

Tarihi :20/06/2018

Rapor No :YMM-2414-168/2018-Dİ.19

HERA 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. HERA TEKNİK YAPI A.Ş.'NİN DEĞERLEMESİ	8
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	10
2.2. Hera Teknik A.Ş.'nin Değerlemesi ve Sonuçları	11
2.2.1. Finansal Tahminler	11
2.2.2. Serbest Nakit Akımların Hesaplanması	13
2.2.3. İskonto Oranının Hesaplanması	13
2.2.4. Özkaynak Değerinin Hesaplanması	14
3. SONUÇ	15



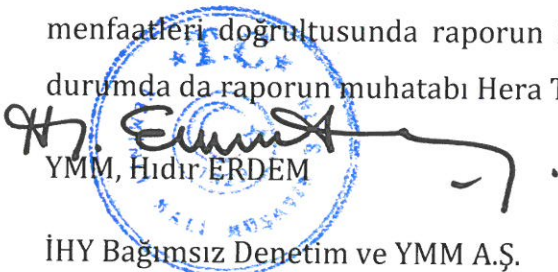
ÖZET

HERA TEKNİK TEKNİK YAPI ANONİM ŞİRKETİ (Hera Teknik 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 Hera Teknik Yapı'nın 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla değerini, indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre hesaplanan değerden yola çıkarak belirlemek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmada kullanılan varsayımlar ve çalışmanın sonuçları raporda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Değerleme çalışmasında kullanılan veriler ve tahminler Hera Teknik 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, Hera Teknik Yapı Yönetimi, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahip olup bu durumda da raporun muhatabı Hera Teknik Yapı yönetimi olacaktır.


YMM, Hıdır ERDEM
İHY Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

1. DEĞERLEMESİNE KONU OLAN ŞİRKETE İLİŞKİN FİNANSAL ANALİZ

Bu bölümde Hera Teknik 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., 11.06.2018 tarihli raporu) Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanmış finansal tabloları dikkate alınmıştır.

1.1. Özet Finansal Tablolar

Hera Teknik Yapı tarafından sunulmuş olan 2015 - 2017 aralığında ki finansal tabloların özeti aşağıda yer almaktadır.

Bilanço (TL)			
31 Aralık İtibariyle			
	2015	2016	2017
Dönen Varlıklar			
Hazır Değerler	24.350	48.847	24.127
Ticari Alacaklar	2.010.300	8.834.473	6.023.940
Diğer Alacaklar	4.192.814	2.893.677	5.127.736
Stoklar	12.522.605	13.048.110	5.332.864
Devam Eden İnşaat, Taahhüt ve Sözleşmelerden Alacaklar	25.409.459	3.408.386	-
Peşin Ödenmiş Giderler	3.031.953	3.896.849	975.179
Diğer Dönen Varlıklar	6.250.764	2.098.763	6.636
Toplam Dönen Varlıklar	53.442.245	34.229.105	17.490.482
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar		124.076	11.026.319
Maddi Duran Varlıklar	844.382	807.028	760.360
Peşin Ödenmiş Giderler	2.000	6.185	4.208
Diğer Duran Varlıklar			
Toplam Duran Varlıklar	846.382	937.289	11.790.887
Toplam Varlıklar	54.288.627	35.166.394	29.281.369
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar		80.813	23.632
Ticari Borçlar	44.471.023	11.216.356	13.068.274
Diğer Borçlar	5.011.146	7.483.707	512.299
Toplam Kısa Vadeli Yab. Kay.	49.482.169	18.780.876	13.604.205



Uzun Vadeli Yab. Kay.

