

Tablo 14: Tahmini Gelir Tablosu (Satışların Yüzdesi)

Kısmi Gelir Tablosu	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Satışlar	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
SMM	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%	-80,59%
Brüt Kar	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%	19,41%
Genel Yönetim	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%	-4,57%
Pazarlama Giderleri	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%	-2,15%
AR-GE Giderleri	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Esas Faal.Diğer Gelir/Gider	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%
Esas Faaliyet Karı	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%
Kısmi Gelir Tablosu (Bin TL)	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Satışlar	34.766	38.862	43.037	47.216	51.312	55.234	58.887	62.477	66.287	69.648
SMM	-28.018	-31.319	-34.684	-38.052	-41.353	-44.513	-47.457	-50.350	-53.421	-56.129
Brüt Kar	6.748	7.543	8.354	9.165	9.960	10.721	11.430	12.127	12.866	13.519
Genel Yönetim	-1.589	-1.776	-1.967	-2.158	-2.345	-2.524	-2.691	-2.855	-3.029	-3.183
Pazarlama Giderleri	-747	-836	-925	-1.015	-1.103	-1.188	-1.266	-1.343	-1.425	-1.497
AR-GE Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Esas Faal.Diğer Gelir/Gider	-90	-101	-112	-123	-133	-144	-153	-162	-172	-181
Esas Faaliyet Karı	4.321	4.831	5.350	5.869	6.378	6.866	7.320	7.766	8.240	8.657

8.5. İşletme Sermayesi Tahmini

İşletme sermayesi kalemlerinin büyük kısmı satışlara bağlı olarak hareket etmektedir. Bu nedenle işletme sermayesi kalemlerinin tahmin edilmesinde 2017/06 dönemi verileri baz alınmış ve satışların %' si yöntemi kullanılmıştır. Bu varsayımlar çerçevesinde tahmin dönemi için işletme sermayesi kalemleri Tablo 15'deki gibi tahmin edilmiştir.

Tablo 15: İşletme Sermayesi Kalemleri (Bin TL)

İŞLETME SERMAYESİ KALEMLERİ	2017/06	%STS
Ticari Alacaklar	1.860	6,08%
Stoklar	3.426	11,20%
Diğer Dönen Varlıklar	538	1,76%
Ticari Borçlar	2.126	6,95%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5.695	18,62%
NET İŞLETME SERMAYESİ	-1.997	-6,53%

İŞLETME SERMAYESİ KALEMLERİ	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
Ticari Alacaklar	2.114	2.362	2.616	2.870	3.119	3.358	3.580	3.798	4.030	4.234
Stoklar	3.893	4.352	4.820	5.288	5.746	6.186	6.595	6.997	7.423	7.800
Diğer Dönen Varlıklar	612	684	757	831	903	972	1.036	1.099	1.166	1.225
Ticari Borçlar	2.416	2.701	2.991	3.281	3.566	3.838	4.092	4.342	4.606	4.840
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	6.472	7.235	8.012	8.790	9.552	10.283	10.963	11.631	12.340	12.966
NET İŞLETME SERMAYESİ	-2.270	-2.537	-2.810	-3.082	-3.350	-3.606	-3.844	-4.079	-4.328	-4.547
İŞLETME SERMAYESİ DEĞİŞİMİ	-272	-267	-273	-273	-267	-256	-238	-234	-249	-219

8.6. Yatırım, Amortisman Giderleri ve Vergi Oranı Tahmini

Şirket mevcutta kapasitesi 63.187 m3'dür. Projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen miktarsal artışlar mevcut kapasiteyi aşmamaktadır. Bu nedenle Şirketin yapacağı yatırımların ayırdığı amortisman giderlerinden daha fazla olmayacağı düşünülmüş, amortisman gideri kadar yatırım olacağı öngörülmüştür.

Kurumlar vergisi oranı yürürlüğe giren yeni yasa gereği 2018-2020 dönemi için %22 olarak alınmıştır. Artışın bu süre için sınırlandırılması nedeniyle sonrasında oran %20 olarak kabul edilmiştir.

8.7. Tahmini Gelir Tablosu

Yukarıdaki veri ve varsayımlar çerçevesinde tahmini gelir tablosu Tablo 16'daki gibi oluşmuştur.

