

Şebnem Mermertaş
mermertass@tskb.com.tr
(212) 334 53 60

Rhea Girişim Sermayesi YO

İZLE

Net aktif değer nasıl hesaplanacak?

Borsamızın kendi eski adı yeni şirketi Rhea Girişim Sermayesi, el değiştirdikten sonra atılan adımları ve beklentilerini analistlere aktardı.

Vakıf Girişim Sermayesinin dönüşüm süreci, 9 ayda yapılan yatırımlar ve hedeflerle ilgili bilgi paylaşımı sağlandı.

Vakıfbank, Vakıf Girişim'i girişim sermayesi faaliyetlerini sürdürmemesi nedeniyle satma kararı aldığı anda elindeki üç yatırımdan ikisi tasfiye olmuş, birisi maliyet bedelinden satılmıştı. Şirketin net aktif değeri 4,6mn liralık nakitten ibaretti.

Ağustos 2009'da Rhea Gayrimenkul'ün sahibi Onur Takmak'a satıldıktan sonra iştirak yatırımları sayısı dört olurken, net aktif değeri maliyet bedeliyle 3,5mn lira, rayiç değeriyle 59mn liraya ulaştı. Bedelsiz artışla sermayesi 10 kat arttırıldıktan sonra 2 kat bedelli artış için SPK'ya başvuru yapıldı. Şirketin canlandırılmasını borsamızda girişim sermayesi yatırımları alanında büyük bir boşluğun dolması yönünde atılan önemli bir adım olarak değerlendirebiliriz.

Şirketin sermaye piyasası fonlarıyla reel sektör şirketleri finansmanına iyi bir örnek olması yolunda ilerlediği görülüyor. Bu amaçla bedelli sermaye artışlarının devamı ve ikincil halka arzlar gelebilir. Henüz kuruluş ya da yeniden yapılandırma aşamasında olan yatırımlarının getirisinin 2014'ten sonra alınmaya başlanması bekleniyor.

Giriş

Girişim sermayesi şirketleri, yeni kurulmuş/kurulacak olan ve gelişmek için kaynak ihtiyacı olan şirketlere kaynak aktarır, 3-10 yıllık süre için ortak olan, getiri beklentisini karşıladıktan sonra halka arz ya da satış yoluyla şirketten çıkan ortaklıklardır.

Türkiye'de bu model maalesef talep görmedi, ama potansiyel vaat ettiğini düşünüyoruz. Gelişmemesinin nedeni şirketlerin kurumsal yapıdan uzak, aile şirketleri olması ve ortak alımından kaçınması olabilir. Diğer neden de sermaye aktaracak şirketin sermaye piyasasının yeterli derinliğe ulaşmaması nedeniyle düşük maliyetli fonlara ulaşma sıkıntısıdır.

Türkiye'de girişim sermayesi yatırımlarının en iyi örneğini İş Girişim Sermayesi (ISGSY) gösterdi. Ortak olduğu ve çıktığı şirketlerden bazıları Beyaz Filo Oto Kiralama, Tüypap Fuarcılık ve Cinemars Sinema.

Esas Holding benzer bir yöntemle çalışıyor. Son yatırımları Pegasus, Trakya Çiftlik, Peyman, Medline ve Electroworld'tür.

Yatırım yapan şirket girişim sermayesi yatırım ortaklığı şeklinde yapılandırılırsa, halka açılmadan sonra portföy işletmeciliği faaliyetinden doğan kazançları vergiden muaf tutuluyor. SPK mevzuatına göre kurucu ortaklardan birinin ya da birden fazla ortağın biraraya gelmesiyle oluşan lider sermayedar sermayenin asgari %25'ine sahip olmalı ve hisseler nama yazılı olmalıdır. Kuruluşundan sonra 3 yıl içinde halka açılma zorunluluğu vardır. Portföy yatırımları toplam portföy değerinin %50'sini geçemez. Bu kapsamda İş Girişim Sermayesi (ISGSY), Rhea Girişim Sermayesi (VKFRS) halka açık girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıdır. Esas Holding ise yatırım ortaklığı olmadığı için SPK kapsamında değildir ve vergi muafiyetinden yararlanmıyor.