Mali Borçlar			
Ticari Borçlar			
Diğer Borçlar	1.162.419	8.897.563	5.997.033
Diğer Uzun Vadeli Yab. Kay.	724.946	533.749	29.680

Toplam Uzun Vadeli Yab. Kay.**1.887.364 9.431.313 6.026.713****Özkaynaklar**

Ödenmiş Sermaye	50.000	5.000.000	7.500.000
Sermaye Yedekleri			
Kar Yedekleri			
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar (-)	7.558	2.867.459	1.954.290
Dönem Net Karı/Zararı (-)	2.861.535	(913.254)	196.161

Toplam Özkaynaklar**2.919.093 6.954.205 9.650.451****Toplam Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar****54.288.627 35.166.394 29.281.369**

Belirli bilanço kalemleri için yıllık bileşik büyüme oranları aşağıdaki gibidir:

- Dönen Varlıklar: -42,79 %
- Duran Varlıklar: 273,24 %
- Toplam Varlıklar: -26,56%
- Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar: -47,57 %
- Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar: 78,70 %
- Özkaynaklar: 81,82 %

Şirketin dönen varlıklarının ortalama %64'ünü ticari ve diğer alacaklar, %30'unu stoklar, duran varlıkların ortalama %94'ünü diğer alacaklar oluşturmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynakların ortalama %96'sını ticari borçlar oluşturmakta olup, uzun vadeli yabancı kaynakların %99'unu diğer borçlar oluşturmaktadır. Şirketin özkaynak kaleminin yıllık bileşik büyüme yüksek çıkmasının büyük oranda nedeni ise şirketin sermaye arttırımı yapmış olmasıdır.

Hera Teknik Yapı'ya ait özet gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.



Gelir Tablosu (TL)			
31 Aralık İtibariyle Biten Yıla İlişkin			
	2015	2016	2017
Hasılat - Kira Gelirleri	70.787.578	37.667.291	15.295.813
Satışların Maliyeti	(68.992.711)	(36.700.126)	(14.717.114)
Brüt Kar	1.794.866	967.165	578.699
Genel Yönetim Giderleri	(22.290)	(60.088)	(104.788)
Faaliyet Karı	1.772.577	907.077	473.910
Diğer Faaliyetlerden Ol. Gel. ve Kar	1.886.367	170.550	94.180
Diğer Faaliyetlerden Ol. Gid. ve Zarar	(74.990)	(2.196.785)	(280.281)
Finansman Giderleri	2.527	16.964	3.810
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3.586.481	(1.102.194)	291.620
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yük. Kar.	(724.945)	188.940	(95.459)
Net Kar	2.861.535	(913.254)	196.161

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

- Net Satışlar: -53,52%
- Brüt Kar: -43,22%

Şirketin büyüme oranlarının negatif çıkmasının sebebi, yıllara sâri inşaat işlerinin tamamlama yüzdesine göre yıllara dağıtılması ve 2017 yılı içinde yıllara sari işlerin tamamlanmasıdır.

Şirketin gelir tabloları ayrıntılı biçimde incelendiğinde net satışların ortalama %97'sini satışların maliyeti oluşturmakta, ortalama %0,69'unu 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	1,08	1,82	1,29
Asit-Test oranı	0,64	0,81	0,82
Dönen Varlıklar/Toplam Varlıklar	0,98	0,97	0,60
Toplam Borçlar/Toplam Özkaynaklar	17,60	4,06	2,03
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	0,95	0,80	0,67
KV Borçlar/Toplam Varlıklar	0,91	0,53	0,46
KV Borçlar/Toplam Borçlar	0,96	0,67	0,69
Ticari Alacak Devir Hızı	70,42	6,95	2,06
Stok Devir Hızı	11,02	2,87	1,60
Ticari Borç Devir Hızı	3,67	1,34	0,58
Duran Varlık Devir Hızı	167,27	42,24	2,40
Brüt Kar Marjı	0,03	0,03	0,04
Faaliyet Karı Marjı	0,03	0,02	0,03
Net Kar Marjı	0,04	(0,02)	0,01
Varlıkların Getirisi	0,13	(0,03)	0,01
Özkaynakların Getirisi	1,96	(0,18)	0,02