Tablo 16: Sumaş A.Ş. Tahmini Kısmi Gelir Tablosu

TAHMINİ GELİR TABLOSU (Bin TL)										
	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl
NET SATIŞLAR	34.766	38.862	43.037	47.216	51.312	55.234	58.887	62.477	66.287	69.648
SATIŞLARIN MALİYETİ	28.018	31.319	34.684	38.052	41.353	44.514	47.457	50.351	53.421	56.130
BRÜT KAR	6.748	7.543	8.353	9.164	9.959	10.721	11.430	12.126	12.866	13.518
FAALİYET GİDER ve GELİRLERİ	-2.428	-2.714	-3.005	-3.297	-3.583	-3.857	-4.112	-4.362	-4.629	-4.863
AR-GE GİDERLERİ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PAZARLAMA VE SATIŞ GİDER.	-746	-834	-923	-1.013	-1.101	-1.185	-1.264	-1.341	-1.422	-1.494
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	-1.590	-1.778	-1.969	-2.160	-2.347	-2.527	-2.694	-2.858	-3.032	-3.186
DİĞER FAALİYET GELİR/GİDERLERİ	-91	-102	-113	-124	-135	-145	-155	-164	-174	-183
ESAS FAALİYET KARI	4.320	4.829	5.348	5.868	6.377	6.864	7.318	7.764	8.237	8.655
EFK MARJİ (%)	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%

9. DEĞERLEME

Şirket değerleme yaklaşımlarını piyasa bazlı, gelir bazlı ve varlık bazlı olmak üzere üç ana başlık altında toplamak mümkündür.

Piyasa Bazlı Yaklaşım (Emsal Karşılaştırma)

Piyasa bazlı yaklaşım söz konusu şirketi; benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Tipik veri kaynakları;

- Tüm şirketlerin alınıp satıldığı piyasalar,
- Söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve
- Benzer şirketlere ait sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır.

Kıyaslama oranlar üzerinden yapılır. Göreceli değerleme ve piyasa çarpanları analizi olarak ta adlandırılmaktadır.

Bu yöntemin avantajı, Şirket değeri piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Dezavantajı ise; Şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu yaklaşım içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayımlara dahil edilmemektedir.

Gelir Bazlı Yaklaşım (Gelir İndirgeme)

Gelir bazlı yaklaşımında, beklenen büyüme ve zamanlama, ilişkili riskler ve paranın zaman değeri göz önüne alınarak takdir edilen gelir veya faydaların bugünkü değerini hesaplar. Gelir, temsili gelir seviyesinin doğrudan aktifleştirilmesi veya indirgenmiş nakit akımları analizi veya gelecekteki bir zaman dizisi için takdir edilen nakit girdilerine iskonto oranı uygulanarak bugünkü değerine çevrildiği temettü iskonto yöntemi uygulanarak değer göstergesi haline çevrilir.

Şirketin gelecekteki beklentilerini dikkate alan yöntemdir. Uygulamada kullanılan en bilimsel yöntem olarak kabul edilmektedir.

Varlık Bazlı Yaklaşım

Varlık bazlı yaklaşımda, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. Bu yöntemlerin temel yaklaşımı, şirketin varlıklarının toplam değerinden, şirketin toplam yükümlülüklerinin değerinin düşülerek özsermaye değerinin bulunmasıdır. Defter değeri, düzeltilmiş defter değeri, net aktif değeri ve tasfiye değeri yöntemleri varlık esaslı yaklaşım altında gösterilebilir.

9.1. Değerleme Yaklaşımı Seçimi

Şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla varlık yapısı, operasyonel faaliyetleri ve nakit üretme kaynakları ve kapasitesi gözönünde bulundurularak değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- Gelir bazlı yaklaşımlardan “İndirgenmiş Nakit Akımları”
- Piyasa bazlı yaklaşımlardan “Göreceli Değerleme (Piyasa Çarpanları)” ve
- Varlık bazlı yaklaşımlardan “Defter Değeri (Özkaynak)”

İzleyen bölümlerde yöntemlere kısaca değinilmiş ve ilgili yöntemlerle bulunan sonuçlar ortaya konmuştur.

9.2. Değerleme Yöntemi ve Sonucu

Bu bölümde seçilen değerleme yöntemlerine ve bu yöntemlere göre çıkan sonuçlara değinilmiştir.

9.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

Tanım

İndirgenmiş Nakit Akımı(INA) yöntemi şirket değerlemede kullanılan en bilimsel yöntem olarak kabul edilmektedir. İNA şirketin faaliyetlerinden gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgeyerek şirketin gerçek değerini bulmaktadır. Şirket değerine ulaşmak için “Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları” ve “Özkaynağa olan Serbest Nakit Akımları” yöntemlerinden hareket edilmektedir. Firmaya olan serbest nakit akımları yöntemi uygulamasında faaliyetlerden sağlanan nakit akımları belirli bir iskonto oranıyla indirgenerek toplam firma değeri bulunur. Daha sonrada bu değerden toplam net borçlar çıkarılarak özkaynak değerine ulaşılmaktadır. Özkaynağa olan serbest nakit akımları yönteminde ise gelecekte özkaynağa olacak nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı (özsermaye maliyeti) ile indirgenmesiyle direk olarak özkaynakların (ortakların) değeri bulunmaktadır. Bu değere firmanın net borçları eklenerek firma değeri hesaplanmaktadır.

