

**RAL YAPI MÜHENDİSLİK
ANONİM ŞİRKETİ**

ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

11.09.2019

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
1. RAPORUN AMACI	3
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER	3
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR	3
4. YETKİNLİK BEYANI	4
5. SORUMLULUK BEYANI	5
6. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	5
7. FİNANSAL TABLOLAR	6
8. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	8
8.1 Defter Değeri Yöntemi	8
8.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi	10
9. SONUÇ	12

 INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, Ral Yatırım Holding A.Ş. ile Invest AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Invest AZ") arasında 25.06.2019 tarihinde imzalanmış olan değerleme sözleşmesi kapsamında Ral Yapı Mühendislik Anonim Şirketi'nin ("Ral Yapı" veya "Şirket") pazar değerini tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hakim ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.


INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Invest AZ'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirketin hakim ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

4. YETKİNLİK BEYANI

Ral Yapı'nın güncel şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 11.09.2019 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'da geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,
- Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştiren,

niteliklere sahip olduğumuzu,

raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını,

beyan ederiz.



INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlıklı F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

6. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, 12 Ağustos 1997 yılında Ankara'da "Atmaca İnşaat Taahhüt Turizm Otomotiv Emlak Komisyonculuk Sanayi ve Ticaret A.Ş." adıyla kurulmuş olup, 25 Aralık 2007 tarihinde esas sözleşmede, amaç ve konu başlıklı maddelerde yaptığı değişikliklerle Ral Yapı Mühendislik İnşaat ve Turizm Emlak Gıda Sanayi ve Ticaret Limited Şirket olarak faaliyete devam etmiştir.

Şirket'in Ankara 23.Noterliği'nin 25 Haziran 2018 tarih ve 16901 sayılı yevmiye numarası ile onaylanan ana sözleşmesi 02 Temmuz 2018 tarihinde tescil edilmiş olup 04 Temmuz 2018 tarihli 9613 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG)'nde ilan edilmiştir. Tescil edilen ana sözleşmeye göre Şirket'in ünvanı Ral Yapı Mühendislik Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.

Şirket, Yurtiçinde ve yurtdışında mühendislik çalışmaları yapmak ve yaptırmak Resmi ve özel kurum ve kuruluşların ihalelerine girmek, yurtiçi ve yurtdışında resmi ve özel her türlü inşaat taahhüdünde bulunmaktadır.

Ral Yapı'nın mevcut durum itibariyle ortaklık yapısı aşağıdaki şekildedir.

Şirketin Ortaklık Yapısı		
Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Rıza KANDEMİR	12.500.000	50,00
Ahmet ZORLU	12.500.000	50,00
Toplam	25.000.000	100,00

31 Aralık 2018 tarihi itibariyle Şirket'in sermayesi her biri 25 TL kıymetinde 400.000 adet paya ayrılmış 10.000.000 TL dir.

Şirket, 20 Mayıs 2019 tarihli Genel Kurul Kararı ile sermayesini beheri 25,00 TL değerinde 1.000.000 adet paya ayrılmış toplam 25.000.000 TL'ye yükseltirken, önceki sermayeyi teşkil eden 10.000.000 TL ve kalan 15.000.000 TL'nin tamamının 25.06.2019 tarihinde ödenmiş olduğu ve ödenmemiş sermayesinin bulunmadığı bağımsız denetim raporunda belirtilmiştir.

İNVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ral Yapı, 2018 yılsonu itibariyle Ral Academia Eğitim Kurumları A.Ş.'ye %33'lük pay oranı ile iştirak etmektedir. Ral Academia Eğitim Kurumları A.Ş. 2018 yılında kurulmuştur. Şirket eğitim alanında faaliyet göstermektedir.

