projelerinde %1,38 oranında, İstanbul-Asya yakasında yer alan markalı konut projelerinde %0,69 oranında artmıştır. Endeksin başlangıç dönemine göre ise İstanbul- Asya yakasındaki projeler Avrupa yakasına kıyasla 6,6 puan fazla artış göstermiştir.
3. Mart ayında REIDIN.com-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi bir önceki aya göre, 1+1 daire tipinde %0,85 oranında, 2+1 daire tipinde %1,23 oranında, 3+1 daire tipinde %1,29 oranında ve 4+1 daire tipinde ise %1,34 oranında artmıştır.
4. Mart ayında REIDIN.com-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi bir önceki aya göre, 51-75 m2 büyüklüğe sahip konutlarda %1,03 oranında, 76-100 m2 büyüklüğe sahip konutlarda %1,32 oranında, 101- 125m2 büyüklüğe sahip konutlarda %1,00 oranında, 126-150 m2 büyüklüğe sahip konutlarda %1,21 oranında, 151 m2 ve daha büyük alana sahip konutlarda %1,14 oranında artmıştır.

Değerleme Sonuçları

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında "**pazar yaklaşımı**"nı temsilen karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "**varlık yaklaşımı**"nı temsilen net defter değeri yöntemi ve "**gelir yaklaşımı**"nı temsilen indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Sonuçları

Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir firma değeri yönteminde, değerlemeye konu olan firma ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de İMKB'de işlem gören firmalar dışındaki şirketlerin mali tablo ve faaliyet raporlarına ulaşma imkanı ya çok zor ya da imkansızdır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirme konusu

şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren firma ancak halka açık şirketler arasından tespit edilebilir.

İMKB'de işlem gören, faaliyet konusu ve sektörü değerlendirme konusu şirketle benzerlikler arzeden ve hesaplamalarda kullanılan şirketler, İMKB inşaat sektöründe faaliyet gösteren Ataç İnşaat ve Sanayi Anonim Şirketi (ATAC), Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş. (ANELE), Borova Yapı Endüstrisi Anonim Şirketi (BROVA), Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (EDİP) ve Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAİ)'dir. Bu şirketlerin 31.03.2012 bağımsız denetim raporlarına göre faaliyet konuları aşağıda özetlenmiştir:

ATAÇ İNŞAAT ve SANAYİ A.Ş. : Ataç İnşaat ve Sanayi Anonim Şirketi, ana şirketi, 1962 yılında, Antalya/Türkiye'de tekstil ve inşaat işleriyle iştigal etmek üzere Ataman ve Çalık aileleri tarafından kurulmuştur ve ilgili aileler tarafından kontrol edilmektedir. Ataç İnşaat'ın kayıtlı merkez ofisinin adresi Antalya Organize Sanayi Bölgesi 1.Kısım Atatürk Bulvarı No:24 Antalya Türkiye'dir. Ataç İnşaat'ın tekstil sektöründeki faaliyeti, "Anteks" üretim markası altında çoğunlukla ihraç edilen pamuklu kumaş ve buruşmaz pamuklu kumaş üretimi ile ilişki olarak tam entegre pamuk fabrikası, dokuma tesisleri ile giyim fabrikalarından oluşmaktadır. Ataç İnşaat'ın inşaat işi ana olarak baraj, su arıtma tesisleri, hidroelektrik santralleri ve sulama tesislerinin yapımı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Hidroelektrik santralleri Ataç İnşaat'ın müşterek yönetime tabi ortaklığı olan Nisan Elektromekanik Enerji San. ve Tic. A.Ş. ile bağlı ortaklığı Tek Su Müşavirlik Enerji Mühendislik San. Tic. Ltd. Şti. için yapılmaktadır. Ataç İnşaat, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlıdır ve hisseleri 8 Haziran 2011 tarihinden itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir.

ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT ve TİCARET A.Ş.: Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ilk olarak 1986 yılında "Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Ltd. Şti." şeklinde kurulmuş olup, 26.12.2006 tarihinde nevi değişikliği yapılarak Anonim Şirkete dönüşmüştür. Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışında her türlü elektrik taahhüt işleri yapmak, projelendirmek, inşaat sektörü ile ilgili yurt içinde ve yurt dışında işyerleri, sanayi tesisleri, konutlar ve toplu konutlar, yol, tünel, metro, köprü, telefon hatları ve sair mühendislik yapıları, havalimanları, terminalleri, hangar ve tesisleri, alışveriş merkezleri, turizm tesisleri, kültür ve sosyal içerikli yapılar taahhüt etmek sureti ile doğrudan veya yap-işlet-devret modeli çerçevesinde veya taşeron firmalara yaptırmak, pazarlamak, satmak veya kiralamak, her türlü elektrik, inşaat ve taahhüt, proje işleri iştigal konusu ile ilgili proje danışmanlık ve projeleri yapmak, gayrimenkul alım satımı, gemi elektrik elektronik ve enerji faaliyetlerini içermektedir.

BOROVA YAPI ENDÜSTRİSİ ANONİM ŞİRKETİ: Borova Yapı Endüstrisi A.Ş., 1979 yılında kurulmuştur. Borova Yapı Endüstrisi A.Ş.'nin hisseleri İMKB'de işlem görmektedir. Şirket inşaat sektöründe faaliyet göstermekte olup şirketin ticari sicile kayıtlı adresi Yılanlı Ayazma Yolu No:15 Kat:12 Yeşil Plaza Topkapı İstanbul'dur. Şirketin bağlı ortaklığı Haytek İnşaat Taahhüt Anonim Şirketinin faaliyet konusu yer altı ve yer üstü her türlü bayındırlık hizmetleri, inşaat, onarım, tesisat, teçhizat ve montaj taahhüt işleriyle proje teknik müşavirlik, denetim, mimarlık ve mühendislik hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Şirketin bağlı ortaklığı Borova Latvia SIA Letonya Cumhuriyeti'nde kurulmuş olup, faaliyet konusu ise inşaat alanında inşaat veya mimarlık üzerine sertifika sahibi olan sorumlu uzmanlarla işbirliği yaparak işlerini yürütmektedir. Şirketin 9 Haziran 2011 tarihinde almış olduğu yönetim kurulu kararına istinaden Borova Latvia SIA'nın kapanış işlemlerinin yapılmasına karar verilmiştir. Şirketin bağlı ortaklığı Borova Tikinti MMC Azerbaycan'ın Bakü kentinde kurulmuş olup, 18.200.000 USD bedelle inşaat sözleşmesi imzalamıştır. Proje tamamlanmış olup, şirketin 31.03.2012 tarihi itibarıyla faal bir projesi bulunmamaktadır.

EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.: Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş., 27 Aralık 1971 tarihinde İstanbul'da "Edip İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş." unvanı ile kurulmuştur. Edip İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş., 10 Haziran 2009 tarihli ve 7329 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde

yapılan unvan değişikliği ile Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş. adını almıştır. Şirketin esas faaliyet konusu gayrimenkul imal ve inşası, ticareti, alım-satımı, kiralanması, kiraya verilmesi ve bunlar üzerinde her türlü projeler oluşturulması ve işletilmesini yapmaktır. Şirketin bağlı ortaklıklarından, Edip Uluslararası Gayrimenkul ve Turizm A.Ş., 17.08.2006 tarihinde İstanbul'da kurulmuş ve tescil edilmiş bir sermaye şirketi olup esas faaliyeti alışveriş merkezi, ofis, konut, iş merkezi, ticari depolar, ticari park ve buna benzer yerlerin inşaat, kuruluş ve organizasyon hizmetlerinin yapılması, pazarlama ve işletmelerinin yapılması, kiralanması ve kiraya verilmesi işlerini yapmaktır.

