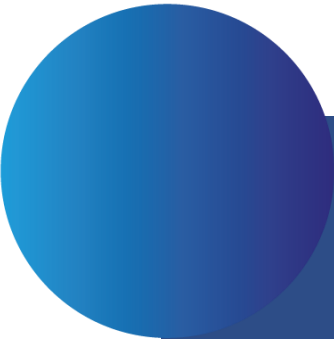


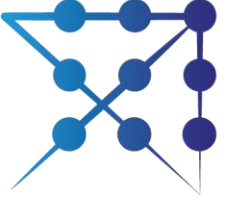


ŞİRKET DEĞERLEMESİ

BÜLENT GÖRER, YMM

İSTANBUL YMM ODASI, 09.04.2025





Programın Amacı

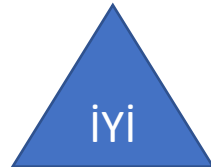
- Meslektaşlarıma değerleme hakkında bilgi vermek
- Değerleme konusunda Uluslararası Standartları anlatmak
- Şirket Satın Almalarında hangi yöntemlerin etkili ve
- SPK açısından neler önemli bilgi vermek
- Örneklerle pekiştirmek

İŞLETME FİNANSMANI

Finans - Değişim

Finansal Planlama

Finansal Mühendislik



İŞLETME FİNANSMANI



Finans - Yaklaşımı

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	Vergi Dairesine Mali Tablo Sunmak	Finansal Planlama Yapmak
Araçlar	Bilanço Gelir Tablosu	Bütçe Nakit Akış Tablosu Analizler Borç / Alacak Tabloları Kar Dağıtım Tablosu Bilanço ve Gelir Tablosu

MALİ TABLO
OKUYUCUSUNA
- BİLGİ VERMEK
- GÜVENCE
VERMEK

DEĞER ? - FİYAT ?

Değer

- Değer kavramı farklı ekonomi düşüncelerine göre farklı tanımlara sahiptir. Neoklasik ekonomi teorilerine göre bir şeyin değeri açık ve rekabetçi bir pazarda getireceği fiyattır. Bir çok neoklasik ekonomik teori pazarın fiyat ile değeri eşit kabul eder. Klasik ekonomiye göre ise bir şeyin değeri kullanımı / tüketiminin sağladığı faydadan gelir. Fiyat ile aynı şey değildir.
- En temel anlamda değer, kullanıcı / tüketicinin ürün veya hizmetten sağlayacağını düşündüğü faydadır. Tek ve mutlak bir değer yoktur.
- Genel kabul gören Uluslararası Standartlar'a ("UDS") göre değer gerçek bir veri olmayıp mal veya hizmetin alıcı veya satıcıları tarafından sonuçlandırılması muhtemel fiyattır.
- UDS'ye göre Pazar Değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