- *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. Hera Teknik Yapı'nın 2017 cari oranı incelendiğinde istenilen oranın biraz altında olsa da kısa vadeli alacaklarını karşılayabildiği gözükmemektedir. Asit test oranı içinde aynı durum geçerlidir. Şirketin ortalama cari oranı 1,44, ortalama asit test oranı ise 0,76'dir. Yukarıda sayılanların dışında da kısa vadeli borçları karşılama açısından şirketin durumunu ortalama oranlara taşımak için çalışmalar yapması yerinde olacaktır .
- *Mali Yapı Oranları:* Mali yapı oranları şirketlerin ana faaliyetlerini sürdürürken hangi kaynaklardan yararlandıklarını ve bu kaynak dağılımını ifade eder. Hera Teknik Yapı'nın son dönem mali yapısı incelendiğinde sermaye artırımına ihtiyaç duyduğu ve projelere kaynak oluşturmak amaçlı sermaye artırımına gidildiği de ifade edilebilir. Fakat bu durumun özellikle son dönemde ilişki taraflardan olan yüksek tutarlardaki uzun vadeli alacaklardan kaynaklandığı söylenebilir.
- *Karlılık Oranları:* Şirketin karlılık oranları incelendiğinde ortalama brüt kar marjının %3,78 olduğu, ortalama faaliyet kar marjının ise %3,10 olduğu ifade edilebilir. Şirketin 2017 yılı özkaynak getirisi ise %2'dir. Şirketin özkaynak getirisi 2017 yılında oluşmuştur.



2. HERA TEKNİK YAPI A.Ş.'NİN DEĞERLEMESİ

Bu bölümde Hera Teknik 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 değerleme çalışmasında bilinen ve genel kabul görmüş olan değerleme 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 değerleme 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 değerleme sonuçları şirket yönetimine sunulmak üzere hazırlanmıştır. Bu nedenle ilgili sonuçların belirtilen amaç dışında kullanılması uygun olmayabilir. Bu duruma bağlı olarak da değerleme 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.

Bununla birlikte şirketin faaliyetlerini devam ettirmesinde önemli bir yere sahip olan ve çeşitli devlet ihalelerinde ortalama 100.000.000 TL (yüzmilyon Türk lirası) değerinde ve üst yapı sınıfında tüm işlere teklif verebilme imkanı sağlayan "İş Deneyim Belgesi" ne sahiptir. Şirket yönetiminin beyanına göre beyanına göre belgenin detayı aşağıdaki gibidir.

26.04.2018 tarih ile 2014/77504-1061528-1-1 sayılı İŞ DENEYİM BELGESİ (Alt Yüklenici-İş Bitirme) belgesine sahip (Uşak Merkez Kentsel Yenileme Projesi 1. Etap 1051 Adet Konut, 126 Adet Dükkan, 1'er Adet 750 Kişilik Cami, 24 Derslikli İlköğretim Okulu ve Sağlık Ocağı İnşaatları İle Altyapı ve Çevre Düzenlemesi İş) Konutlar tünel kalıp, cami ve ilköğretim okulu konvansiyonel kalıp sistemi ile betonarme karkas inşaat (Alt Yüklenici tarafından yapılan işin yapı kullanma izin belgesine esas toplam yapı inşaat alanı: 96.647,00 m² dir)



2.1.3. Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi

Teoride ve pratikte kabul edilmiş birçok değerleme 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 olacaktır.

Tüm bu yaklaşımlar ve şirketin değerleme tarihi itibarıyla içinde bulunduğu durum göz önünde bulundurulduğunda Hera Teknik 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. Hera Teknik 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. Gelecek dönemle ilgili hali hazırda imzalanmış bir projenin olmadığı şirket yetkilileriyle olan görüşmede belirtilmiştir.

▪ Net Satışların Tahmini:

Net satışların tahmininde şirketin geçmiş yıllardaki net satışlarının gelişimi ve net satışları oluşturan unsurlar dikkate alınmıştır. Şirketin net tutarlarını oransal açıdan gelişimi incelenmiş ve şirketin yıllara sari inşaat işlerinin tamamlanma yüzdesine göre yıllara yayılması sebebiyle şirketin hasılatının bileşik büyüme hızının tahminler için sağlıklı bir veri oluşturmayacağı tespit edilmiştir. Şirket yönetimiyle yapılan görüşmelerde satışlardaki önümüzdeki 5 yıl büyümenin her yıl %20 oranında olduğu yönetim tarafından beyan edilmiştir. Bu sebeple satışları %20 oranında artırılmış, daha sonraki dönemlerde de aynı oranda büyüme öngörülmüştür. Gelir-gider tahmininde son 3 yılın ortalaması esas alınmıştır.

