

Rapor Tarihi :17/05/2018
Rapor No :YMM-2414-160/2018-Dİ.15

TRİO TEKNİK YAPI ANONİM ŞİRKETİ DEĞERLEME RAPORU

**IHY
BAĞIMSIZ DENETİM VE YMM A. Ş.
(Morison KSI Independent Member)**

İçindekiler

ÖZET	3
1. DEĞERLEMEYE KONU OLAN ŞİRKETE İLİŞKİN FİNANSAL ANALİZ	4
1.1. Özet Finansal Tablolar	4
1.2. Finansal Tablo Analizi	6
2. TRİO TEKNİK YAPI ARAZİ A.Ş.'NİN DEĞERLEMESİ	7
2.1. Değerlemeye İlişkin Genel Bilgiler	8
2.1.1. Değerleme Çalışmasının Amacı	8
2.1.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım ve Kısıtlamalar	8
2.1.3. Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi	9
2.2. Trio A.Ş.'nin Değerlemesi ve Sonuçları	10
2.2.1. Finansal Tahminler	10
2.2.2. Serbest Nakit Akımların Hesaplanması	12
2.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması	13
2.2.4. Özkaynak Değerinin Hesaplanması	14
3. SONUÇ	14



ÖZET

TRİO TEKNİK YAPI ANONİM ŞİRKETİ (Trio Yapı) 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla şirket değerinin tespit edilmesi bu raporun konusunu oluşturmaktadır. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla Trio Yapı'nın, indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre hesaplanan değerden yola çıkarak, değerini belirlemek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmada kullanılan varsayımlar ve çalışmanın sonuçları raporda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Değerleme çalışmasında kullanılan veriler ve tahminler Trio Yapı'nın yönetimi tarafından hazırlanarak tarafımızın incelemesine sunulmuştur. Dolayısıyla yöntemdeki geleceğe dönük varsayımlar şirket yönetimine aittir. Tarafımız varsayımların doğruluğunu ve gerçekleştirilebilirliğini araştırma yükümlülüğüne sahip değildir. Tarafımız varsayımların gerçekleşmemesinden dolayı sorumlu değildir. Çalışmamızın sonuçları ve doğruluğu yönetim tarafından verilen bilgilerin tamlığına ve doğruluğuna bağlıdır. Değerleme sırasında şirket yönetiminin tarafımıza sağladığı muhasebe ve şirket bilgilerine, açıklamalara, varsayımlara ve tahminlere bağlı kalınmış ve ayrıca şirketin bağımsız denetimden geçmiş (Birleşim Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.) 31 Aralık 2017 tarihli mali tabloları esas alınmıştır. Çalışmada kullanılan mali tablolar ve diğer bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Şirketin yönetimi tarafından sağlanan tahminlerin gerçekleştirilebilirliği konusunda tarafımızca bir görüş bildirilmemektedir.

Bu rapor tarafımızın yazılı onayı olmadan yasal kurumlar, düzenleyici otoriteler dışındaki üçüncü şahıslara ve kurumlara gösterilemez ve gösterilmesi durumunda hiçbir sorumluluk kabul edilmez. Onay verilmesi halinde, Trio Yapı Yönetimi, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahip olup bu durumda da raporun muhatabı Trio Yapı yönetimi olacaktır.

YMM, Hıdır ERDEM

IHY Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

IHY Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

Çayırözü Cad. Özce Center No : 3/6 İçerenköy - Ataşehir / İSTANBUL

Tel : +90 216 577 18 00 - 04 (Pbx)

Fax : +90 216 577 18 05

E-mail: info@ksiturkey.com

Web: www.ksiturkey.com

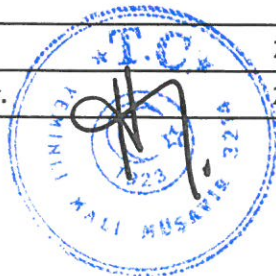
1. DEĞERLEMeye KOnU OLAN ŞİRKETE İLİŞKİN FİNANSAL ANALİZ

Bu bölümde Trio Yapı'ya ait finansal tabloların özeti sunulmuş ve ilgili özet tablolardan elde edilen finansal analiz sonuçları değerlendirilmiştir. Şirketin kayıtları ve finansal tabloları Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre hazırlanmaktadır. Değerleme çalışmasında ise şirket'in sunduğu bağımsız denetimden geçmiş (Birleşim Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş., 09.04.2018 tarihli raporu) Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanmış finansal tabloları dikkate alınmıştır.