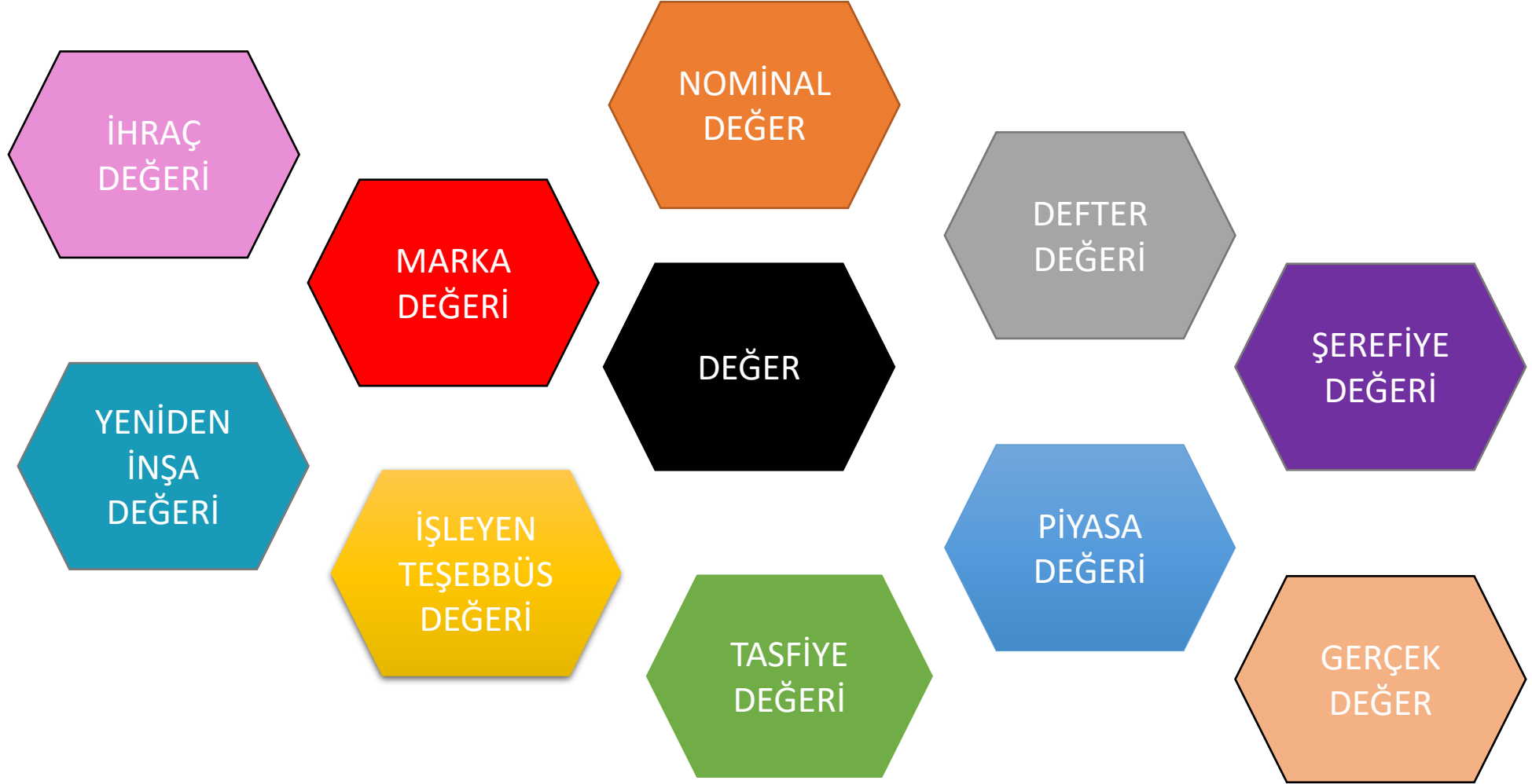
Fiyat

- Fiyat bir mal için istenen, teklif edilen veya ödenen meblağdır. Fiyat tarihsel bir gerçek niteliğine kavuşur.
- Fiyat, bir alıcı ve satıcının bir nesneyi almak-satmakta mutabık kaldıkları, arz ile talebin kesiştiği değerdir.
- Satıcı bittiği değerün üstünde bir fiyattan satmak, alıcı ise bittiği değerün altında bir fiyattan almak ister.
- Yoğun işlem gören ve rekabetçi piyasalarda oluşan fiyatlar, "Pazar Değeri" olarak adlandırılır.

“Price is what you pay, value is what you get – Fiyat ödediğin, değer aldığın”
(Warren Buffet, Amerikalı girişimci / yatırımcı)

“There is no such thing as absolute value in this world. You can only estimate what a thing is worth to you – Bu dünyada mutlak değer yoktur. Bir nesnenin sizin için ne kadar değerli olduğunu sadece tahmin edebilirsiniz.”
(Charles Dudley Warner, Amerikan yazar)

DEĞER ? - FİYAT ?