Ral Yapı'nın 2017 yıl sonunda %90 oranında bağlı ortaklığı olan Hera Teknik Yapı'nın, 2018 yılı sonunda herhangi bir ortaklığı kalmamıştır. Hera Teknik Yapı A.Ş. 2012 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu, inşaat konusu ile ilgili yol, köprü, baraj, yer altı ve yer üstü inşaat işleri yapmak, kat karşılığı özel bina inşaatı yapmak, Resmi ve Özel Kurum ve Kuruluşların ihalelerine girmek, alınan ihaleleri devretmek, temsilcilikler açmak, temsilcilikler vermek konusu ile ilgili her türlü inşaat malzemelerinin ve aksesuarlarının alımını satımını imalini yapmak, dağıtımını ve pazarlamasını yapmak, inşaatla ilgili elektrik, sıhhi ve doğalgaz tesisatlarını yapmaktır.

Şirket'in 2018 sonu itibariyle %100 bağlı ortaklığı konumunda bulunan Ral Bau GmbH de, 2016 yılında Almanya'da kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu, yurtdışında özel ve kamu inşaat projeleri yapmaktır.

7. FİNANSAL TABLOLAR

FİNANSAL DURUM TABLOSU (Bilanço)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
(TL)	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
Dönen Varlıklar	37.465.327	46.150.170	18.596.677
Nakit ve Benzerleri	65.696	951.603	48.048
Ticari Alacaklar	4.435.539	2.379.464	2.282.240
Diğer Alacaklar	15.493.660	6.787.897	9.740.737
Devam Eden İnşaat Söz. Alacaklar	0	14.745.855	974.432
Stoklar	12.932.347	12.060.765	3.355.032
Peşin Ödenen Giderler	4.538.085	5.480.129	1.957.087
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	0	1.483.793	0
Diğer Dönen Varlıklar	0	2.260.664	239.101
Duran Varlıklar	22.390.677	36.398.748	20.287.051
Diğer Alacaklar	7.836.037	178.904	0
İştirakler, İş Ort. ve Bağlı Ort. Yatırımlar	1.566.234	7.080.250	4.830.250
Maddi Duran Varlıklar	10.467.859	12.314.183	9.459.751
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.088.179	3.745.507	2.669.301
Peşin Ödenen Giderler	14.571	73.275	2.833.027
Ertelenmiş Vergi Varlığı	417.797	13.006.629	494.722
Aktif Toplamı	59.856.004	82.548.918	38.883.728
Kısa Vadeli Yüküml.	34.152.012	42.584.194	17.819.822
Finansal Borçlar	6.923.213	8.264.656	3.108.079

Diğer Finansal Yükümlülükler	221.317	278.311	40.089
Ticari Borçlar	22.855.285	27.108.060	11.948.692
Diğer Borçlar	3.599.831	4.683.473	1.653.123
Kısa Vadeli Karşılıklar	40.553	10.524	21.601
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	511.813	2.239.170	1.048.238
Uzun Vad. Yüküml.	12.068.267	28.699.629	14.398.441
Finansal Borçlar	558.543	3.745.875	376.502
Ticari Borçlar	11.050.909	0	1.450.000
Diğer Borçlar	0	11.075.264	11.784.800
Uzun vadeli karşılıklar	208.020	183.046	99.399
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	250.795	13.498.192	253.784
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	197.252	433.956
Özkaynaklar	13.635.725	11.265.095	6.665.465
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	7.500.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	1.276.523	-834.535	1.139.320
Dönem Net Kar/Zararı	2.399.312	2.111.058	-1.973.855
Diğer Özsermaye Kalemleri	-40.110	-11.428	0
Pasif Toplamı	59.856.004	82.548.918	38.883.728