1.1. Özet Finansal Tablolar

Trio Yapı tarafından sunulmuş olan 2015 - 2017 aralığındaki finansal tabloların özeti aşağıda yer almaktadır.

Bilanço (TL)			
31 Aralık İtibariyle			
	2015	2016	2017
Dönen Varlıklar			
Hazır Değerler	9.346	9.635	2.218
Ticari Alacaklar	2.007.270	465.520	3.274.495
Diğer Alacaklar	658.961	451	451
Diğer Dönen Varlıklar	219.028	212.187	188.393
Toplam Dönen Varlıklar	2.894.605	687.793	3.465.557
Duran Varlıklar			
Maddi Duran Varlıklar	5.262	6.518	11.892
Diğer Duran Varlıklar	841	841	23.146
Toplam Duran Varlıklar	6.103	7.359	35.038
Toplam Varlıklar	2.900.708	695.151	3.500.595
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar			26.178
Ticari Borçlar	399.916	98.724	550.445
Diğer Borçlar	1.991.224	112.158	9.589
Toplam Kısa Vadeli Yab. Kay.	2.391.140	210.882	586.212
Uzun Vadeli Yab. Kay.			
Diğer Borçlar	210.120	225.063	302.485
Toplam Uzun Vadeli Yab. Kay.	210.120	225.063	302.485



Özkaynaklar

Ödenmiş Sermaye	250.000	250.000	2.500.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar (-)	54.288	49.448	13.054
Dönem Net Karı/Zararı (-)	(4.840)	(40.242)	98.844
Toplam Özkaynaklar	299.448	259.206	2.611.898
Toplam Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar	2.900.708	695.151	3.500.595

Belirli bilanço kalemleri için yıllık bileşik büyüme oranları aşağıdaki gibidir:

- Dönen Varlıklar: 9,42 %
- Duran Varlıklar: 139,61 %
- Toplam Varlıklar: 9,85 %
- Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar: -50,49 %
- Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar: 19,98 %
- Özkaynaklar: 195,34 %

Şirketin dönen varlıklarının ortalama %95'ini ticari alacaklar, duran varlıkların ortalama %99'sını maddi duran varlıklar ve diğer dönen varlıklar oluşturmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynakların ortalama %94'ünü ticari borçlar oluşturmakta olup, uzun vadeli yabancı kaynakların %94 ü ortaklara borçlardan oluşmaktadır. Şirketin özkaynak kaleminin yıllık bileşik büyüme yüksek çıkmasının büyük oranda nedeni ise şirketin sermaye arttırımı yapmış olmasıdır.

Trio Yapı'ya ait özet gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Gelir Tablosu (TL)			
31 Aralık İtibariyle Biten Yıla İlişkin			
	2015	2016	2017
Hasılat - Kira Gelirleri	1.088.431	817.076	1.447.857
Satışların Maliyeti	(1.073.620)	(793.307)	(1.284.999)
Satılan Mamuller Maliyeti	(1.073.620)	(793.307)	(1.284.999)
Brüt Kar	14.811	23.769	162.858
Genel Yönetim Giderleri	(22.371)	(22.179)	(52.907)
Faaliyet Karı	(7.560)	1.590	109.951
Diğer Faaliyetlerden Ol. Gel. ve Kar	4.178	215	28.279
Diğer Faaliyetlerden Ol. Gid. ve Zarar	(492)	(42.505)	(15.733)
Finansman Giderleri	(130)	(35)	(119)



Olağan Kar/Zarar	(4.003)	(40.734)	122.378
Vergi Öncesi Kar/Zarar	(4.003)	(40.734)	122.378
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yük. Kar.	(837)	492	(23.534)
Net Kar	(4.840)	(40.242)	98.844

Belirli gelir tablosu kalemleri için yıllık bileşik büyüme oranları aşağıdaki gibidir:

- Net Satışlar: 15,34%
- Brüt Kar: 231,60%

Şirketin gelir tabloları ayrıntılı biçimde incelendiğinde net satışların ortalama %89'unu satışların maliyeti oluşturmakta, ortalama %4'ünü ise faaliyet giderleri oluşturmaktadır.