ENKA İNŞAAT ve SANAYİ A.Ş.: Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş., 4 Aralık 1967 tarihinde İstanbul, Türkiye'de kurulmuş ve tescil edilmiştir. Enka İnşaat, bağlı ortaklıkları, şube benzeri yabancı işletmeleri ve konsolide edilen müşterek yönetime tabi ortaklıklarıyla "Grup" olarak nitelendirilmektedir. Enka İnşaat A.Ş., beş ana coğrafi bölgede şube benzeri işletmeleri, müşteri yönetime tabi ortaklıkları, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile birlikte faaliyet göstermektedir:

- ✓ Türkiye'de yaygın bir inşaat faaliyeti yelpazesinde hizmet vermekte olup, bu inşaat faaliyetleri arasında inşaatını ve işletmesini yaptığı doğalgazla çalışan elektrik enerjisi üreten termik güç santralleri, endüstriyel ve sosyal binalar ve otoyol inşaatları yer almaktadır.
- ✓ Rusya ve Kazakistan'da inşaat faaliyetlerinde bulunmaktadır. Aynı zamanda Moskova-Rusya'da, gayrimenkul yatırımı ve geliştirilmesi; alışveriş merkezleri inşaatı ve işletmesi konularında da faaliyet göstermektedir.
- ✓ Afrika'da Burundi, Libya, Cibuti ve Ekvator Ginesi; Asya'da Suudi Arabistan, Umman, Irak, Afganistan; Amerika'da Dominik Cumhuriyeti ve Papau Yine Gine'de inşaat faaliyetlerini devam ettirmektedir.
- ✓ Avrupa'daki faaliyetleri inşaat ve ticari aktivitelerden oluşmakta olup, bu faaliyetler Romanya, Arnavutluk, Hollanda, İsviçre, Almanya, Kosova ve Bosna Hersek'te sürdürülmektedir.

Şirketin inşaat taahhüt projelerini gerçekleştirmekte olması ve 2012 yılı ilk 3 ayı itibarıyla taahhüt işlerinden henüz gelir elde edememesi nedeniyle piyasa değeri/satışlar çarpanına göre şirket değeri anlamlı sonuç vermemektedir. Bu nedenle, şirketin karşılaştırılabilir firma değerinin tespit edilmesinde sadece piyasa değeri/defter değeri çarpanı kullanılmış olup, 31.03.2012 dönemi için piyasa değeri/defter değeri çarpanına göre hesaplanan pazar değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Borova Yapı Endüstrisi A.Ş.'nin PD/DD çarpanı aşırı uç olarak görüldüğünden hesaplama dahil edilmemiştir. Ayrıca karşılaştırılabilir şirketlerin çarpanları ile hesaplanan emsal değerlerin geometrik ortalaması alınmıştır.

Şirket Kodu	Şirket Adı	Pazar Değeri	Defter Değeri	PD/DD	PD/DD (düzeltme)
ATAC	Ataç İnşaat	788.000.000	421.014.620	1,9	2,9
ANELE	Anel Elektrik	242.000.000	251.967.832	1,0	2,0
BROVA	Borova Yapı	26.760.101	5.323.899	5,0	6,0
EDIP	Edip Gayrimenkul	80.000.000	53.711.326	1,5	2,5
ENKAI	Enka İnşaat	14.323.193.520	9.093.460.000	1,6	2,6
İNŞAAT ÇARPANI		PD/DD		1,45	

Sektör	Şirket Adı	Özsermaye	PD/DD	Pazar Değeri (PD/DD)
İnşaat	Özışık İnşaat A.Ş.	184.791.554	1,45	268.135.853

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin, 31.03.2012 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi'ne göre değeri sermaye çarpanı (PD/DD) ile **268.135.853 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Şirketin karşılaştırılabilir firma değerinin tespit edilmesinde karşılaştırma yapabilmek için 31.12.2011 tarihli piyasa değeri/defter değeri çarpanına göre hesaplanan pazar değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket Kodu	Şirket Adı	Pazar Değeri	Defter Değeri	PD/DD	PD/DD (düzeltme)
ATAC	Ataç İnşaat	344.000.000	423.408.439	0,8	1,8
ANELE	Anel Elektrik	210.100.000	248.457.915	0,8	1,8
BROVA	Borova Yapı	23.052.376	7.850.360	2,9	3,9
EDIP	Edip Gayrimenkul	55.000.000	25.134.980	2,2	3,2
ENKAI	Enka İnşaat	10.338.924.900	9.018.763.000	1,1	2,1
İNŞAAT ÇARPANI			PD/DD		1,46