DEĞERLEME YAKLAŞIMI

AKTİFLER	PASİFLER
NAKİT	TİCARİ BORÇ
STOK + ALACAK	MALİ BORÇ
BİNA+ARSA+MAKİNE	ÖZSERMAYE

MUHASEBE BAKIŞ AÇISI

AKTİFLER	PASİFLER
MEVCUT YATIRIM VE OPERASYONLAR	MALİ BORÇLAR
PLANLANAN YATIRIM VE OPERASYONLAR	ÖZSERMAYE

FİRMA DEĞERİ

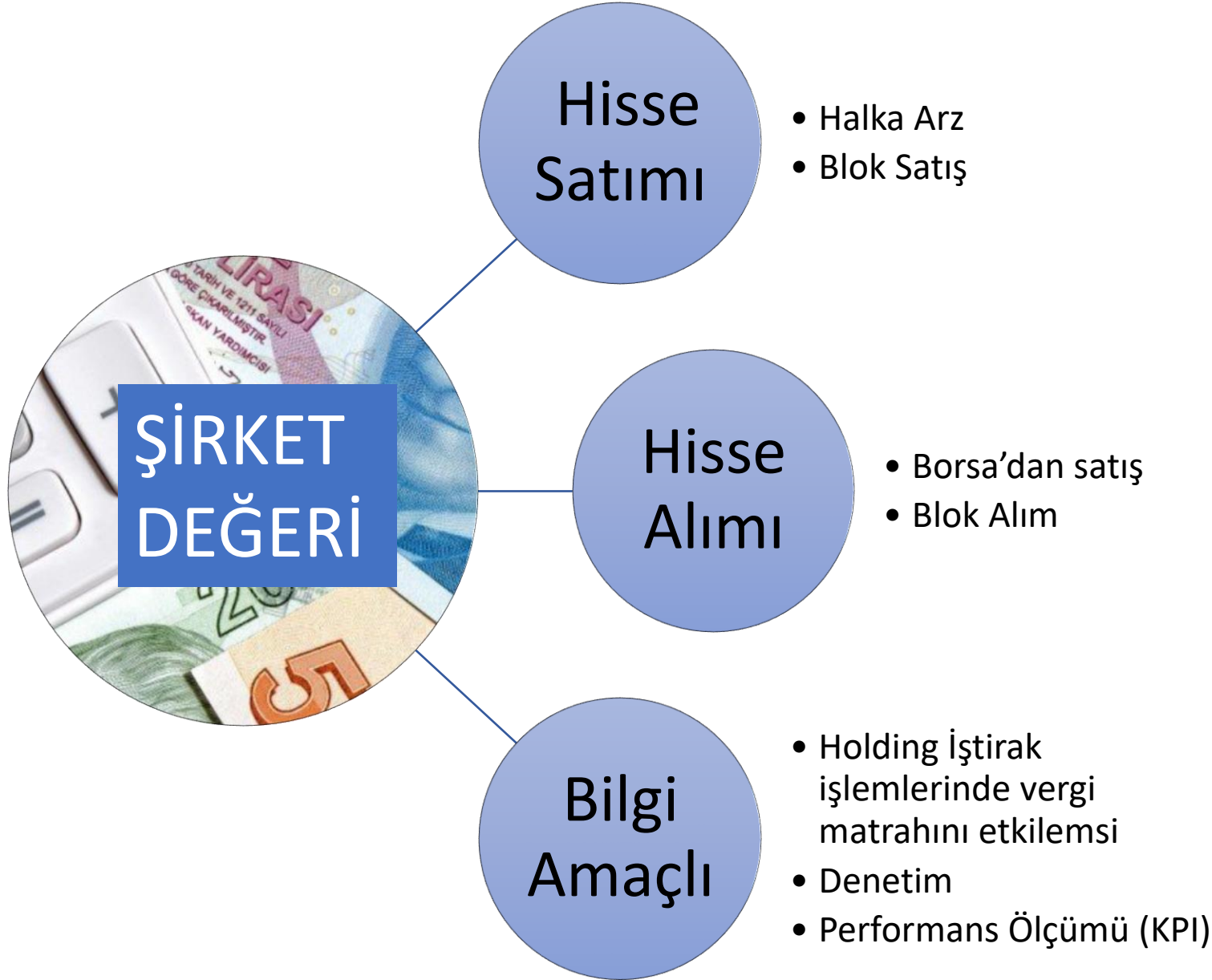
ÖZSERMAYE DEĞERİ

FİNAN BAKIŞ AÇISI

DEĞERLEME YAKLAŞIMI

TL	A FİRMASI	%	B FİRMASI	%
SATIŞ HASILATI	769.826.000	% 100	692.843.000	% 100
SATIŞLARIN MALİYETİ	(520.970.000)	% 68	(443.987.000)	% 64
BRÜT KAR	248.856.000	% 32	248.856.000	% 36

ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN AMACI



ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN ÖNEMİ

Finansal Kararlar

İçsel

Dışsal

Yatırımcı ve Paydaş

Mali Yapı
Düzenlenmesi

Yeni Yatırımlar için
Finansman

Kredi Kullanımında
Rehin/İpotek

Özelleştirme

Denetim

Yönetim

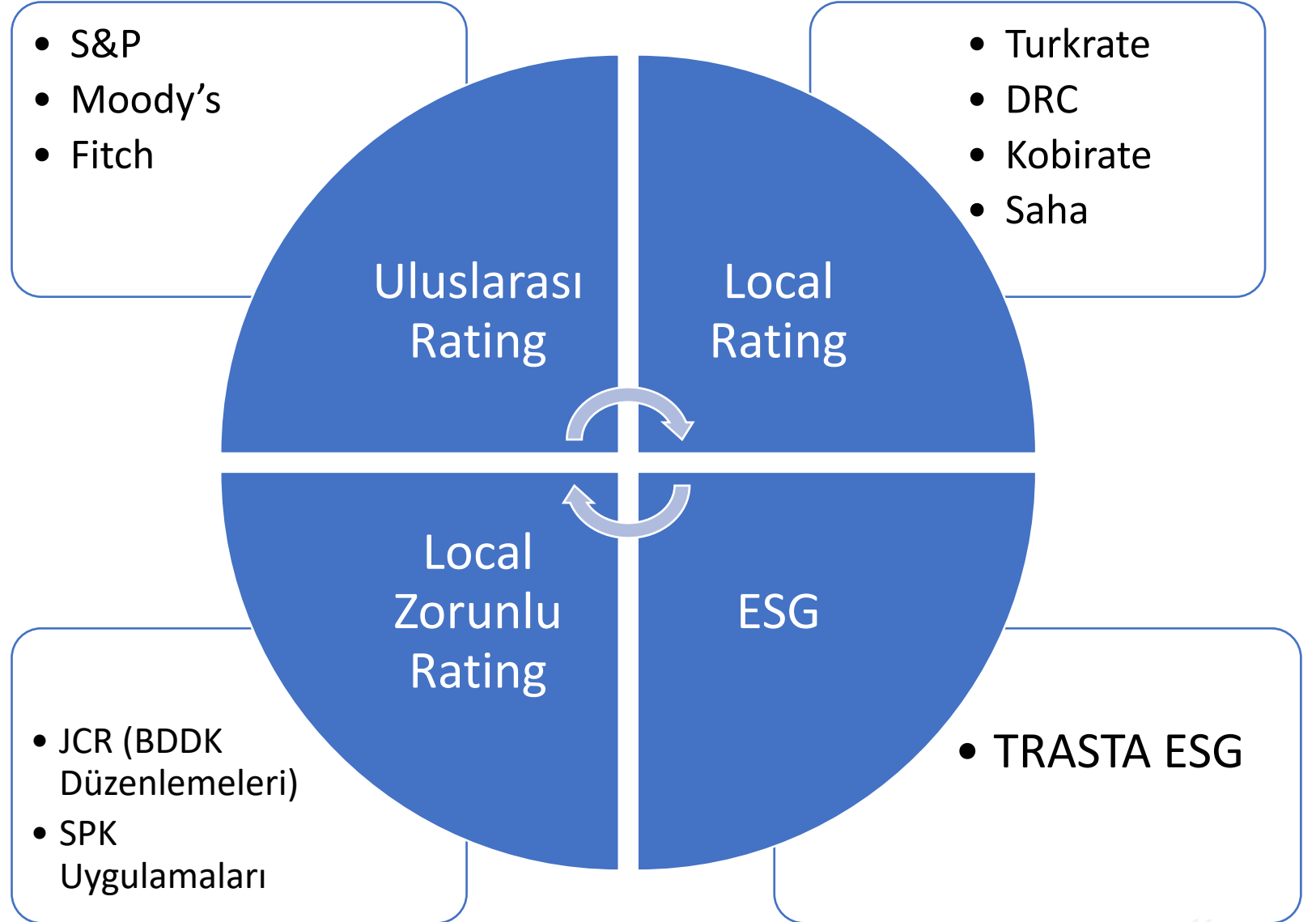
Hisse Satışı / Alışı
(M&A)

Halka Arz

Birleşme-Devralma

DEĞERLEME DE RATING ÖNEMLİ Mİ?