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
	01.01-31.12.2018	01.01-31.12.2017	01.01-31.12.2016
Net Satışlar	118.595.138	66.147.353	3.239.136
Satışların Maliyeti	-116.962.456	-62.456.778	-2.930.049
Brüt Kâr/Zarar	1.632.682	3.690.575	309.087
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri	-321.032	-858.968	-2.164.992
Esas Faal. Diğer Gelirler	3.452.853	1.666.721	2.931.414
Esas Faal. Diğer Giderler	-2.199.166	-1.119.007	-3.040.275
Faaliyet Kârı/Zararı	2.565.337	3.379.321	-1.964.766
Faaliyet Kar Marjı	2,2%	5,1%	-60,7%
Finansal Gelirler	66.339	130.647	261.712
Finansal Giderler	-783.354	-617.052	-511.739
Sürdürülen Faaliyet Karı/Zararı	1.848.322	2.892.916	-2.214.793
Sür. Faal. Vergi Geliri /Gideri	550.991	-781.859	240.938
Net Dönem Kârı/Zararı	2.399.313	2.111.057	-1.973.855
Dönem Kâr/(Zarar) Dağılımı			
Azımlık Payı	0	0	0

Ana Ortaklık Payları	2.399.313	2.111.057	-1.973.855
Pay Başına kazanç/kayıp	0,24	0,21	-0,26

8. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre pazar değeri; bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Temel değerlendirme yaklaşımları;

- Pazar (Piyasa) Yaklaşımı,
- Gelir Yaklaşımı ve
- Maliyet (Aktif) Yaklaşımı

olup, Ral Yatırım'ın değerin belirlenmesi amacıyla maliyet (aktif) yaklaşımlarından değerlendirme yöntemleri olarak Defter Değeri yöntemi ve Pazar (Piyasa) yaklaşımlarından Piyasa Çarpanları Analizi ile Değerleme yöntemleri incelenmiştir.

8.1. Defter Değeri Yöntemi

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Aktif Toplamı – Borç Toplamı

Şirketin 31.12.2018 dönemi itibarıyla özkaynakları 13.635.725 TL olup, pay başına defter değeri 1,3636 TL'ye denk gelmektedir.

Şirketten alınan bilgiler ve 2018 finansallarının da yer aldığı bağımsız denetim raporunda yer aldığı üzere Ral Yapı, 2019 yılında sermaye artırımına giderek mevcut sermayesini 10.000.000 TL'den 25.000.000 TL'ye yükseltmiştir. Bu kapsamda Şirketin içerisine dahil olan 15.000.000 TL nakit tutarı yansıtması açısından Özkaynak kaleminde düzeltme yapılmıştır.

Ayrıca Ral Yapı, içerisinde mevcut bulunan varlıkları için Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.'den değerlendirme hizmeti almış olup, bize iletilen raporlar doğrultusunda, Şirketin defter değeri olarak 24.536.811 TL tutarında görünen varlıklarının toplam ekspertiz değerinin 36.502.375 TL olduğu görülmüştür. Bu kapsamda defter değeri ile mevcut Pazar değerini gösteren ekspertiz değerleri arasındaki fark da özkaynak kalemine önümüzdeki dönemde yansıtılacaktır. Bunu göz önüne alarak düzeltilmiş defter değeri hesaplamasında, bu arada yer alan fark olan 11.965.564 TL tutar da hesaplamalara katılmıştır.

Maliyet yaklaşımlarından defter değerini değerlemelerde kullanmak, kimi zaman içerisinde tarihi maliyetler bulunmasından dolayı ve güncel piyasa değerini tam yansıtmaya kapasitesinin düşük olmasından ötürü pek tercih edilmese de, incelediğimiz bu durumda, Ral Yapı'nın maddi duran varlıklarının büyük bir kısmı için değerlendirme yaptırmış olması ve güncel ekspertiz değerlerinin bilinmesinden dolayı, mevcut durumda hesaplamalara katılması uygun bulunmuştur.

Düzeltilmiş Defter Değeri (TL)	
Defter Değeri (2018/12)	13.635.725
Sermaye Artırımı	15.000.000
Varlık Değerleme Artışı	11.965.564
Düzeltilmiş Defter Değeri	40.601.289

Kaynak: Ral Yapı

Varlık değerleme artışında, şirketin exper raporuyla belirlenen varlık değerleri ile defter değerlerinin karşılaştırması aşağıdaki tabloda verilmiştir.