Şirket’in yapısını gözönünde tutarak değerleme çalışmamızda, “Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları” yöntemi kullanılması uygun görülmüştür. Uygun iskonto oranı olarak şirketlerin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti(“AOSM”) kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımında, şirketin gelecekte yaratacağı nakit bulunurken en az 5 yıllık(tahmin dönemi) proforma gelir tablosu ve değerlendirme için gerekli olacak diğer kalemlerin (işletme sermayesi, sabit varlık yatırımı gibi) tahmini yapılmakta ve sonrasında firmaya olan serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları aşağıda tanımlanmıştır:

Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları:

(+) Faiz, Vergi Öncesi Kar (FVÖK)

(-) Vergi

(+/-)FVÖK(1-t)

(+) Amortisman Giderleri

(-) Sermaye Harcamaları

(-) İlave İşletme Sermayesi İhtiyacı

=Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları (FSNA)

FSNA'nın girdileri temel varsayımlar ve finansal planlama kısmında hesaplanmıştır.

İskonto Oranı Hesabı

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında, gelecekte sağlanan nakit akımları belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek bir değer bulunmaktadır. Bu iskonto oranını, yatırımcıların benzer risk karakterlerine sahip yatırım fırsatları için isteyeceği oran olarak tarif edilmektedir. Firmaya olan nakit akımları yönteminde iskonto oranı şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir(AOSM).

AOSM ise şirketin özsermaye maliyeti, borç maliyeti, sermaye yapısı ve vergi oranının bir fonksiyonudur. AOSM aşağıdaki gibi formüle edilmektedir:

$$AOSM = [R_d(1-t) \times W_b] + [R_e \times W_e]$$

R_b = borç maliyeti

W_d = Toplam sermaye içerisinde borcun oranı

R_e = Özsermaye maliyeti

W_e = Toplam sermaye içerisinde özsermayenin oranı.

t = Vergi oranı

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin girdileri olan borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkin detaylar aşağıda verilmiştir.

a) Borç Maliyeti

Değerleme uzun vadeli bir çalışmadır. Temel olarak hesaplanacak iskonto oranı bileşenlerinin de uzun vadeli hesaplanması gerekmektedir. Ancak şirketlerin çok uzun vadeli borçlanması mevcut olmayabilir. Bu durumda, Şirketin borç maliyetinin hesaplanmasında olası marjinal sermaye maliyeti gözönünde bulundurularak tahmin edilmektedir. Uzun vadeli borç maliyetinin tahmin edilmesinde, genel kabul görmüş yöntemlerden biri, “uzun vadeli Euoro-tahvil verimi üzerine şirketin riskini yansıtacak ek risk primi eklemek”, şeklindedir. Finansal borcu olmayan şirket için tahmini ek borçlanma risk primi çok düşük hesaplanmaktadır.

Bu borçlanma priminin, Türkiye'nin 10 yıllık tahvil veriminin(%10.77) üzerine eklenerek Sumaş için uzun vadeli tahmini **borçlanma maliyetinin hesaplanması yapılmalıdır** ki, bu oran mevcut ekonomik koşullarda nispeten düşük çıkmaktadır. Türkiye ekonomisinin, 2017 yılı ikinci yarısı itibariyle içinde bulunduğu koşullarda, uzun vadeli borçlanmaların % 14 oranı civarında yapıldığı görülmektedir. Yabancı kaynak maliyetinin hesabında kullanılan formül gereğince, finansal borcu olmayan şirket açısından sonucu değiştirmeyeceği de düşünülerek oran % 14 olarak alınmıştır.

b) Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise *Finansal Varlık Fiyatlama Modeli* (FVFM, CAPM) kullanılmıştır. Model;

$R_e = R_f + \beta(R_M - R_f)$ şeklinde ifade edilmektedir. Modelde;

R_e : Özsermaye Maliyetini

R_f : Risksiz Faiz Oranını (TL Bazında 10 Yıllık Euro-Tahvil Verimi)

β : Beta, Sistemik Risk Ölçüsünü

R_M : Pazar Verimini, temsil etmektedir. Model girdilerinin nasıl tahmin edildiği, hesaplandığı aşağıda açıklanmıştır.

Risk Prim

$(R_M - R_f)$ piyasa risk primini ifade etmektedir.. Türkiye'nin hisse senedi piyasasının geçmişinin çok uzun süreli olmaması nedeniyle referans olarak ABD piyasası alınmıştır. ABD piyasasının risk primi 2017 yılı itibariyle ortalama %5.36 seviyelerindedir. (Kaynak: www.damodaran.com). Bu rakam Türkiye için aynen alınmıştır.

Beta

Halka açık firmaların betasının hesaplanmasında, ilgili şirket hisse senetlerinin getirisi ile endeks getirisi arasında regresyon çalıştırılmakta ve regresyon analizi sonucunda çıkan doğrusal fonksiyon çözümlemesinin eğimi beta değerini vermektedir. Bu değer şirketin sistematik riskini (piyasa riski) yansıtmaktadır.