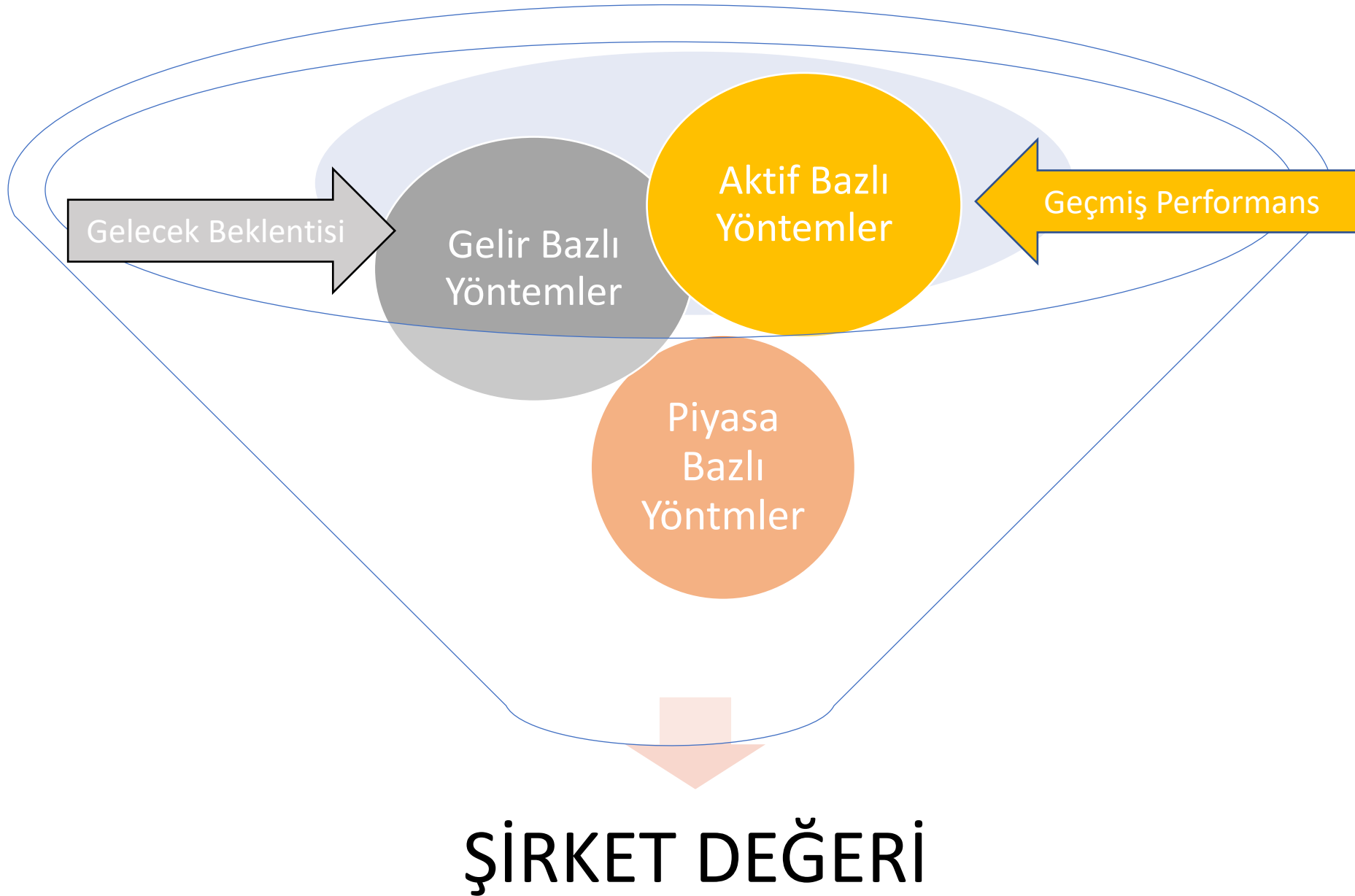
- ✓ KURUMSALLIK GÖSTERGESİ
- ✓ 3.TARAF VERİSİ
- ✓ GÖSTERGE OLMASI
- ✓ TEYİT VERMESİ
- ✓ RİSK GÖSTERGESİ



ŞİRKET DEĞERLEMESİ - YÖNTEMLER

- 1) İndirgenmiş nakit akım
- 2) Net aktif değeri
- 3) Net defter değeri
- 4) Tasfiye değeri
- 5) Yeniden yapma değeri yöntemi
- 6) İşleyen teşebbüs değeri
- 7) Emsal değeri
- 8) Ekspertiz değeri yöntemi
- 9) Amortize edilmiş yenileme değeri
- 10) Temettü verimi yöntemi
- 11) Fiyat/ kazanç oranı yöntemi
- 12) Fiyat / nakit akım yöntemi
- 13) Piyasa kapitalizasyon yöntemi
- 14) Defter değeri yöntemi
- 15) Menkul varlık fiyatlandırma yöntemi
- 16) Arbitraj yöntemi
- 17).....