SAHİBİ	CİNSİ	DEFTER DEĞERİ	EXPER DEĞERİ
RAL YAPI	ARSA	55.898,16	34.605,00
RAL YAPI	ARSA		2.770,00
RAL YAPI	İŞYERİ	682.162,98	1.250.000,00
RAL YAPI	İŞYERİ	529.835,31	950.000,00
RAL YAPI	İŞYERİ	529.835,31	700.000,00
RAL YAPI	İŞYERİ	529.835,31	600.000,00
RAL YAPI	ARSA	163.200,00	450.000,00
RAL YAPI	DAİRE	1.420.217,85	1.175.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.760,85	585.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	625.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	650.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	670.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.760,85	585.000,00
RAL YAPI	DAİRE	1.396.578,45	1.175.000,00
RAL YAPI	DAİRE	532.407,41	610.000,00
RAL YAPI	DAİRE	532.407,41	650.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	650.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	625.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	650.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	685.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	650.000,00
RAL YAPI	DAİRE	532.407,41	685.000,00
RAL YAPI	DAİRE	742.787,71	610.000,00
RAL YAPI	DAİRE	532.407,41	720.000,00
RAL YAPI	DAİRE	1.250.000,00	1.200.000,00
RAL YAPI	DAİRE	500.000,00	575.000,00
RAL YAPI	DAİRE	500.000,00	575.000,00
RAL YAPI	İŞ YERİ	1.765.024,32	11.200.000,00
RAL YAPI	İŞYERİ	700.000,00	1.650.000,00
RAL YAPI	İŞYERİ	750.000,00	1.850.000,00
RAL YAPI	KANAL KAZIYICI (EKSİKAVATÖR)	313.631,39	275.000,00
RAL YAPI	KANAL KAZIYICI (EKSİKAVATÖR)	332.863,98	250.000,00

RAL YAPI	KANAL KAZIYICI (EKSKAVATÖR)	332.863,98	250.000,00
RAL YAPI	KAZIYICI YÜKLEYİCİ	184.916,24	200.000,00
RAL YAPI	KAZIYICI YÜKLEYİCİ	84.015,37	175.000,00
RAL YAPI	KAZIYICI YÜKLEYİCİ	183.379,96	155.000,00
RAL YAPI	KULE VİNÇ	485.212,66	450.000,00
RAL YAPI	KULE VİNÇ	529.389,12	450.000,00
RAL YAPI	KULE VİNÇ	353.854,34	400.000,00
RAL YAPI	KULE VİNÇ	398.731,14	425.000,00
RAL YAPI	KAMYON	42.372,88	85.000,00
RAL YAPI	BİNEK ARAÇ	49.263,89	95.000,00
RAL YAPI	BİNEK ARAÇ	126.586,87	100.000,00
RAL YAPI	BİNEK ARAÇ	137.948,60	140.000,00
RAL YAPI	BİNEK ARAÇ	123.448,60	140.000,00
RAL YAPI	TİCARİ ARAÇ	64.830,51	85.000,00
RAL YAPI	TRAKTÖR	23.906,22	25.000,00
RAL YAPI	YARI AÇIK RAMÖRK	29.631,01	15.000,00
Toplam		24.536.811,20	36.502.375,00

Kaynak: Ral Yapı

8.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi yöntemi, değerlemesi yapılan şirkete ait finansal verilerden hareketle aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsalarda işlem gören benzer nitelikteki şirketlerin çarpanlarından hareketle yapılan değer tespit çalışmasıdır. Uygulamada birebir benzer nitelikte şirket olmaması halinde içerisinde bulunduğu endeks ile birlikte genel endeks çarpanlarından da hareket edilmektedir.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken, Ral Yapı'nın sektörel olarak benzeri olabilecek, Borsalarda işlem gören ve genel olarak gelişmekte olan ülke piyasalarında işlem gören şirketlerinin çarpanlarını kullanma konusu irdelenmiş, bu konu ile ilgili olarak Bloomberg veri terminalinden alınan bilgilerle seçilen şirketler değerlemede kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yönteminde uygulanmak üzere Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK), Fiyat Kazanç Oranı (F/K) ve Firma Değeri / Net Satışlar (FD/Satışlar) çarpanları incelenmiş olup, tüm bu çarpanlardan çıkan sonuçlara eşit ağırlık verilerek hedef piyasa değeri hesaplaması yapılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizinde, yurtdışı benzer şirketlerin, 10.09.2019 tarihinde Bloomberg veri terminalinden elde edilen verilerinden yararlanılırken, Şirketin 2017 ve 2018 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerinin ortalamaları hesaplamalarda kullanılmıştır.