Sektör	Şirket Adı	Özsermaye	PD/DD	Pazar Değeri (PD/DD)
İnşaat	Özışık İnşaat A.Ş.	181.361.644	1,46	264.806.563

Varlık Yaklaşımı Sonuçları

Net Defter Değeri Yöntemi

Sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. Bilançonun muhasebe defterlerine dayanması nedeniyle bu isim verilmiştir. İki nedenden ötürü şirketin piyasa değerini ifade etmez. Birincisi; gerek varlık, gerekse borçların bilgi kalitesi ancak ülkede kullanılan muhasebe standartlarının kalitesi kadar anlamlıdır.

İkincisi şirketin bilançoda yer almayan, yönetim kadrosunun bilgi ve tecrübesi, müşteri yapısı, sektöründe yarattığı olumlu imaj gibi değerleri, kısaca şirket peştemaliyesini kapsamamasıdır. Bununla birlikte, bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, net defter değeri uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır.

Bilanço Kalemleri - TL	Defter Değeri
Toplam Varlıklar	198.949.265
Toplam Borçlar (-)	14.157.712
Net Defter Değeri	184.791.554

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin, 31.03.2012 tarihli UFRS bilançosu esas alındığında Net Defter Değeri **184.791.554 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

İskonto oranı olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) uyarınca USD para birimi bazında %12,37 olarak hesaplanan özsermaye maliyeti ile vergi etkisi de dikkate alınarak USD bazında %4,66 olarak hesaplanan borçlanma maliyetinin (LIBOR+4,75), şirketin finansman yapısı (borç-özsermaye dengesi) üzerinden ağırlıklandırılması ile hesaplanmıştır. Borçlanma maliyetinin belirlenmesinde piyasa koşulları baz alınmıştır.

İskonto Oranı	Parametreler
Risksiz Faiz Oranı	4,24%
Risk Primi	6,13%
Ülke Risk Primi	4,13%
Şirkete Özgü Risk Primi	4,00%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	12,37%
Finansal Borç/Toplam Pasif	0,02%
Borçlanma Maliyeti	5,82%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	4,66%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,36%

Özsermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan risksiz faiz oranı, 20 yıl vadeli Amerikan Devlet Tahvillerinin getirilerinin ortalamasıdır. Risk primi ise ülke risk primi ve şirkete özgü risk priminin toplamından oluşmaktadır. Ülke risk primi olarak, New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hesaplanarak http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html adresinde yayınlanan oranlar (%4,13) dikkate alınmıştır. Şirkete özgü risk primi (%4,00) ise değerlendirme uzmanlarımızın öngörüsüdür.

Mali Tablolar

Çalışmalarda şirketin bağımsız denetimden geçmemiş mali tabloları kullanılmıştır.

Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Amerikan Doları (USD)'dir.

Satış, maliyet ve gider projeksiyonları şirket yönetimi tarafından hazırlanmış ve tarafımıza proforma finansal tablolar halinde sunulmuştur. Bunlara ilişkin öngörüler aşağıdaki gibidir

Satışlar

Şirket inşaat taahhüt projelerini gerçekleştirmektedir. Şirket yönetiminden alınan projeksiyonlarda şirketin mevcut durumda yapımını üstlendiği inşaat projelerinin yanında planlanan projeler ile teklif

verilmesi düşünülen projeler de yer almaktadır.

Proje Adı	Proje Değeri (USD)
Gelincik HES	
Üçgen HES	
Üçgen II HES	
Pendik HES	
Yenice HES	
Işıklar AVM İnşaatı	
Işıklar Bartın Konut İnşaatı	
Akros Çimento İnşaatı	
Blackstone Çimento İnşaatı	
Alpaslan II	
Toplam	431.270.303