ŞİRKET DEĞERLEMESİ - YÖNTEMLER



ŞİRKET DEĞERLEMESİ - YÖNTEMLER

Gelir Bazlı Yöntemler (Income-based Approaches)

Bu yöntemler, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışlarını bugünkü değere indirger:

1- İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF – Discounted Cash Flow)

- En çok kullanılan uluslararası değerlendirme yöntemidir.
- Tahmini serbest nakit akışları (Free Cash Flows) esas alınır.
- İskonto oranı: WACC (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)
- Terminal değer hesaplaması (Gordon Growth Model veya Çıkış Çarpanı yöntemi)

2-Kapitalizasyon Yöntemi (Capitalization of Earnings)

- İNA'ya benzer ama sabit büyüme varsayımıyla çalışır.
- Genellikle küçük ve sabit gelirli işletmeler için kullanılır.

ŞİRKET DEĞERLEMESİ - YÖNTEMLER

Piyasa Bazlı Yöntemler (Market-based Approaches)

Bu yöntemler, benzer şirketlerin piyasa verilerine göre değerlendirme yapar:

1- Karşılaştırılabilir Şirket Analizi (Comparable Company Analysis - CCA)

- Aynı sektördeki halka açık şirketlerin çarpanları ile karşılaştırılır. (BIST Çarpanları)
- Kullanılan çarpanlar:
 - P/E (Fiyat/Kazanç)
 - EV/EBITDA (Esas Faaliyet Karı)
 - EV/Sales (Satış)
 - P/BV (Piyasa Değeri / Defter Değeri)

2- Karşılaştırılabilir İşlem Analizi (Precedent Transactions)

- Benzer şirketlerin daha önceki satın alma/fusion işlemlerinde oluşan değerler esas alınır. (Bloomberg Terminali)
- Özellikle M&A işlemlerinde sıkça kullanılır.

ŞİRKET DEĞERLEMESİ - YÖNTEMLER

Varlık Bazlı Yöntemler (Asset-based Approaches)

Bu yöntemler, şirketin varlıklarının net değeri üzerinden değerlendirme yapar:

1- Net Aktif Değeri (Net Asset Value - NAV)

- Bilançodaki varlıklar güncel piyasa değeriyle yeniden değerlendirilir.
- Borçlar düşülerek net aktif değeri bulunur.

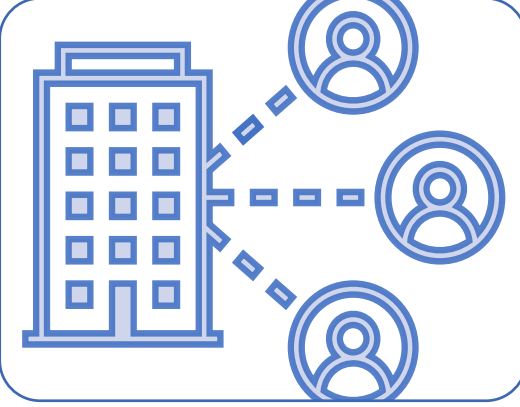
2- Tasfiye Değeri (Liquidation Value)

Şirketin faaliyetlerini sona erdirip tüm varlıklarını elden çıkarması durumunda oluşacak değer.

3- Yeniden İnşa Etme Maliyeti (Replacement Cost Method)

Şirketin bugünkü şartlarda aynen yeniden kurulma maliyeti esas alınır.

DEĞERLEMEDE HANGİ BELGELER?



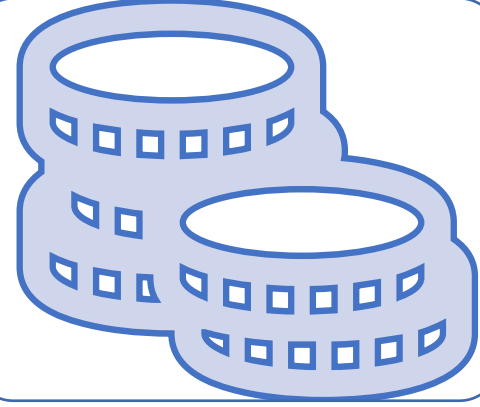
İÇŞEL BİLGİLER

- BİLANÇO
- GELİR TABLOSU
- NAKİT AKIŞ TABLOSU
- YAŞLANDIRMA TABLOLARI
- MÜŞTERİ SÖZLEŞMELERİ
- TEDARİKÇİ SÖZLEŞMELERİ
- MARKA PATENTLER VE HAKLAR