Halka açık olmayan firmaların betalarının hesaplanmasında ise, halka açık benzer firmaların özkaynak betalarından faydalanılmaktadır. Benzer firmaların ortalaması ile, değerlendirilmesi yapılan firma arasında farklılıklar varsa beta da düzeltmeler yapılmaktadır. Uygulamada dikkate alınan en belirgin farklılık, firmaların farklı finansal kaldıraçlara sahip olduğudur. Bu farklılığın giderilmesinde genel olarak Hamada'nın⁶ formülünden faydalanılmaktadır. Diğer yandan akademik çalışmalar, betaların zaman içerisinde piyasa ortalaması olan "1" değerine yaklaştığını göstermiştir. Bu nedenle, tarihsel ham betalara geleceği daha iyi temsil etmesi açısından düzeltmeler

Tablo 17: Sumaş Tahmini Beta Hesabı

Kağıt&Orman Sektörü Şirketleri	BIST Kodu	Ham Beta*	Düzeltilmiş Beta
Alkim Kağıt	ALKA	0.673	0.782
Bak Ambalaj	BAKAB	0.553	0.702
Kaplamın	KAPLM	0.615	0.744
Kartonsan	KARTN	0.816	0.877
Olmuxsa	OLMIP	0.462	0.641
Tire Kutsan	TIRE	0.678	0.786
Viking Kağıt	VKING	0.524	0.683
Ortalama Düzeltilmiş Beta			0,745

*Ham Beta: Finnet'in Queenstocks Programından Temin Edilmiştir.

⁶ Hamada, R.S. (1972). The Effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. Journal of Finance, 27, 435-452.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00971.x> (formül: $BL = BU [1 + (1-t) D/E]$ bu formüle; BL: kaldıraçlı beta; BU : kaldıraçsız beta; D: toplam borç; E: Toplam özkaynak; t : vergi oranı.)

yapılmaktadır. Bloomberg' e göre bu düzeltme aşağıdaki gibi yapılmaktadır:

$$\text{Düzeltilmiş Beta} = (2/3) \times (\text{regresyon betası}) + (1/3)(1.0)$$

Sumaş halka açık olmadığı için Grubun faaliyet gösterdiği sektörlerde Borsa İstanbul'da Kağıt&Orman sektöründe işlem gören şirketlerin düzeltilmiş betalarından faydalanılmıştır. Halka açık firmaların ortalama düzeltilmiş betaları (Bloomberg düzeltmesi) hesaplanmış ve Sumaş için tahmini betaya ulaşılmıştır(Bakınız Tablo 17). Hesaplamalar sonucunda Sumaş için beta 0.745 olarak bulunmuştur.

Risksiz Faiz Oranı

Risksiz faiz oranı olarak Türkiye Hazinesi'nin ihraç ettiği 10 Yıllık TL bazılı tahvillerin yıllık ortalama verimidir. Değerleme tarihi itibarıyla bu değer %10.77'dir.

Bu veriler çerçevesinde özsermaye maliyeti,

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta(R_M - R_f), \text{ formülünden hareketle;} \\ &= \%10.77 + 0.745 \times \%5.36 = \%14.76 \text{ olarak hesaplanmıştır.} \end{aligned}$$

Tablo 18: Sumaş İskonto Oranı Hesabı

İSKONTO ORANI		Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
İskonto Oranı Bileşenleri	Kod	Değer	Ref.
ÖzSermaye Maliyeti			
Risksiz Faiz Oranı	Rf	10.77%	[a]
Piyasa Risk Primi	Rm-Rf	5.36%	[b]
Düzeltilmiş Beta	B	0.745	[c]
ÖzSermaye Maliyeti	Re	14.76%	
Borç Maliyeti			
Risksiz Faiz Oranı	Rf	10.77%	[a]
Borçlanma Primi	Dp	3.23%	[e]
Vergi Oranı	T	20.00%	[f]
Borçlanma Maliyeti	Rd	14.00%	
Sermaye Yapısı			
ÖzSermaye	We	100.0%	
Borç	Wd	0.0%	
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)		14,76%	

Referanslar

- [a] Değerleme Tarihli 10 Yıllık Devlet Tahvil Verimi (Kaynak:Bloomberg HT)
- [b] Damodaran Tarihsel Risk Primi Tablosu
- [c] Benzer Şirket Düzeltilmiş Beta Ortalaması (Şirket Fiyat Verilerinden Hesaplanmıştır)
- [e] Şirket Verilerine Göre ve piyasada kullanılan oranlar üzerinden alınmıştır.
- [f] Türkiye'de Yürürlükteki Kurumlar Vergisi Oranı

e)Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti (İskonto Oranı)

Şirketin tahmini AOSM (iskonto oranı) yıllar itibariyle, tahmini finansal kaldıraç, borç maliyeti ve özsermaye maliyeti gözönünde bulundurularak Tablo 18'deki gibi hesaplanmıştır. Bu hesaplamalara göre AOSM (iskonto oranı) %14.76'dır.