Şirket yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda Gelincik HES inşaatı projesi, Üçgen HES inşaatı projesi ve Üçgen II HES inşaatı projesi şirket portföyüne katılmış projelerdir. Pendik HES, Yenice HES, Işıklar AVM İnşaatı ve Işıklar Bartın Konut İnşaatı ise şirketin hissedarı olduğu şirketlerin ya da bağlı bulunduğu Işıklar Yatırım Holding'in projeleri arasında yer almaktadır. Bu projeler haricindeki Akros ve Blackstone Çimento inşaatı projeleri ve Alpaslan II inşaatı projesi plan ve teklif aşamasında bulunmaktadır. Şirket yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda yukarıda sözü edilen projelerin değerleri belirlenirken projelere verilen fiyat teklifleri dikkate alınmış ve tahmini proje bitirilme sürelerine göre hak ediş gelirleri yıllara yayılmıştır. Aşağıda projelerin yıllar itibarıyla hak ediş gelirleri gösterilmiştir:

Proje Adı (USD)	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Gelincik HES							
Üçgen HES							
Üçgen II HES							
Pendik HES							
Yenice HES							
Işıklar AVM İnşaatı							
Işıklar Bartın Konut İnşaatı							
Akros Çimento İnşaatı							
Blackstone Çimento İnşaatı							
Alpaslan II							
Toplam	13.170.000	93.229.362	164.221.886	83.711.314	74.180.862	36.157.160	3.875.399

Maliyetler

Proje Direkt Taşeron Maliyetleri (USD)	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Gelincik HES							
Üçgen HES							
Üçgen II HES							
Pendik HES							
Yenice HES							
Işıklar AVM İnşaatı							
Işıklar Bartın Konut İnşaatı							
Akros Çimento İnşaatı							
Blackstone Çimento İnşaatı							

Alpaslan II

Toplam	8.437.100	70.957.022	126.088.915	63.133.486	55.635.646	27.117.870	2.906.549
---------------	------------------	-------------------	--------------------	-------------------	-------------------	-------------------	------------------

Proje Şantiye Maliyetleri (USD)	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018sT
Gelincik HES							
Üçgen HES							
Üçgen II HES							
Pendik HES							
Yenice HES							
Işıklar AVM İnşaatı							
Işıklar Bartın Konut İnşaatı							
Akros Çimento İnşaatı							
Blackstone Çimento İnşaatı							
Alpaslan II							
Toplam	485.100	4.591.468	8.211.094	4.185.566	3.709.043	1.807.858	193.770

Şirketin yatırım harcamaları faydalı ömürleri 15 yıl olacak şekilde itfa edilerek amortisman giderlerine ulaşılmıştır. Bu varsayımlara göre şirketin satış maliyetleri aşağıda gösterilmiştir:

Satış Maliyetleri (USD)	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Direkt Taşeron Maliyetleri	8.437.100	70.957.022	126.088.915	63.133.486	55.635.646	27.117.870	2.906.549
Şantiye Maliyetleri	485.100	4.591.468	8.211.094	4.185.566	3.709.043	1.807.858	193.770
Amortisman Giderleri		1.000.000	1.333.333	1.333.333	1.333.333	1.333.333	1.333.333
Toplam	8.922.200	76.548.490	135.633.342	68.652.385	60.678.023	30.259.061	4.433.652

Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri, pazarlama giderleri ve genel giderler olmak üzere iki ana kalemden incelenmiştir. Satış pazarlama giderleri personel giderleri, seyahat ve yemek giderleri ile reklam-ilan giderlerinden oluşmaktayken genel yönetim giderleri de alt detay kırılımında incelenmiştir. Şirket yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda tahmini faaliyet giderleri aşağıda gösterilmiştir:

Faaliyet Giderleri (USD)	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2016T	2016T
Pazarlama Giderleri	100.000	240.000	240.000	240.000	240.000	240.000	240.000
Personel Giderleri	55.000	132.000	132.000	132.000	132.000	132.000	132.000
Seyahat ve Yemek Giderleri	35.000	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000
Reklam-İlan Giderleri	10.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000
Genel Giderler	960.000	1.660.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Personel Normal Ücretleri	280.899	499.376	655.431	655.431	655.431	655.431	655.431
Personel Ücret İşveren Payları	57.002	101.336	133.004	133.004	133.004	133.004	133.004
Primler	49.045	87.192	114.439	114.439	114.439	114.439	114.439
İzin ve Fazla Mesai Ücretleri	16.423	29.196	38.320	38.320	38.320	38.320	38.320
Taşıma ve Yemek Giderleri	13.449	23.909	31.381	31.381	31.381	31.381	31.381
Personel Eğitim Giderleri	3.005	5.342	7.012	7.012	7.012	7.012	7.012
Diğer Personel Giderleri	22.128	39.338	51.631	51.631	51.631	51.631	51.631
Ödenen Kıdem&İhbar Tazminatları	20.559	36.549	47.970	47.970	47.970	47.970	47.970
Bina ve Arsa Kira, Aidat Giderleri	102.622	182.439	239.451	239.451	239.451	239.451	239.451
Enerji Giderleri	15.610	27.751	36.423	36.423	36.423	36.423	36.423
Bakım Onarım ve Temizlik Giderleri	6.283	11.169	14.659	14.659	14.659	14.659	14.659
Araç Kira Giderleri	25.253	44.895	58.925	58.925	58.925	58.925	58.925

Diğer Araç ve Ş.İç Yol Giderleri	34.926	62.090	81.493	81.493	81.493	81.493	81.493
Yurtiçi Seyahat Giderleri	8.840	15.716	20.627	20.627	20.627	20.627	20.627
Haberleşme Giderleri	5.965	10.605	13.919	13.919	13.919	13.919	13.919
Kırtasiye, Gazete, Dergi ve Abonelik	4.988	8.868	11.640	11.640	11.640	11.640	11.640
DSFH-Mali Müşavir, Denetim ve Tasdik	24.504	43.563	57.176	57.176	57.176	57.176	57.176
DSFH-Diğer Danışmanlık ve Hizmet	37.016	65.806	86.370	86.370	86.370	86.370	86.370
Sigorta Giderleri	146	259	340	340	340	340	340
Dava, İcra, Noter ve Avukatlık Giderleri	13.919	24.745	32.477	32.477	32.477	32.477	32.477
Vergi, Resim, Harçlar	88.243	156.877	205.901	205.901	205.901	205.901	205.901
Reklam, Tanıtım ve Kurumsal İletişim	4.293	7.631	10.016	10.016	10.016	10.016	10.016
Temsil, Tören ve Ağırnlama Giderleri	3.666	6.517	8.554	8.554	8.554	8.554	8.554
Diğer Giderler	61.218	108.832	142.842	142.842	142.842	142.842	142.842
Holding Hizmet Payı	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
TOPLAM	1.060.000	1.900.000	2.400.000	2.400.000	2.400.000	2.400.000	2.400.000

Projeksiyon Dönemi

Projeksiyonlar 2012-2018 yıllarını kapsamakta olup, şirketin faaliyet alanı inşaat taahhüt işleri olduğundan projeksiyon 2018 yılı ile sınırlandırılmıştır.

Vergi Oranı

Projeksiyon Gelir Tablosu'ndaki dönem karları üzerinden %20 oranında Kurumlar Vergisi hesaplanmıştır.

Çalışma Sermayesi

Şirketin projeksiyon döneminde şirket yönetiminden alınan bilgiler ve geçmiş dönemdeki gerçekleştirmeler dikkate alınarak net çalışma sermaye döngüsünün 31 gün olacağı öngörülmüştür.

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş. (USD)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gelirler	13.170.000	93.229.362	164.221.886	83.711.314	74.180.862	36.157.160	3.875.399
Giderler	8.922.200	76.548.490	135.633.342	68.652.385	60.678.023	30.259.061	4.433.652
Dönem Başı Net İşletme Sermayesi	0	3.914.705	31.552.130	55.806.410	28.307.636	25.039.420	12.400.715
Net İşletme Sermayesi Döngü Süresi	31	31	31	31	31	31	31
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1.186.961	-6.962.346	-6.190.536	7.020.989	830.251	3.338.854	2.834.655

Sermaye Harcamaları

Şirket yönetimi tarafından projenin üstlenilmesi durumunda, Alpaslan II inşaat taahhüt projesi için 2013 yılında 15.000.000 USD ve 2014 yılında 5.000.000 USD olmak üzere toplam 20.000.000 USD yatırım harcaması öngörülmüştür.