1.2. Finansal Tablo Analizi

2015-2017 dönemine ait finansal analiz şirketin finansal tablolarından yararlanılarak gerçekleştirilmiştir. Finansal tablo analizi kapsamında ele alınan oran analizi sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir.

	2015	2016	2017
Cari Oran	1,21	3,26	5,91
Asit-Test oranı	0,84	2,25	5,59
Dönen Varlıklar/Toplam Varlıklar	1,00	0,99	0,99
Toplam Borçlar/Toplam Özkaynaklar	8,69	1,68	0,34
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	0,90	0,63	0,25
KV Borçlar/Toplam Varlıklar	0,82	0,30	0,17
KV Borçlar/Toplam Borçlar	0,92	0,48	0,66
Ticari Alacak Devir Hızı	1,08	0,66	0,77
Ticari Borç Devir Hızı	5,37	3,18	3,96
Duran Varlık Devir Hızı	356,69	121,39	68,30
Brüt Kar Marjı	0,01	0,03	0,11
Faaliyet Karı Marjı	(0,01)	0,00	0,08
Net Kar Marjı	(0,00)	(0,05)	0,07
Varlıkların Getirisi	(0,00)	(0,02)	0,06
Özkaynakların Getirisi	(0,03)	(0,14)	0,07



- *Likidite Oranları:* Şirketin likidite durumu, kısa vadeli borçlarını tam ve zamanında dönen varlıkları ile karşılama gücü olarak ifade edilebilir. Bu şartlar altında da şirketlerin cari oranının 1.5 – 2.0 aralığında olması olağandır. Trio Yapı'nın 2017 cari oranı incelendiğinde çok yüksek gibi gözüken bir oran ile karşılaşılmasının sebebi şirketin sermaye artırımına gitmiş olması sebebiyle ödenen sermayenin henüz bir yatırımda kullanılmamış olmasıdır. Asit test oranı içinde aynı durum geçerlidir. Şirketin ortalama cari oranı 3.44, ortalama asit test oranı ise 2.90'dır. Yukarıda sayılanların dışında da kısa vadeli borçları karşılama açısından şirketin iyi durumda olduğu söylenebilir.
- *Mali Yapı Oranları:* Mali yapı oranları şirketlerin ana faaliyetlerini sürdürürken hangi kaynaklardan yararlandıklarını ve bu kaynak dağılımını ifade eder. Trio Yapı'nın son dönem mali yapısı incelendiğinde sermaye artırımının etkisiyle öz kaynaklarını yoğun kullanan bir şirket olduğu ve yeni yatırımlara kaynak oluşturmak amaçlı sermaye artırımına gidildiği de ifade edilebilir. Fakat 31.12.2017 itibarıyla şirket sermaye artırımından doğan likidite fazlası ile ilişkili taraf şirketleri finanse etmiştir.
- *Karlılık Oranları:* Şirketin karlılık oranları incelendiğinde ortalama brüt kar marjının %5 olduğu, ortalama faaliyet kar marjının ise %2 olduğu ifade edilebilir. Şirketin 2017 yılı özkaynak getirisi ise %7'dir. Şirketin özkaynak getirisi 2017 yılında oluşmuştur.

2. TRİO TEKNİK YAPI ARAZİ A.Ş.'NİN DEĞERLEMESİ

Bu bölümde Trio Yapı'ya ait değerleme çalışmasının amacı, değerlemeye ilişkin varsayımlar ve kısıtlamalar, değerleme yöntem(ler)inin seçimi, yöntem(ler)e ilişkin detaylı bilgiler ve elde edilen sonuçlar yer almaktadır.