Hisse bilgileri

		VKFRS	
Hisse kodu			
Son Fiyat	5.95YTL	&	3.72\$
İMKB-100 & \$/YTL	53,664	&	1.5978
Hisse sayısı (adet)	:	9,000,000	
Piyasa değeri (mn \$)	:	34	
Ortalama günlük işlem hacmi (mn \$, 3 ay)		4.42	

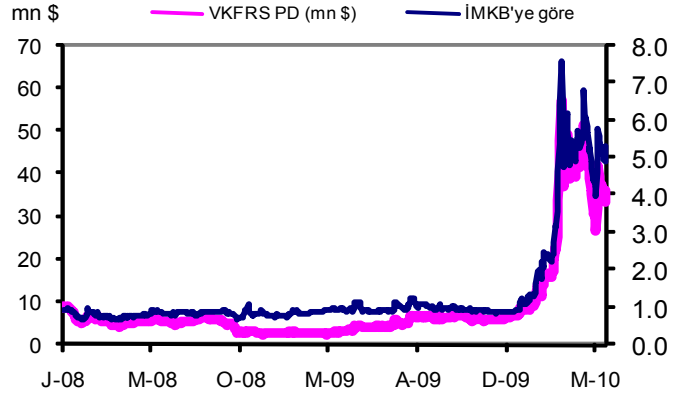
52-Hafta Fiyat aralığı	Yüksek	Düşük
YTL	9.70	1.02
\$	6.42	0.69

Performans (%)	1 ay	3 ay	12 ay	YBB*
Dolar	-23.9	115.5	705.8	432.5
İMKB-100'e göre	-15.4	120.6	424.2	463.2

*Yıbaşıandan beri

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay (%)
Onur Takmak	31.15
Halka açıklık	68.85



Rhea Girişim Sermayesi

Vakıf Girişim Sermayesi YO 1996 yılında Vakıfbank tarafından kurulmuş olup, Türkiye'nin ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığıdır. 2000 yılında halka arz edilen şirketin üç yatırımcısı vardı. 2007 yılında bunların ikisi tasfiye edildi, biri ise maliyet bedelinden satıldı. Şirket 2007-2009 arasında hiç bir yatırım yapmadı. Aralık 2009'da şirketin %25 oranında A grubu ve %6,15 oranında B Grubu hisseleri Rhea Grubunu temsilen Onur Takmak'a (Lider sermayedar) satıldı. Yeni ortak 2010'un ilk üç ayında 4 şirkete yatırım yaptı ve adını Rhea Girişim Sermayesi YO olarak değiştirdi.

Satılma öyküsü

Vakıf Girişim'in satılma öyküsü 2 yıl önce başladı. Şirket girişim sermayesi faaliyetlerini sürdürmüyor, herhangi bir yatırım yapmıyordu. İştirak ettiği iki şirket 2007 yılında tasfiye olduktan ve sadece bir tanesi satıldıktan sonra 2008'e kadar olan dönemde girişim sermayesi yatırımı yapmadı. Bunun üzerine Vakıfbank iştirakinin tasfiye edilmesine, başka bir şirketle birleştirilmesine ya da gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmesi planları yapmaya başladı. Şirketin %69 hissesi halka açık, %31'i Vakıfbank'a aitti. Vakıfbank hisselerinin %25'lik kısmı A grubu, %6'lık kısmı B grubu hisselerden oluşuyordu. Satış işlemi bir ayda tamamlandı. 2008'deki satış işlemini SPK engeliyle tamamlayamayan Vakıfbank, Temmuz 2009'da yeni ihale açtı. Bu ihalede Ağustos sonunda sonuca ulaşıldı. Rhea Grubu şirketin %31,15 hissesi için 2,15mn lira ödemeyi teklif ederek, ihaleyi kazandı. Toplam şirket bedeli 5,3mn liraya denk gelirken, İMKB fiyatına göre piyasa değeri 8,9mn lira, net aktif değeri 4,6mn lira seviyesindeydi.