SEKTÖR BİLGİLERİ

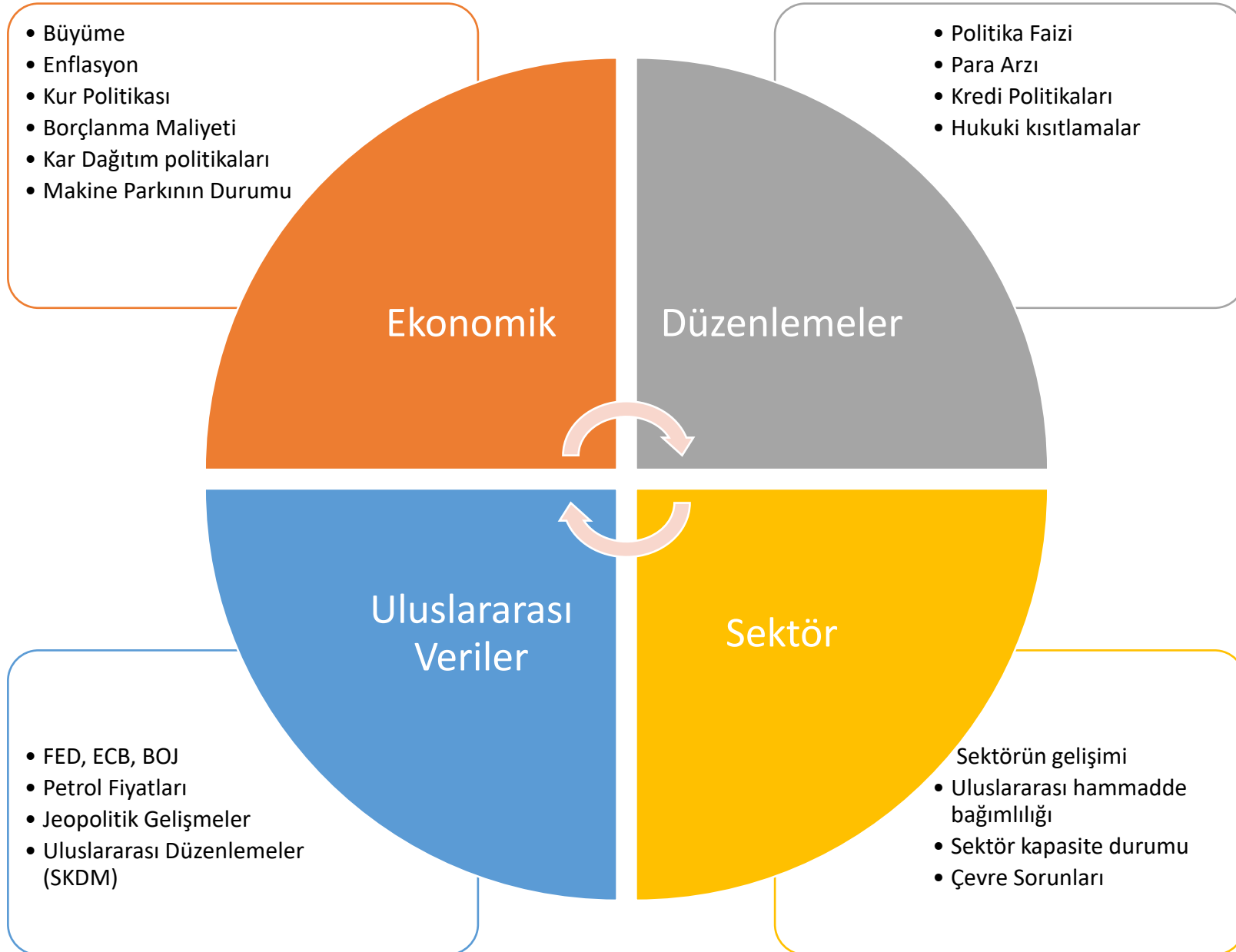
- SEKTÖR ANALİZ RAPORU
- MARKA ANALİZ RAPORLARI
- MARKA DEĞER ARAŞTIRMASI
- PROJEKSİYONLAR
- YATIRIM İKLİM ENDEKS VE RAPORLARI