Çarpan Yöntemi	Piyasa Değerinin Hesaplanması
FD/FVAÖK	FD/FVAÖK Çarpanı * FVAÖK – Net Borç
F/K	F/K Çarpanı * Net Kar

FD/Satışlar	FD/Satışlar Çarpanı * Net Satışlar – Net Borç
-------------	---

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerlerini elde etmek için çarpanlarda kullanılacak Şirket verileri olarak 2017 ve 2018 yılı dönemine ilişkin net satışlar, FVAÖK, net kar verilerinin ortalamaları alınmış, net borç verisi olarak da bağımsız denetimden geçmiş son yıl olan 2018 yılı verisi dikkate alınmıştır.

FVAÖK Hesabı (TL)	2018	2017
Esas Faaliyet Karı	2.565.337	3.379.321
Amortisman ve İtfa Gideri	1.589.264	1.859.211
FVAÖK	4.154.601	5.238.532

Net Borç Hesabı (TL)	2018
A. Nakit ve Nakit Benzerleri	65.696
B. Toplam Kısa Vadeli Finansal Borçlar	7.144.530
C. Toplam Uzun Vadeli Finansal Borçlar	558.543
Net Borç (B+C-A)	7.637.377

Kullanılan Finansallar (TL)	
	2017-2018 Ortalama
FVAÖK	4.696.567
Net Kar	2.255.185
Net Satışlar	92.371.246
Net Borç (2018/12)	7.637.377

Çarpan Analizi Yurtdışı						
Bloomberg Kodu	Şirket İsmi	Ülke	Piy. Değ.			
			mn \$	FD/FVAÖK	F/K	FD/Satışlar
AHLU IN Equity	AHLUWALIA CONTRACTS LTD	Hindistan	285	8,80	17,49	1,16
ARTC UH Equity	ARABTEC HOLDING CO PJSC	BAE	723	8,51	13,46	0,32
MRKIT ET Equity	AS MERKO EHITUS	Estonya	180	9,80	9,48	0,41
CAPACITE IN Equity	CAPACITE INFRAPROJECTS LTD	Hindistan	199	5,92	14,96	0,88
9933 TT Equity	CTCI CORP	Tayvan	1.068	10,01	20,86	0,55
DEK PW Equity	DEKPOL SA	Polonya	57	11,74	7,24	0,59
LMS VN Equity	LILAMA 18 JSC	Vietnam	10	7,36	10,97	0,49
LUZN IT Equity	LUZON GROUP	İsrail	24	9,02	3,06	1,14
VC7 VN Equity	NO7 VIETNAM CONSTRUCTION JSC	Vietnam	7	14,46	8,93	0,88
NCNIT ET Equity	NORDECON AS	Estonya	35	9,12	9,49	0,21
PESONA MK Equity	PESONA METRO HOLDINGS	Malezya	36	4,96	13,03	0,43

SCGB MK Equity	SUNWAY CONSTRUCTION GROUP BH	Malezya	616	12,34	18,74	0,60
SYNTEC TB Equity	SYNTEC CONSTRUCTION PCL	Tayland	117	5,38	9,70	0,65
076080 KS Equity	WELCRON HANTEC CO LTD	Güney Kore	34	5,37	3,11	0,25
WEGE D Equity	WIJAYA KARYA BANGUNAN GEDUNG	Endonezya	229	5,64	7,24	0,10
Ortalama			241	8,56	11,18	0,58

Kaynak: Bloomberg

Hesaplamalarda, Bloomberg veri terminalinden alınan 15 yurtdışı benzer şirketin FD/ FVAÖK, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının, sırasıyla 8,56x, 11,18x ve 0,58x olan aritmetik ortalamaları kullanılmıştır. Her üç çarpan ortalamalarından çıkan hedef değerlere eşit ağırlık verilmiştir.