9.2.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucu

Yukarıda belirtilen varsayımlar ve hesaplamalar çerçevesinde, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapmış olduğumuz değerlendirme sonucunda Şirket için 43,625,091 TL tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır. (Detaylı Bilgi İçin Bakınız Ek IV)

Kısaca özetlersek;

- Sumaş'ın operasyonel değeri 34.47 milyon TL'dir.
- Şirketin faaliyetlerde kullanılmayan tahmini varlık ve iştirak değeri 1,52 milyon TL'dir. Bu değer, şirketin faaliyetlerinde kullanılmayan arazi ve arsaların kayıtlı güncel değeri olarak (1.520.187 TL), bilançodan alınmıştır.
- FDV ve kasa mevcudunu operasyonel değere eklediğimizde **tahmini firma değeri 43.63 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.
- Şirketin 2017/06 dönemi itibariyle finansal borcu yoktur. Dolayısıyla firma değeri ile piyasa değeri eşittir, diğer bir ifade ile **43.63 milyon TL tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır.**

Tablo 19: Sumaş Grubu İNA Özeti

Firmanın Faaliyet Varlıklarının Değeri	34,468
+Nakit Mevcudu	7,637
+Faaliyet Dışı Varlık	1,520
Firma Değeri	43,625
-Finansal Borçlar	0
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri	43,625

9.2.2. Göreceli Değerleme

Tanım

Göreceli değerlemenin amacı piyasada hali hazırda fiyatlanmış benzer varlıklara dayanarak ilgili varlık için fiyat (değer) bulmaktır. Genel kabul görmüş yöntemler (piyasa çarpanları) ve hesaplamaları aşağıdaki gibidir:

1. **F/K Oranı:** Hisse senedinin fiyatının hisse başı kara bölünmesiyle,
2. **PD/DD Oranı:** Piyasa değerinin defter değerine bölünmesiyle,
3. **F/S Oranı:** Şirketin piyasa değerinin şirketin cirosuna bölünmesiyle,
4. **FD/Satışlar Oranı:** Şirketin firma değerinin cirosuna bölünmesiyle,
5. **FD/FAVÖK Oranı:** Firma Değerinin vergi,faiz,ve amortisman öncesi esas faaliyet karına bölünmesiyle,
6. **F/NA Oranı:** Piyasa değerinin nakit akımına(net kar+amortisman gideri) bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Ancak bu yöntemleri uygulamada kullanırken dikkat edilmesi gereken husus karşılaştırılabilecek şirketin bulunmasıdır. Çünkü şirketler aynı sektörde faaliyet gösterse dahi, büyüme oranları, risk seviyeleri, finansal güçlükleri ve kar marjları gibi, finansal karakteristikleri farklı olabilmektedir.

Şirketin değerlemesinde benzer şirketlerler, halka açık kağıt&orman ürünleri sektöründe faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı firmalar arasından belirlenmiştir. Benzer şirketler ve detay verileri Ek III'de verilmiştir.

9.2.2.1. Göreceli Değerleme Sonucu

Göreceli değerlemede, Şirketin 2016/06-2017/06 dönemi kaydırılmış son 12 aylık mali tablo verileri esas alınmıştır. Değerlemede piyasa çarpanlarını belirlemede iki önemli unsur karşımıza çıkmıştır. Bunlardan birincisi sektörün ve firmanın yapısı, ikincisi ise ilgili çarpan verilerine ulaşılabilirlik.

Tablo 20: Göreceli Değerleme (Piyasa Çarpanları) Yöntemine Göre Sumaş Değer Hesabı

Firma Değeri Çarpanlarına Göre Tahmini Değer Hesabı					
DEĞERLEME YÖNTEMİ	FAVÖK (I)	NetBorç Pozisyonu(II)	Çarpan Değeri (III)	Firma Değeri (IV=IxIII)	Piyasa Değeri(IV-II)
FD/FAVÖK Yaklaşımı	4.260.466	-7.636.817	9,60x	40.900.474	48.537.291
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Satış(I)	NetBorç Pozisyonu(II)	Çarpan Değeri (III)	Firma Değeri (IV=IxIII)	Piyasa Değeri(IV-II)
FD/Satış Yaklaşımı	30.592.528	-7.636.817	0,90x	27.533.275	35.170.092
Piyasa Değeri Çarpanlarına Göre Tahmini Değer					
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Satış(I)	Çarpan Değeri (II)	Piyasa Değeri(IXII)		
F/S Yaklaşımı	30.592.528	0,91x	27.839.200		
DEĞERLEME YÖNTEMİ	Net Kar(I)	Çarpan Değeri (II)	Piyasa Değeri(IXII)		
F/K Yaklaşımı	2.958.580	21,40x	63.298.819		

Bu çerçevede değerleme tarihi itibarıyla yurtiçi firmaların; FK Oranı, FD/FAVÖK Oranı ve FDS Oranı çarpanlarından, yurtdışı firmaların ise FD/FAVÖK, FS Oranı ve FK Oranı çarpanlarından faydalanılmıştır.