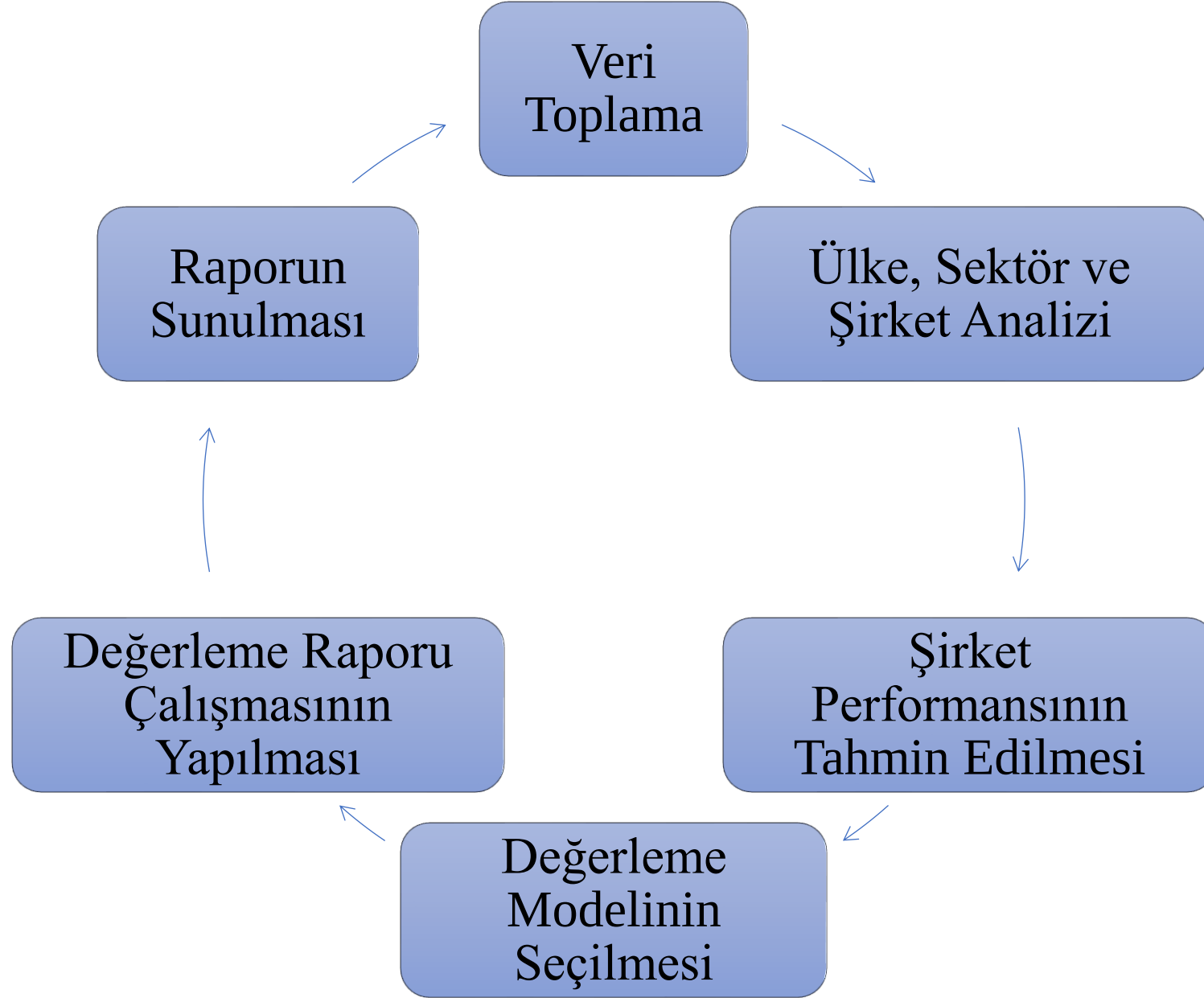
ANALİZLER

- NAKİT BÜTÇESİ
- YATIRIM BÜTÇESİ
- SERMAYE BÜTÇESİ
- 5-10 YILLIK PROJEKSİYONLAR
- STRES SENARYOLARI
- SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK TSRS RİSK VE FIRSATLARI

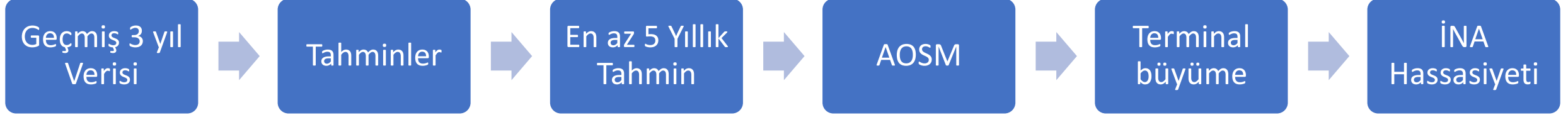
ŞİRKET DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER



DEĞERLEME SÜRECİ



DEĞERLEME – İNA



2021	2022	2023		2024	2025	2026	2027	2028
152.000	258.000	403.000	Gelirler	616.000	972.000	1.461.000	2.400.000	4.000.000
	70%	56%	<i>Büyüme Oranı</i>	53%	58%	50%	64%	67%
112.632	188.856	293.384	Maliyet	444.136	690.120	1.028.544	1.668.000	2.760.000
74,1%	73,2%	72,8%	<i>Maliyet/Gelir</i>	72,1%	71,0%	70,4%	69,5%	69,0%
39.368	69.144	109.616	Brüt Kar	171.864	281.880	432.456	732.000	1.240.000
25,9%	26,8%	27,2%	<i>Brüt Kar Marjı</i>	27,9%	29,0%	29,6%	30,5%	31,0%

		%
Mali Borç	52	
Özkaynak	48	
Aktif Toplamı	100	

Örnek :

- Özkaynak oranı (E/V): %48
- Borç oranı (D/V): %52
- Özkaynak maliyeti (R_e): %40
- Borç maliyeti (R_d): %55
- Vergi oranı (T): %25

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T) \right)$$

$$\begin{aligned} AOSM &= (0,48 \times 0,40) + (0,52 \times (0,55 \times (1 - 0,25))) \\ &= 0,192 + 0,2145 = 0,4065 \\ &= \% 40,65 \end{aligned}$$

İNA-AOSM-TBO HASSASIYET ANALİZİ

İNA Analizi Hassasiyet Çalışması

		Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - Firma Değeri (Bin USD)				
		%12,84	%13,09	%13,34	%13,59	%13,84
Terminal Büyüme Oranı	%0,50	92.817	90.533	88.342	86.239	84.221
	%0,75	93.954	91.608	89.359	87.203	85.134
	%1,00	95.139	92.727	90.418	88.205	86.083
	%1,25	96.375	93.894	91.520	89.247	87.069
	%1,50	97.666	95.111	92.669	90.332	88.095