Ral Yapı'nın piyasa değeri hesaplanırken, çarpanlara göre aşağıdaki tabloda gösterilen hesaplamalar yapılarak şirket değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Hedef Değer		
	Hedef Değerler (TL)	Ağırlık
FD/FVAÖK	32.578.745	33%
F/K	25.221.042	33%
FD/Satışlar	45.811.366	33%
Hedef Değer (TL)	34.537.051	
Sermaye (TL)	25.000.000	
Hedef Fiyat (TL)	1,3815	

Şirket'in piyasa çarpanlarına göre hedef piyasa değeri hesaplamasında FD/FVAÖK çarpanı ile yapılan hesaplama sonucunda 32.578.745 TL, F/K çarpanı ile yapılan hesaplama sonucunda 25.221.042 TL ve FD/Satışlar çarpanı ile yapılan hesaplama sonucunda da 45.811.366 TL hedef piyasa değerine ulaşılmaktadır. Bulunan bu hedef piyasa değerlerine eşit ağırlık verilerek hesaplanan 34.537.051 TL piyasa değeri, 25.000.000 sermayeye bölündüğü zaman hedef fiyat olarak 1,3815 TL değeri ortaya çıkmaktadır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

Hedef piyasa değeri hesabında kullanılan 2017 ve 2018 yılı finansallarının, olağanüstü bir durumdan etkilenip etkilenmediği incelenmiş olup, şirketin beklenen büyüme trendi içerisinde olduğu, ve bu performansı önümüzdeki dönemde de sürdürmesinin beklendiği bilgisi şirket yönetimi tarafından iletilmiştir.

9. SONUÇ

Ral Yapı'nın şirket değeri hesaplanırken; bağımsız denetimden geçmiş ve Şirket tarafından bizimle paylaşılmış finansal tablolar üzerinden hesaplamalar yapılmış ve Defter Değeri ile Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri incelenmiştir.

Şirket'in defter değerinin, özellikle elindeki duran varlıkların, yapılan değerlendirme çalışmaları sonucunda piyasa değeri üzerinden finansallar içerisinde yer alması sebebiyle, piyasa değerini temsil etme konusunda başarılı olduğu düşünüldüğünden hesaplamalara dahil ederken, diğer

yandan faaliyetlerden elde edilen nakit akışını iyi temsil ettiği varsayılan FD/FVAÖK çarpanı, karlılığı konusunda iyi bir gösterge olan F/K çarpanı ve satış performansını yansıtan FD/Satışlar çarpanlarının ortalamalarından hesaplanan değer de şirketin gerçek değerini yansıtmada başarılı olduğu kanaatine varılmıştır. İncelenen iki yönteme de eşit ağırlık verilerek hedef piyasa değeri hesaplaması gerçekleştirilmiştir.

Ral Yapı Hisseler İçin Hedef Fiyat		
	Hisse Başına Hedef Değer	Ağırlık
Düzeltilmiş Defter Değeri	40.601.289	50%
Çarpan Analizi	34.537.051	50%
Hedef Değer (TL)	37.569.170	
Sermaye (TL)	25.000.000	
Hedef Fiyat (TL)	1,5028	

Bu doğrultuda Ral Yapı'nın ağırlıklandırılmış şirket değeri 37.569.170 TL olarak hesaplanmış olup, Şirketin son durumda 25.000.000 TL tutarındaki sermayesi çerçevesinde pay başına şirket değeri 1,5028 TL olarak bulunmuştur.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

Bununla birlikte farklı değerlendirme yöntemleri ve varsayımlar çerçevesinde farklı değerlere ulaşılması da ayrıca mümkündür.

11.09.2019

İNVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.