Baz alınacak çarpan değerine ulaşmak için, tüm benzer şirket ilgili çarpan değerlerinin dağılım aralığının geniş olması ve seriyi daha iyi yansıtacağı düşünülmektedir, değerlerin medyanı alınmıştır. Sonrasında baz dönem mali tablo verileri ve çarpan değerlerinin ortalamasından(medyan) hareketle Sumaş için tahmini değer hesaplanmıştır. Tablo 20'den de görüleceği gibi göreceli değerlendirme çalışması sonucunda;

- FD/FAVÖK yaklaşımına göre 48.537.291 TL,
- FD/Satış yaklaşımına göre 35.170.092 TL,
- F/Satış yaklaşımına göre 27.839.200 TL ve
- F/K Oranı yaklaşımına göre 63.298.819 TL,

tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır. Şirket için makul değere ulaşmak amacıyla bu yöntemler tartıl原因ırılmıştır. Net satışa dayalı çarpanlara (FS ve FDS) toplamda 1/3, net kara dayalı çarpana 1/3 ve FAVÖK'e dayalı FD/FAVÖK çarpanına 1/3 ağırlık verilmiştir. Ağırlıklar belirlenirken aşağıdaki faktörler gözönünde bulundurulmuştur;

- Şirketin bulunduğu sektör ve şirketin yapısı,
- Çarpanlarda kullanılan mali verilerin şirketin genel durumunu(trendini) doğru yansıtıp yansıtmadığı (normalizasyona ihtiyaç duyulup duyulmadığı),
- Çarpanlarda kullanılan mali verilerin Şirket nakit akışlarını temsil etme yada nakit akışlarını etkileme gücü.

Bu faktörler açısından değerlendirildiğinde adil ve makul değeri belirlemede çarpanlar arasında bir fark görülmediğinden yöntemlere eşit ağırlık verilmiştir. Sonuçta benzer şirketlerin ortalama çarpanlarından hareketle **47,780,252 tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır.** (Detaylar için Ek III'e bakınız)

9.2.3. Defter Değeri

Tanım

Defter değeri yaklaşımı (bilanço yaklaşımı da denilmektedir) bilançodan sağlanan muhasebe bilgilerini kullanarak şirketin net varlıklarını (varlıklar - yükümlülükler) değerlemek olarak tanımlanabilir. Bu yaklaşımda şirketin değerinin net varlıkların değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır.

Defter değeri yaklaşımında, şirket değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

Defter Değeri= Toplam Varlık Değeri-Toplam Yükümlülük Değeri

Defter değeri yaklaşımının temel zayıflığı, bilançoda raporlanan varlıkların ve yükümlülüklerin defter değerlerinin gerçeğe uygun değerlerine eşit olmamasıdır (Ledereich ve Siegel, 1990, s.19)⁷. Varlıklar ve yükümlülükler tarihi maliyetleriyle bilançoda raporlanmakta ve şirketin entellektüel sermayesi gibi bazı varlıkları bilançoda gösterilmediği için şirketlerin defter değerleri genellikle piyasa değerlerinden farklılaşmaktadır.

9.2.3.1. Defter Değeri Sonucu

2016 yılsonu mali verileri dikkate alınarak Sumaş'ın defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

⁷ LEDEREICH, Leonard.; SIEGEL, Joel G. (1990). What's a Business Worth? Valuation Methods for Accountants, The National Public Accountant, Volume 35, February 1990.

Defter Değeri = Toplam Varlık Değeri-Toplam Yükümlülük Değeri
= 19,428,511 TL- 9,721,380 TL
= 9,707,131 TL

Sonuçta yapmış olduğumuz hesaplamalar sonucunda Defter Değeri yaklaşımına göre Sumaş için 9,707,131 TL şirket değeri hesaplanmıştır.

9.2.4. Değerleme Sonucu

Sumaş Şirketinin değerlemesinde, sektörün, faaliyetlerin ve şirketin yapısına göre üç farklı yöntem kullanılmıştır.

Kullanılan yöntemlerden ilki olan indirgenmiş nakit akımları (İNA), gelecekteki büyüme ve risk faktörlerini gözönünde bulunduran bir yöntemdir. İNA'ya göre Şirketin tahmini piyasa değeri 43,625,091 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 21-1 : Sumaş Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu			Bin TL
Yöntem	Değer	Tartı	Değere Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	43,625	50.0%	21,813
Göreceli Değerleme	47,780	25.0%	11,945
Defter Değeri	9,707	25.0%	2,427
Tahmini Piyasa Değeri			36,184

Değerlemede kullandığımız ikinci yöntem göreceli değerleme yöntemidir. Bu yöntem değerleme tarihi itibarıyla mevcut piyasa koşullarını en iyi yansıtan yöntemdir. Hali hazırda halka açık, ikincil piyasada hisse senetlerinde alım-satım işlemi yapılabilen şirketlere göre Şirketin değeri hesaplanmıştır. **Bu yöntemle göre tahmini piyasa değeri 47,780,252 TL olarak hesaplanmıştır.**

Değerlemede kullandığımız üçüncü yöntem ise defter değeri yöntemidir. Bu yöntem şirketin kayıtlı değerlerini esas almaktadır.