		Hisse adedi	Sermaye payı	Fiyat (TL)	Toplam bedel (TL)
Satılan	A Grubu	225,000	25%	8.29	1,865,250
	B Grubu	55,350	6.15%	5.15	285,053
Satış değeri (Alıcı tarafından ödenen kısım)					2,150,303
Halka açık kısmı (satış fiyatıyla)		619,650	68.85%	5.15	3,191,198
Ortalama satış fiyatı/toplam şirket değeri		900,000	100%	5.94	5,341,500
Satış tarihinde İMKB'de durum		900,000		9.95	8,955,000
Satış tarihinde net aktif değeri					4,613,987

Rhea Grubu

%100 Türk sermayeli grubun gayrimenkul yatırımları ve portföy yönetimi şirketi bulunuyor. Grubun ortakları Onur Takmak ve ailesinden oluşuyor.

Neler değişti?

İsim; Satıştan sonra Vakıf ismi Rhea olarak değiştirildi.

Sermaye; Şirketin sermayesi tamamı iç kaynaklardan karşılanarak 900.000 liradan 9mn liraya yükseltildi. 24 Mayıs 2010'da sermayenin bedelli olarak 18mn liraya yükseltilmesi için başvuru yapıldı. Kayıtlı sermaye tavanının 180mn liraya yükseltilmesine karar verildi.

Yatırımlar; Ocak 2010'dan itibaren 4 girişim şirketine yatırım yapıldı. One Equity Partners (JP Morgan) ile oluşturduğu konsorsiyum için Netaş'ın %53 hissesini almak için münhasırlık anlaşması imzalandı.

Seta; İzmir Atatürk Organize Sanayi Bölgesinde faaliyet gösteren Seta cerrahi operasyonlar için gerekli tüm tek kullanımlık malzemelerin steril bir paket içinde üretimi ve satışını gerçekleştiriyor. Şirket 2010 yılında altyapı iyileştirmesi ile yurtiçi ve yurtdışı satış kanalları yapılandırmasını tamamlayarak 2015'ten itibaren yıllık 35mn euroluk ciro ve 4-5mn euro FVAÖK seviyesine ulaşmayı hedefliyor.

Net Safe; İnternet bilgi güvenliği konusunda teknoloji ve ürün geliştiren Net Safe satış kanallarının tam oluşturulmasıyla Türkiye'de Pazar lideri, Avrupa ve Ortadoğu'da önemli bir oyuncu olmayı hedefliyor. 2015 FVAÖK hedefi 4,5-6mn euro arasında bulunuyor.

Envitec; İskenderun ve çevresinde 27 belediyenin evsel atıklarının bertarafı işini 1 Mart 2009'dan itibaren 25 yıl süreyle yap-işlet-devret modeliyle aldı. Yeniden yapılanma sonucunda gelirleri toplama ve taşıma ücreti, tıbbi atık bertarafı, geri kazanım gelirleri, organik gübre gelirleri ve metan gazından elde edilen enerji satış geliri olması hedefleniyor.

Marferi; Kabotaj ve Türk limanı çıkışlı uluslararası hatlarda Ro-Pax tipi gemilerle araç ve yolcu taşımak üzere kurulmuştur. İlk aşamada Manş Denizinde kullanılan 130 tır kapasiteli Ro-Pax tipi gemilerle kabotaj ve uluslararası hatlarda taşımacılık yapılması planlanıyor. 2014 yılında 6-8

gemiye ulaşması, yıllık cirosunun 200mn dolar, FVAÖK'ün 30mn dolar olması hedefleniyor.

Netaş: Sürecin çok yeni olduğunu belirten şirket yetkilileri herhangi bir fiyat, tarih ya da hedef açıklaması yapmadılar. JP Morgan'ın girişim şirketi One Equity'nin Türkiye'deki ilk yatırımı olacak. Rhea'nın payı nispeten düşük kalabilir. Netaş'ın piyasa değeri 220mn dolar seviyesinde olup, satılacak kısım 117mn dolara denk geliyor. Açıklanacak fiyat Netaş hisse performansı üzerinde etkili olacak.