Projeksiyon Nakit Akışları

Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'ye ait projeksiyonun nakit akımları aşağıda gösterilmiştir:

İNA Analizi (USD)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	13.170.000	93.229.362	164.221.886	83.711.314	74.180.862	36.157.160	3.875.399
Satış Maliyetleri (-)	-8.922.200	-76.548.490	-135.633.342	-68.652.385	-60.678.023	-30.259.061	-4.433.652
Brüt Faaliyet Karı	4.247.800	16.680.872	28.588.544	15.058.930	13.502.839	5.898.099	-558.254
Faaliyet Giderleri (-)	-1.060.000	-1.900.000	-2.400.000	-2.400.000	-2.400.000	-2.400.000	-2.400.000
Net Faaliyet Karı	3.187.800	14.780.872	26.188.544	12.658.930	11.102.839	3.498.099	-2.958.254

Vergi (-)	-637.560	-2.956.174	-5.237.709	-2.531.786	-2.220.568	-699.620	0
Amortisman Giderleri (+)	0	1.000.000	1.333.333	1.333.333	1.333.333	1.333.333	1.333.333
Çalışma Sermayesi (+/-)	-1.186.961	-6.962.346	-6.190.536	7.020.989	830.251	3.338.854	2.834.655
Sermaye Harcamaları (-)	0	-15.000.000	-5.000.000	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	1.363.279	-9.137.649	11.093.633	18.481.466	11.045.856	7.470.666	1.209.735
İskonto Oranı	1,12	1,26	1,42	1,59	1,79	2,01	2,26
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.213.268	-7.237.333	7.819.698	11.593.770	6.166.797	3.711.861	534.927

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	24.506.904
2016 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	0
Şirketin Pazar Değeri (USD)	24.506.904
31.03.2012 tarihli USD/TL Kuru	1,7729
Şirketin Pazar Değeri (TL)	43.448.291
Net Borç veya Nakit (+/-)	83.603.246
Hazır Değerler (+)	15.748.458
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (+)	69.844.173
İşıklar Yatırım Holding A.Ş.	63.085.272
İşıklar Pazarlama A.Ş.	6.758.901
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)	15.295
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (-)	1.947.813
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)	26.276
İştiraklerinin Değeri	89.995.854
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (TL)	217.047.391

Şirketin 31.03.2012 tarihli bilançosunda 82.445.049 TL tutarında ilişkili taraflardan diğer alacaklar hesabı bulunmaktadır. Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, bu tutarın 69.844.173 TL'lik kısmı Ticari nitelikte olmayıp, grup içi finansal hareketlerden kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda, şirketin grup içi şirketlerine 31.03.2012 tarihli bilançosuna göre 1.947.813 TL ticari olmayan borcu bulunmaktadır. Şirketin grup içi şirketlerinden net alacak hesabı ise 67.896.360 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirketin grup içi şirketlerine kullandırmış olduğu kredilerden doğan alacağının ticari faaliyetlerle ilgisi olmaması ve şirketin bu nakdi banka ya da farklı yatırım alanları yerine grup içi şirketlerine faiz karşılığında kredi şeklinde vermesi nedeniyle değerleme çalışmamızda şirketin grup içi şirketlerden net alacak tutarı olan 67.896.360 TL şirketin net nakit veya borç tutarının belirlenmesinde dikkate alınmıştır.

Diğer taraftan, şirketin pazar değerini daha gerçekçi biçimde ifade edebilmek için bağlı ortaklık ve iştiraklerinin de dikkate alınması gerekmektedir. Değerleme tarihi itibarıyla şirketin Sif Otomotiv A.Ş. ve HMF Makina ve Servis Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de %43,05 oranında hissesi bulunmaktadır. Bu nedenle ortaklık oranı göz önünde bulundurularak bu iki şirketin piyasa değerlerinden Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin payı dikkate alınması gerekmektedir. AC İstanbul Uluslararası Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından 22.06.2012 tarih ile hazırlanan şirket değerleme raporuna göre SİF Otomotiv A.Ş.'nin 31.12.2011 tarihli piyasa değeri **105.618.115 TL** olarak hesaplanmıştır. Aynı şekilde AC İstanbul Uluslararası Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından 22.06.2012 tarih ile hazırlanan şirket değerleme raporuna göre HMF Makina ve Servis Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2011 tarihli piyasa değeri **103.431.488 TL** olarak hesaplanmıştır. Değerleme çalışmamızda bu iki şirket için 31.12.2011 tarihi için belirlenen piyasa değerleri 31.03.2012 tarihi için de geçerli olacağı kabul edilmiş ve Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin ortaklık payı oranında değer tespiti hesaplanmıştır.