2.1. Değerlemeye İlişkin Genel Bilgiler

2.1.1. Değerleme Çalışmasının Amacı

Bu değerlendirme çalışmasında bilinen ve genel kabul görmüş olan değerlendirme yöntemlerine göre ilgili şirketin özkaynak değerinin belirlenmesi hedeflenmiştir. Bir varlığın gerçeğe uygun piyasa değerinin varlığın bilgili ve istekli taraflar arasında muvazaasız bir işlemde el değiştirebileceği değer olduğu bilinen bir genel gerçektir. Bu nedenle, bu çalışma bir alış veya satış teklifi yapmaktansa karar vericilere faydalı bilgiler sunmayı amaçlamaktadır.

2.1.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım ve Kısıtlamalar

Bu çalışma şirket tarafından tespit edilen ve sunulan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Şirketin mevcut durumu ve geleceğe ilişkin beklentileri şirket yönetimi ile değerlendirilmiş, şirketin faaliyet gösterdiği ülke olan Türkiye'nin ekonomik performansına ilişkin beklentiler de dikkate alınmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biri olan indirgenmiş nakit akımı analizi tahmini finansal tablolara dayanmaktadır ve bu çalışmada da şirket yönetimi tarafından hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan yararlanılmıştır. Şirket tarafından sağlanan bilgiler veri olarak kabul edilmiş ve şirket faaliyetlerini de doğru bir biçimde yansıttıkları varsayılmıştır.

Bu çalışma sonucunda elde edilen değerlendirme sonuçları şirket yönetimine sunulmak üzere hazırlanmıştır. Bu nedenle ilgili sonuçların belirtilen amaç dışında kullanılması uygun olmayabilir. Bu duruma bağlı olarak da değerlendirme sonuçlarının üçüncü tarafların eline geçmesinden ve bu sonuçların bir yatırım kararında kullanılmasından dolayı tarafımız sorumluluk kabul etmemektedir.

Değerleme sonuçları piyasa değerini etkileyebilecek faktörler dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu faktörler arasında aşağıdakiler yer almaktadır:

- Şirketin geçmişi
- Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün ekonomik yapısı ve genel durumu
- Şirketin finansal yapısı ve defter değeri
- Şirketin kar yaratma kapasitesi
- Şirketin dönen ve duran varlıklarının oranları ve değerleri



Bu rapor şirket değeri üzerinde etkili olabilecek tüm faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak yine de değerlendirme çalışması aşağıdaki kısıtları içerir:

- Değerlenen varlıklar üzerinde yasal bir çalışma yapılmamıştır.
- Raporda kullanılan bilgilerin tümü şirket yönetiminden elde edilmiş ve doğru oldukları kabul edilmiş, üzerlerinde ayrıca bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Bu değerlendirme raporu bilinen değerlendirme yöntemlerinin uzman bilgisi ile kullanılması ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarındaki önemli değişikliklerin şirket değerini etkileyebileceği açıktır. Bu durumda, tarafımız yeni koşullar altında şirket değerinin yeniden hesaplanmasına ilişkin bir sorumluluk kabul etmez.

Bu değerlendirme çalışmasının hazırlanmasında şirketin faaliyetlerine ilişkin tüm yasal koşullara uyduğu varsayılmış ve bu hususta daha fazla bir araştırma veya inceleme yapılmamıştır.

2.1.3. Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi

Teoride ve pratikte kabul edilmiş birçok değerlendirme yöntemi vardır. Genel kabul görmüş bu yöntemler ve bunların bağlı olduğu üç ana yaklaşım aşağıda sıralanmıştır:

- Varlık Tabanlı Yaklaşım
 - Defter Değeri
 - Tasfiye Değeri
 - Net Aktif Değeri
- Piyasa Tabanlı Yaklaşım
 - Ulusal ve Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları ile Değerleme (Piyasa Çarpanları Yöntemi)
- Gelir Tabanlı Yaklaşım
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özkaynağa Serbest Nakit Akımları)
 - Kar Payı İndirgeme Yöntemi

Yukarıda belirtilen yöntemlere ek olarak başka yöntemler de sıralanabilir. Ancak, bunlar da diğerleri gibi yukarıda belirtilen yaklaşımların türevleri olacaklardır.