	Ortaklık payı	Yatırım tarihi	Yatırım Değeri (TL)	Ek yatırım tarihi	Ek yatırım değeri (TL)	Toplam Yatırım (TL)
Seta	51%	18 Ocak 2010	291,380	16 Şubat 2010	728,000	1,019,380
Net Safe	60%	19 Ocak 2010	7,500	31 Mart 2010	22,500	30,000
Envitec	33%	19 Mart 2010	165,000			165,000
Marferi	99%	Nisan 2010	243,000			243,000
Toplam						1,457,380

Strateji

Yıllık cirosu 2-20mn dolar olan şirketleri hedefleyen Rhea sağlık, teknoloji, altyapı ve iş hizmetleri sektörlerine öncelik veriyor.

Yatırımlar için kaynak ihtiyacını sermaye artışı, proje finansmanı ve ikincil halka arzlarla sağlamayı planlıyor.

Net aktif değer

Şirket yetkililerinin üzerinde durduğu en önemli konu net aktif değerinin rayiç değere göre hesaplanması. SPK girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında iştiraklerin rayiç değeriyle değil, maliyet bedeliyle değerlendirilmesi istedi.

İMKB'deki şirketler 2010/3 dönemi net aktif değerlerini rayiç değerlerine göre açıkladılar. Rhea'nın farkı 165.000 liraya aldığı Envitec şirketinin rayiç değerinin değerlendirme raporuyla 56,1mn lira olarak belirlenmiş olması. Bu durumda şirketin net aktif değeri yıl sonundaki 4,6mn lira değerinden 59,4mn liraya ulaşıyor. Maliyet bedeliyle hesaplandığında ise mart sonu itibarıyla şirketin net aktif değeri 3,5mn lira seviyesinde.

	Net Aktif Değer (31 Mart 2010, TL)	Piyasa Değeri (8 Haziran 2010)	Prim / İskonto
Rayiç değer	59,465,424	53,550,000	-10%
Maliyet Bedeli	3,530,424	53,550,000	1417%

Sonuç ve değerlendirme

Yoğun bakımda olan bir şirketin kurtarılması ve rekabet açısından farklı bir kulvara geçmesinin hikayesini okudunuz.

Ancak yatırımcılar açısından daha temkinli olunması gereken bir dönem. Yeni ortaklık ve yeni yatırımlar şirket için belirsizlik yaratıyor. Ancak hedeflerin gerçekleşmesi durumunda bugün Rhea hissesine yapılacak yatırımın 5 yıl sonra yüksek bir getirisi olabilir.

Net aktif değerinde rayiç değer, maliyet bedeli ayrımı en kritik konu. Bizce değerlemelerin standart ve karşılaştırılabilir olması gerekir. Bu konuda İş Girişim'in uygulaması önemli. Şirket rayiç değeri kullanıyor ancak rayiç değerden kasıt maliyet bedelinin enflasyona göre ayarlanması.

Rhea Girişim'in rayiç bedel kullanıyorum diye bir kuruma değerlendirme yaptırmaması farklı bir durum. İş Girişim de bunu yapsaydı, çok daha yüksek rakamlara ulaşabilirdi, çünkü yatırımları Rhea'ya göre daha eski ve daha karlı.

Bu aşamada şirketin maliyet bedeliyle hesapladığı net aktif değeri 3,5mn lira, piyasa değeri 55,3mn lira. İş Girişim standardıyla hesaplanırsa Rhea Girişim net aktif değerine göre %1430 primli.

Hisse son 12 ayda %705, yılbaşından beri %432 yükselmiş durumda. Bu etkileyici yükselişten sonra, yatırımcıların satın aldıkları bütün pozitif gelişmelerin gerçekleşme durumlarını izlemelerini öneriyoruz.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Portföy Değeri / Hisse Fiyatı Karşılaştırması

	Ödenmiş Sermaye (TL)	Net Aktif Değeri	Pay Başına Net Aktif Değeri (TL)	Hisse fiyatı (TL)	Prim (İskonto) %
GSYO	6/8/2010	3/31/2010	3/31/2010	6/8/2010	
ISGSY	50,400,000	154,099,847	3.06	1.92	-37.20
VKFRS	9,000,000	59,465,424	6.61	5.95	-9.95