Defter değeri yöntemine göre ulaşılan tahmini şirket değeri 9,707,131 TL'dir.

Sumaş'ın tahmini piyasa değerine ulaşmak için İndirgenmiş Nakit Akımlarına(İNA) %50, Göreceli Değerlemeye (GD) %25 ve Defter Değerine %25 ağırlık verilmiş **ve 36,184,391 TL'lik tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.** İNA yöntemine, şirketin faaliyetlerinin ve mevcut koşullarının değere katkısını daha iyi yansıtan bir yöntem olduğu için, diğer yaklaşımlara göre daha yüksek bir ağırlık verilmiştir. Göreceli değerleme ve defter değeri yöntemlerine ise eşit ağırlık (% 25) verilmiş ve şirket değeri bu yaklaşımla belirlenmiştir. **Kanaatimizce, bulunan bu hisse fiyatı adil ve makuldür.**

EKLER

- EK I- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Bilançosu
EK II- Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş. Tarihsel Gelir Tablosu
EK III-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nın Göreceli Değerlemeye Göre Değeri
EK IV-Sumaş Suni Tahta ve Mobilya San. A.Ş.'nın İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değeri
EKV- Benzer Şirket Bilgileri

CPA-TURK
Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

CPATURK BAĞIMSIZ
DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
Recepapaş Cad. No:18/3
Taksim - Beyoğlu - İstanbul
Beyoğlu V.D.: 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

EK 1:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.Tarihsel Bilançosu (TL)

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir)

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	2016/06	2017/06
VARLIKLAR					
Dönen Varlıklar					
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.300.806	2.723.630	4.493.569	2.895.450	7.636.817
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	3.125.688	4.139.819	3.476.010	3.601.733	1.859.776
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.481.544	0	3.476.010	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.644.144	4.139.819	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
Türev Araçlar	0	0	0	0	0
Stoklar	2.787.426	2.711.365	4.374.254	4.339.094	3.426.005
Peşin Ödenmiş Giderler	48.116	293.418	79.340	249.766	497.912
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	113.031	98.155	82.120	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	0	0	0	108.292	40.258
ARA TOPLAM	8.375.067	9.966.387	12.505.293	11.194.335	13.460.768
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar, Durdurulmuş Varlıklar	0	0	0	0	0
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	8.375.067	9.966.387	12.505.293	11.194.335	13.460.768
Duran Varlıklar					
Finansal Yatırımlar	70.116	70.116	70.116	70.116	70.116
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Diğer Alacaklar	99	14.549	10.949	13.749	99
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	14.450	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	99	99	10.949	0	99
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	3.477.351	5.021.085	5.312.001	4.890.811	5.303.503
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	86.582	14.515	13.717	14.621	15.306
Peşin Ödenmiş Giderler	26.040	27.814	26.700	898	839
Erteleilmiş Vergi Varlığı	385.155	399.189	508.038	497.795	577.880
Diğer Duran Varlıklar	99150	0	0	0	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	4.144.493	5.547.268	5.941.521	5.487.990	5.967.743
TOPLAM VARLIKLAR	12.519.560	15.513.655	18.446.814	16.682.325	19.428.511

CPA TURK BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
Recep Paşa Cad. No:18/3
Taksim - Beyoğlu - İstanbul
Beyoğlu V.D. 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	2016/06	2017/06
KAYNAKLAR					
Kısa Vadeli Yükümlülükler					
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.001	579.066	968.425	627.998	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	1.784.617	2.980.894	2.181.968	2.424.840	2.125.949
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0	34.982	138.949	138.949	91.111
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	1.784.617	2.945.912	2.043.019	2.285.891	2.034.838
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0	144.387	315.751	198.535	152.364
Diğer Borçlar	821.119	732.131	752.794	464.585	215.609
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	821.119	732.131	752.794	464.585	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	0	0	0	0
Erteleilmiş Gelirler	0	2.816.389	4.284.339	3.217.635	4.853.342
Dönem Kar Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0	0
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.265.860	7.577.336	8.776.385	7.291.889	7.821.159
Uzun Vadeli Yükümlülükler					
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	0	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer Borçlar	0	0	0	0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karş	1.228.874	1.372.693	1.552.502	1.584.289	1.900.221
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0	0
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.237.025	1.380.844	1.552.502	1.584.289	1.900.221
ÖZKAYNAKLAR					
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar					
Ödenmiş Sermaye	6.224.400	6.224.400	6.224.400	6.224.400	6.224.400
Sermaye Düzeltme Farkları	0	0	0	0	0
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	0	0	0	0	0
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	0	0	0	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	0	0	0	0	0
Diğer Kazanç/Kayıpları	0	0	0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-622.942	-501.893	-454.101	417.315	1.279.351
Net Dönem Karı/Zararı	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0	0
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	7.016.675	6.555.475	8.117.927	7.806.146	9.707.131
TOPLAM KAYNAKLAR	12.519.560	15.513.655	18.446.814	16.682.324	19.428.511