Tüm bu yaklaşımlar ve şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla içinde bulunduğu durum göz önünde bulundurulduğunda Trio Yapı'nın değerlemesi için "İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi" kullanılmıştır.

"İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)", şirketlerin değerlemesinde kullanılan en bilimsel yöntem olarak kabul edilir. İNA şirketin değerini gelecekte faaliyetlerin yaratacağı nakit akımlarını uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgeyerek hesaplar. Şirketin değerini tahmin etmek için "firmaya serbest nakit akımları" veya "özkaynaklara serbest nakit akımları" yöntemleri kullanılabilir. Firmaya serbest nakit akımları yönteminde firma değeri gelecekteki firmaya nakit akımlarını uygun bir iskonto oranı (ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) ile indirgeyerek hesaplanır. Daha sonra, özkaynak değeri, bulunan firma değerinden net finansal yükümlülüklerin çıkarılması ile bulunur. Özkaynaklara serbest nakit akımları yönteminde ise hissedarlar için değer (özkaynakların değeri), gelecekteki özkaynaklara nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı (özkaynak maliyeti) ile indirgenmesi ile doğrudan elde edilir.

2.2. Trio A.Ş.'nin Değerlemesi ve Sonuçları

Bu bölümde değerlendirme yönteminin işleyişi ve ilgili yöntemin uygulaması sonucu elde edilen sonuçlar yer almaktadır.

2.2.1. Finansal Tahminler

Bu bölümde, değerlemenin tahmini verileri ve varsayımlarını oluşturan unsurlar şirketin değerini etkileyebilecek faktörleri ortaya koymak amacıyla belirtilmiştir. Bu bağlamda, finansal tabloların gelecek beş yıla ait projeksiyonlarına ilişkin veriler ve varsayımlara aşağıda yer verilmiş, bu şekilde de şirketin beklenen gelişimi hakkında detaylı bilgi ve değerlendirme için öngörü sağlamak amaçlanmıştır.

Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır. Bu projeksiyonlar şirket yönetimi tarafından hazırlanmış olan 2018-2022 yıllarına ait bütçelere dayanmaktadır. Gelecek dönemlerin tahmin edilmesinde yalnızca bir senaryo dikkate alınmıştır.

▪ Net Satışların Tahmini:

Net satışların tahmininde şirketin geçmiş yıllardaki net satışlarının gelişimi ve net satışları oluşturan unsurlar dikkate alınmıştır. Şirketin net tutarların oransal açıdan



gelişimi incelenmiş ve şirketin hasılatının bileşik büyüme hızının %15,34 olduğu tespit edilmiştir. Şirket yönetimiyle yapılan görüşmelerde, satışlarda önümüzdeki 5 yıl büyümenin her yıl %15-20 oranında olduğu yönetim tarafından beyan edilmiştir. Bu sebeple satışları %15,34 oranında artırılmış, daha sonraki dönemlerde de aynı oranda büyüme öngörülmüştür.

Aşağıda şirketin net satışlarının gelişimine ait tablo yer almaktadır.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Satış Gelirleri (TL)	1.669.891	1.925.974	2.221.329	2.561.977	2.954.865
Büyüme Oranı (%)	15,34%	15,34%	15,34%	15,34%	15,34%

▪ Satışların Maliyetinin Tahmini:

Şirketin satışlarının maliyetinin tahmininde geçmiş yıllara ait finansal tablolardan yararlanılmıştır. Satışların maliyetinin tahmininde şirketin daha önceki dönemlere ait satışların maliyeti/net satışlar oranından yararlanılmıştır. Proje bazlı bir iş düzeni olduğundan 2017 deki oranlar dikkate alınmıştır. Şirketin net satışlarının %88,75'i satışların maliyetini oluşturmaktadır. Bu oransal dağılım çerçevesinde satışların maliyeti aşağıdaki gibi öngörülmüştür. Şirket yönetiminin de önümüzdeki 5 yıl ile ilgili ön görüşleri aynı yöndedir.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Satışların Maliyeti (TL)	1.482.058	1.709.336	1.971.469	2.273.800	2.622.495
Satışların Maliyeti/Net Satışlar (%)	88,75%	88,75%	88,75%	88,75%	88,75%

▪ Faaliyet Giderlerinin Tahmini:

Şirketin faaliyet giderlerini; genel yönetim giderleri oluşturmaktadır. Geçmiş yıllara ait gelir tabloları incelendiğinde şirketin net satışlarının ortalama %3,65'ini genel yönetim giderleri oluşturmaktadır. Bu kalemlerdeki 2018 - 2022 yıllarına ait varsayımlarda da ilgili oransal dağılımdan yararlanılmıştır. Aşağıda şirketin faaliyet giderlerinin tahmini gelişimine yer verilmiştir.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Genel Yönetim Gid. (TL)	61.020	68.855	77.697	87.673	98.930
Toplam Faaliyet Gid. (TL)	61.020	68.855	77.697	87.673	98.930
Faal. Gid. /Net Satışlar (%)	3,65%	3,52%	3,37%	3,20%	3,00%



2016 – 2020 dönemi tahmini gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Trio Teknik Yapı A.Ş. Tahmini Gelir Tabloları 31 Aralık itibarıyla biten yıla ilişkin (TL)					
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Net Satışlar	1.669.891	1.925.974	2.221.329	2.561.977	2.954.865
Satışların Maliyeti	1.482.058	1.709.336	1.971.469	2.273.800	2.622.495
Brüt Kar	187.833	216.638	249.860	288.177	332.369
Faaliyet Giderleri	61.020	68.855	77.697	87.673	98.930
Faiz Vergi Öncesi Kar/Zarar	126.812	147.782	172.163	200.504	233.439

■ Çalışma Sermayesi İhtiyacına Yönelik Tahminler

İlgili tahminlerin yapılabilmesi için öncelikle şirketin geçmiş mali tablolarından yararlanılmıştır. Şirket yetkilileri ile yapılan görüşmeler sonucunda şirketin ticari alacaklarının içinde ilişkili taraflardan olan diğer alacaklarında olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenden dolayı da çalışma sermayesi ihtiyacının tahmininde ticari alacaklar içinde ilişkili kişilerden olan alacaklar göz ardı edilmiştir. Şirket'in geçmiş dönem oranlarında olağan dışılık söz konusu olduğundan şirketin 2017 yılı referans olarak alınmış ve bu yıla ait alacak devir hızı 8 gün, ortalama ticari borç ödeme süresi 92 gün olarak tespit edilmiştir.

Yukarıdaki varsayımlar dahilinde, şirketin çalışma sermayesini oluşturan temel kalemler olan ticari alacaklar, iş ve personel avansları ve ticari borçlar aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir.

Çalışma Sermayesi (TL)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Alacaklar	62.697	36.156	41.701	48.095	55.471	63.978
İş ve Personel Avansları	188.393	305.348	352.175	406.182	468.471	540.313
Ticari Borçlar	550.445	372.056	429.112	494.918	570.815	658.351
Çalışma Sermayesi	-299.355	-30.552	-35.237	-40.640	-46.873	-54.061
Çalışma Sermayesindeki Değişim		268.803	-4.685	-5.404	-6.232	-7.188

2.2.2. Serbest Nakit Akımların Hesaplanması

Yukarıda açıklanan varsayımlar ve tahminlere göre serbest nakit akımlarının hesaplanması aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Firmaya Serb. Nak. Akm. Hesaplanması (TL)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK)	126.811	147.781	172.162	200.502	233.437
FVÖK x (1 - V)	98.913	115.269	134.286	156.392	182.081
Firmaya Serbest Nakit Akımları	(173.855)	120.099	139.857	162.816	189.491