Aşağıda şirketin net satışlarının gelişimine ait tablo yer almaktadır.

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Satış Gelirleri (TL)	49.500.273	59.400.327	71.280.393	85.536.471	102.643.765
Büyüme Oranı (%)	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%



▪ 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 son 3 seneyi kapsayan projedeki oranlar dikkate alınmıştır. Şirketin net satışlarının %97,04'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)	48.033.976	57.640.771	69.168.925	83.002.710	99.603.252
Satışların Maliyeti/Net Satışlar (%)	97,04%	97,04%	97,04%	97,04%	97,04%

▪ 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)	74.866	84.479	95.326	107.566	121.378
Toplam Faaliyet Gid. (TL)	74.866	84.479	95.326	107.566	121.378
Faal. Gid. /Net Satışlar (%)	0,15%	0,14%	0,13%	0,13%	0,12%

2016 – 2020 dönemi tahmini gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Hera Teknik Teknik Yapı A.Ş. Tahmini Gelir Tabloları					
31 Aralık itibarıyla biten yıla ilişkin (TL)					
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Net Satışlar	49.500.273	59.400.327	71.280.393	85.536.471	102.643.765
Satışların Maliyeti	48.033.976	57.640.771	69.168.925	83.002.710	99.603.252
Faaliyet Giderleri	74.866	84.479	95.326	107.566	121.378
Faiz Vergi Öncesi Kar/Zarar	1.391.430	1.675.077	2.016.141	2.426.195	2.919.135



▪ 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 olağandışılık söz konusu olduğundan şirketin verdiği alıcı-satıcı vade bilgisi referans alınmış ve ait alacak devir hızı 42gün, ortalama ticari borç ödeme süresi 109 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	6.023.940	5.657.060	6.788.472	8.146.166	9.775.400	11.730.480
Stoklar	5.332.864	12.832.833	15.399.400	18.479.280	22.175.136	26.610.163
Diğer Alacaklar	5.134.371	2.371.537	2.371.537	2.371.537	2.371.537	2.371.537
Ticari Borçlar	13.580.573	16.568.824	17.963.153	21.555.784	25.866.941	31.040.329
Çalışma Sermayesi	2.910.602	4.292.606	6.596.256	7.441.199	8.455.132	9.671.851
Çalışma Sermayesindeki Değişim		1.382.004	2.303.649	844.944	1.013.932	1.216.719

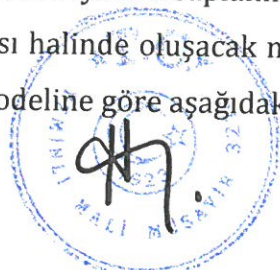
2.2.2. Serbest Nakit Akımların Hesaplanması

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)	1.391.430	1.675.077	2.016.141	2.426.195	2.919.135
FVÖK x (1 - V)	1.085.316	1.306.560	1.572.590	1.892.432	2.276.925
Firmaya Serbest Nakit Akımları	(296.689)	(997.089)	727.646	878.499	1.060.207

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 hesaplanır. 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 (%)	17,00%
Finansal Borçların Ağırlığı	67%
Özkaynakların Ağırlığı	33%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,70%

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 piyasası 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 %15,70 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 %7 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	(296.689)	(997.089)	727.646	878.499	1.060.207	13.032.486
Firma Değeri	12.895.902					
(-) Finansal Borçlar	23.632					
(+) Hazır Değerler	24.127					
Özkaynak Değeri	12.896.397					

Şirketin 31.12.2017 tarihi itibarıyla özkaynak değeri **12.896.397 TL**'dir.





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

Tarih: 25 Mayıs 2018

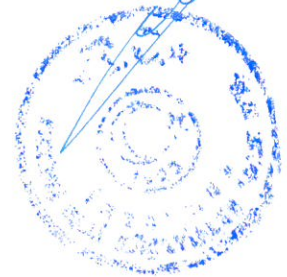
Sayı: 2018-22828

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