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

SPK BAKIŞ AÇISI

YÖNTEM	%
TASFİYE DEĞERİ	% 33
İNA DEĞERİ	% 33
ÇARPAN DEĞERİ	% 33

YÖNTEM	%
TASFİYE DEĞERİ	-
İNA DEĞERİ	% 50
ÇARPAN DEĞERİ	% 50

Şirket Adı	Şirket Değeri	Halka Açıklık %	İskonto %	Fiyat Tespit Yöntemi	
				İNA	Çarpan
Cw Enerji Mühendislik Tic. ve San. A.Ş.	14.251.213.719	15,15%	20,00%	50,00%	50,00%
Grainurk Tarım A.Ş.	2.191.000.000	20,00%	20,00%	50,00%	50,00%
Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri San. Tic. A.Ş.	8.871.759.459	27,27%	20,00%	50,00%	50,00%
Cvk Maden İşletmeleri San. ve Tic. A.Ş.	4.427.685.161	20,00%	17,00%	50,00%	50,00%
Koza Polyester San. ve Tic. A.Ş.	5.950.129.450	20,54%	20,54%	50,00%	50,00%
Eksun Gıda Tarım San. ve Tic. A.Ş.	3.054.178.485	28,63%	20,00%	50,00%	50,00%
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.	14.930.075.361	33,50%	33,31%	50,00%	50,00%
Göknur Gıda Mad. Enerji İmalat İthalat İhracat Tic. ve San. A.Ş.	3.739.222.861	22,64%	16,15%	50,00%	50,00%
Bülbüloğlu Vinç San. ve Tic. A.Ş.	1.162.523.363	30,60%	20,00%	50,00%	50,00%
Maçkolik İnternet Hizmetleri Tic. A.Ş.	1.188.000.000	34,00%	20,00%	70,00%	30,00%
Astor Enerji A.Ş.	14.085.908.275	21,04%	24,60%	50,00%	50,00%
Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri San. Tic. A.Ş.	1.406.000.000	21,88%	27,37%	50,00%	50,00%
Söke Değirmencilik San. ve Tic. A.Ş.	2.897.960.024	20,05%	20,00%	30,00%	70,00%

ÖRNEK

TAHMINİ NAKİT AKIŞI

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024 T	31.12.2025 T	31.12.2026 T	31.12.2027 T	31.12.2028 T	31.12.2029 T
Hasılat	18.841.849	38.911.730	73.305.629	97.870.049	136.974.027	182.723.353	237.448.997	274.253.591	308.123.910
<i>Yıllık Büyüme</i>		107%	88%	34%	40%	33%	30%	16%	12%
FAALİYET KARI (FVÖK)	1.787.612	5.729.308	10.241.399	13.545.924	19.420.819	25.575.187	33.255.416	38.560.446	43.201.131
<i>Hasılat Oranı</i>	9,5%	14,7%	14,0%	13,8%	14,2%	14,0%	14,0%	14,1%	14,0%
Vergi Faktörü	27,1%	23,5%	27,2%	18,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Vergi	484.031	1.348.913	2.783.107	2.461.886	4.855.205	6.393.797	8.313.854	9.640.111	10.800.283
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet kârı)	1.303.581	4.380.394	7.458.292	11.084.038	14.565.614	19.181.391	24.941.562	28.920.334	32.400.848
Azınlık Hakları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Hasılat Oranı</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yatırım Harcamaları	-375.950	-321.097	-1.820.970	-4.527.059	-2.421.959	-3.230.893	-4.198.546	-4.849.320	-5.448.211
<i>Hasılat Oranı</i>	2,0%	0,8%	2,5%	4,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Amortisman	279.875	331.369	505.250	347.097	554.583	822.214	1.159.847	1.528.795	1.920.736
<i>Hasılat Oranı</i>	1,5%	0,9%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0	-2.775.581	-4.579.545	-6.367.684	-7.122.674	-8.619.478	-9.656.466	-6.733.387	-6.194.956
<i>Hasılat Oranı</i>	0,0%	-7,1%	-6,2%	-6,5%	-5,2%	-4,7%	-4,1%	-2,5%	-2,0%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	1.207.506	1.615.086	1.563.026	536.392	5.575.564	8.153.233	12.246.397	18.866.422	22.678.418
SNA Bugünkü Değeri				530.782	4.007.229	4.256.047	4.643.080	5.195.275	4.535.790

ÖRNEK

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		
İskonto Oranları		
Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 10 yıl Vadeli Tahvil Faizi)		29,96%
Risk Primi		5,50%
Hisse Risk Primi		0,00%
Beta		1
Sermaye Maliyeti		35,46%
Borç Maliyeti (TCMB EVDS Kasım 2024 verisi)		54,99%
Vergi Oranı		25,00%
Borç Ağırlığı (31.12.2023)		38,44%
Özkaynak Ağırlığı (31.12.2023)		61,56%
AOSM		37,68%
Sonsuz Büyüme Oranı		5,00%
Borç	11.734.992	38,4%
Sermaye	18.796.956	61,6%
	30.531.948	

Daimi Büyüme Metodu	
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	23.812.338
SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı	23.168.204
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri (Artık Değer)	14.572.258
İşletme Değeri	37.740.462
+ Nakit	5.759.471
- Toplam Finansal Borç	749.999
- Azınlık Hakları	0
Şirket Değeri	42.749.934
Kontrol İndirimi	0%
Kontrol İndirimi Sonrası Şirket Değeri	42.749.934
Hisse Sayısı	1
Teorik Hisse Başına Değer	42.749.934

% 5 Pay Değeri	5%	2.137.497
-----------------------	-----------	------------------

ÖRNEK

Finansal Rasyolar		
PD/ DD	FD/ FAVÖK	PD/ S
3,20x	8,04x	0,94x
2,28x	39,01x	2,22x
2,46x	42,29x	0,68x
7,72x	12,08x	0,34x
1,32x	5,16x	0,15x
16,36x	a.d.	1,96x
2,46x	10,06x	0,68x

FD/FAVÖK	108.111.287
PD/DD	46.240.512
PD/S	49.847.828
Ortalama	68.066.542
F/K	159.610.402

DEĞERLEME SONUCU (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	42.749.934	50%	21.374.967
ÇARPAN ANALİZİ	68.066.542	50%	34.033.271
Şirket Değeri - TL			55.408.238

TEŞEKKÜRLER

BÜLENT GÖRER
Yeminli Mali Müşavir

0533 264 72 24
bulent.gorer@trasta.com.tr