2.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması

Firmaya serbest nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılması gereken iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplamak için özkaynak maliyeti ve borç maliyeti ayrı ayrı hesaplanır ve işletmenin finansal yapısındaki bu kaynakların ağırlıkları kullanılarak bu iki finansal kaynağın ağırlıklı ortalama maliyeti alınır. Borçlanma maliyeti şirketin Türk Lirası cinsinden ilave borçlanması halinde oluşacak maliyettir. Özkaynak maliyeti ise sermaye varlıkları fiyatlandırma modeline göre aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\text{Özkaynak Maliyeti} = \text{Risksiz Faiz Oranı} + \text{Beta} \times \text{Piyasa Risk Primi}$$

İskonto Oranı (TL bazlı)	
Risksiz Faiz Oranı (%)	13,84%
Kaldıraçlı Beta	1.24
Piyasa Risk Primi (%)	7,96%
Özkaynak Maliyeti (%)	23.71%
Borçlanma Maliyeti (%)	20.00%
Finansal Borçların Ağırlığı	19%
Özkaynakların Ağırlığı	81%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	22,18%

Risksiz faiz oranı 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla devlet tahvili ağırlıklı ortalama getirisidir. Beta katsayısı, gelişmekte olan ülkelerdeki ilgili sektörün ortalama kaldıraçlı betasıdır. (Kaynak: Damodaran – Levered and Unlevered Betas by Industry-Emerging) Şirketin borç/özkaynak oranının olağandışı olması nedeniyle beta hesaplamasında ve finansal kaldıraç hesaplamalarında sektör ortalamaları dikkate alınmıştır. Piyasa risk primi baz piyasa olarak kabul edilen ABD sermaye piyasasının tarihi ortalama getirisinin üzerine Türkiye ile ABD'nin kredi temerrüt takası farklarının bir buçuk katının ilave edilmesi ile hesaplanmıştır. Finansal borçlar ile özkaynakların ağırlıklarının dikkate alınması sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu Şirket için %22,18 olarak hesaplanmıştır.



2.2.4. Özkaynak Değerinin Hesaplanması

Yukarıda hesaplanmış olan serbest nakit akımları ile iskonto oranının kullanılması ve 2018-2022 projeksiyon döneminden sonraki sabit büyüme oranının %5 olarak kabul edilmesi ile firmaya serbest nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanmıştır. Bulunan değerden 31.12.2017 tarihi itibarıyla mali borçlar ve diğer borçlar çıkarılmış, hazır değer toplamı ve ilişkili taraflardan alacaklar eklenmiş ve şirketin özkaynak değerine ulaşılmıştır.

3. SONUÇ

Yapılan inceleme, değerlendirme ve hesaplamalar sonucunda şirketin özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirketin özkaynak değerinin hesaplamasına aşağıda yer verilmiştir.

	31-Ara-18	31-Ara-19	31-Ara-20	31-Ara-21	31-Ara-22	Nihai Değer
Firmaya Serbest Nakit Akımları	(169.890)	119.955	139.691	162.625	189.271	1.156.852
31-Ara-17						
Firma Değeri	3.157.927					
(-) Finansal Borçlar	36.012					
(+) Hazır Değerler	2.218					
(+) 2018 Sermaye Artırımı	500.000					
Özkaynak Değeri	3.624.378					

Şirketin 31.12.2017 tarihi itibarıyla özkaynak değeri **3.624.378 TL**'dir.





İSTANBUL YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLER ODASI
(CHAMBER OF SWORN-IN CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS OF ISTANBUL)

Tarih: 25 Mayıs 2018

Sayı: 2018-22814

İLGİLİ MAKAMA;

Yeminli Mali Müşavir **Hıdır ERDEM** Odamız çalışanlar listesine **2414** oda sicil no ile kayıtlı olup, mesleki faaliyette bulunmaktadır.

Bilgileri rica olunur.



Vehbi KARABIYIK
Başkan



Not :Faaliyet belgesinin geçerlilik süresi 3 aydır, fotokopi ile çoğaltılamaz