Bu varsayımlar altında, Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin, 31.03.2012 tarihi itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre değeri **222.129.752 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 31.03.2012 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değerleri tabloda gösterilmiştir. Diğer taraftan, şirket değerini önemli ölçüde etkileyebilecek bazı hususlar aşağıda açıklanmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne temel oluşturan projeksiyonlar şirket yönetimi tarafından hazırlanmıştır. Projeksiyonlarda yer verilen satış rakamları gerçekleştirilmesi beklenen 10 adet projenin hakedişlerinden oluşmaktadır. Bu projeler arasında 26.070.000 USD tutarında 3 proje (Gelincik, Üçgen ve Üçgen II HES) için sözleşme imzalanmıştır. 63.750.000 USD tutarındaki 4 proje ise (Pendik ve Yenice HES ile Işıklar AVM ve Işıklar Bartın Konut İnşaatları) grup şirketlerinin projeleri olduğundan gerçekleşme olasılıkları yüksektir. Diğer taraftan, şirketin projeksiyon dönemindeki gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan toplam 378.725.983 USD tutarındaki Akros ve Blackstone Çimento Tesisi İnşaatları ile Alpaslan II HES projesi teklif aşamasında olup şirketin bu projelerle ilgili ihaleleri alacağına yönelik bir garanti bulunmamaktadır. Bu risk, değerlendirme çalışmamızda şirkete özgü risk primi ile azaltılmaya çalışılmakla birlikte bahsi geçen proje ihalelerinin kazanılamaması durumunda şirket değeri raporumuzda belirtilen değerden önemli ölçüde değişiklik gösterebilecektir.
- Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde, kullanılan değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması gerekmektedir. Ağırlıklandırmada kullanılan oranlar, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanarak yürürlüğe giren seri:VIII no:45 sayılı "Sermaye Piyasalarında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.6 Şirket Değerlemesi Kılavuz Notu içerisinde 5.15 Uzlaşma Süreçleri başlığı altında yer alan 5.15.2.2 maddesinde "Değerleme Uzmanı, değerlendirme sürecinin uygulanması sırasında ortaya çıkan değer tahminlerinden her birine verilecek göreceli ağırlığı tespit ederken kanaatlerine başvurmalıdır. Değerleme Uzmanı, mutabık kalınan nihai değere ulaşırken kullanmış olduğu değerlendirme yaklaşımlarının ve bunların ağırlıklandırılmasına ilişkin olarak gerekli mantıki gerekçe ve kanıtları sunmalıdır." ifadesi bulunmaktadır. Diğer taraftan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2012 tarih ve B.02.6.SP.K.0.13.00-199-1668 sayılı Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.'ye ithafen düzenlenmiş yazısında kullanılan her üç yöntemin aritmetik ortalamasının alınarak nihai değer tespit edilmesi yönünde karar alınması sebebiyle çalışmamızda şirketin değer tespitinde kullanılan üç yöntem eşit ağırlandırılarak şirket piyasa değerine ulaşılmıştır. Bahsi geçen ağırlıklandırma oranlarının değerlendirme uzmanının görüşü ile belirlenmesi durumunda şirket değeri raporumuzda belirtilen değerden farklılık gösterecektir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	217.047.391	33%	72.349.130
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (PD/DD)	268.135.853	33%	89.378.618
Net Defter Değeri	184.791.554	33%	61.597.185
Özsermaye Pazar Değeri		100%	223.324.933

Dolayısıyla, Özışık İnşaat ve Enerji A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam kullanılan yöntemlerin eşit ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık **223.324.933 TL**'dir.