EK II:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.Tarihsel Gelir Tablosu (TL)

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir)

GELİR TABLOSU	01.01.2014- 31.12.2014	01.01.2015- 31.12.2015	01.01.2016- 31.12.2016	2016/06	2017/06	Son12Ay
Hasılat	22.441.393	24.907.236	27.942.072	13.963.941	16.614.397	30.592.528
Satışların Maliyeti (-)	-16.951.543	-21.252.892	-22.545.210	-11.143.363	-13.252.851	-24.654.698
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/Zarar	5.489.850	3.654.344	5.396.862	2.820.578	3.361.546	5.937.830
BRÜT KAR/ZARAR	5.489.850	3.654.344	5.396.862	2.820.578	3.361.546	5.937.830
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.067.415	-1.388.304	-1.305.369	-649.357	-743.354	-1.399.366
Pazarlama Giderleri (-)	-533.420	-707.376	-642.293	-323.511	-337.666	-656.448
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	614.941	425.999	330.430	66.954	40.055	303.531
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.069.608	-501.863	-332.987	-68.118	-5.992	-270.861
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3.434.348	1.482.800	3.446.643	1.846.546	2.314.589	3.914.686
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	49314	12796	47730	84.248
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	0	-63	-63
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	0	0	0	0	0	0
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	3.434.348	1.482.800	3.495.957	1.859.342	2.362.256	3.998.871
Finansman Gelirleri	0	303.830	142.393	152.384	126.349	116.358
Finansman Giderleri (-)	-88.799	-480.332	-613.362	-444.725	-248.009	-416.646
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	3.345.549	1.306.298	3.024.988	1.567.001	2.240.596	3.698.583
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-711.571	-267.499	-548.958	-253.796	-444.841	-740.003
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-757.530	-281.534	-655.417	-344.919	-463.045	-773.543
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	45.959	14.035	106.459	91.123	18.204	33.540
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755	2.958.580
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	0	0	0	0	0	0
DÖNEM KARI/ZARARI	2.633.978	1.038.799	2.476.030	1.313.205	1.795.755	2.958.580

EK III:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'nin Göreceli Değerlemeye Göre Değeri

GÖRECELİ DEĞERLEMeye GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ

21.8.2017

Firma**	Ülke	FDFAVÖK	FK	F/S	FDS
Eucatex SA Industria e Comercio Pfd	Brezilya	3,59x	5,01x	0,15x	M/D
Infodema S. A.	Şili	A/D	16,42x	0,26x	M/D
Priceworth International Bhd.	Malezya	8,62x	A/D	1,25x	M/D
PT SLJ Global Tbk	Endonezya	24,63x	A/D	1,10x	M/D
PT Tirta Mahakam Resources Tbk	Endonezya	17,37x	4,36x	0,14x	M/D
Fujian Yongan Forestry (Group) Co., Ltd. Class	Çin	A/D	36,66x	3,17x	M/D
Greenheart Group Limited	Hong Kong	13,78x	A/D	2,43x	M/D
Cymao Holdings Bhd.	Malezya	M/D	M/D	0,24x	M/D
Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA	Tunus	6,44x	12,86x	0,44x	M/D
Archidply Industries Ltd	Hindistan	M/D	29,36x	0,72x	M/D
Ambition Mica Ltd	Hindistan	M/D	32,47x	1,24x	M/D
China Wood Optimization Holding Ltd	Çin	M/D	26,37x	3,80x	M/D
Stylam Industries Ltd	Hindistan	M/D	29,75x	1,95x	M/D
York Timber Holdings Ltd	Güney Afrika	M/D	3,64x	0,47x	M/D
Alkim Kağıt	Türkiye	7,20x	7,90x	M/D	1,20x
Bak Ambalaj	Türkiye	6,70x	12,60x	M/D	0,90x
Kaplamin	Türkiye	9,60x	33,10x	M/D	0,80x
Kartonsan	Türkiye	27,90x	A/D	M/D	2,50x
Olmuksa	Türkiye	A/D	A/D	M/D	0,60x
Orma Orman Ürünleri	Türkiye	22,10x	A/D	M/D	1,20x
Tire Kutsan	Türkiye	16,50x	27,40x	M/D	0,90x
Viking Kağıt	Türkiye	9,10x	A/D	M/D	0,70x
Ortalama (Medyan)		9,60x	21,40x	0,91x	0,90x

Finansal Veriler	Son12Ay
Net Dönem Karı	2.958.580
Operasyonel FAVÖK*	4.260.466
Net Borç Pozisyonu	-7.636.817
Net Satış	30.592.528

BENZER ŞİRKETLERE GÖRE DEĞER

Yöntemlere Göre Tahmini Değer	Ağırlık	Tahmini Değer	Değere Katkı
FS Oranı	16,7%	27.839.200	4.639.867
FK Oranı	33,3%	63.298.819	21.099.606
FDFAVÖK Oranı	33,3%	48.537.291	16.179.097
FDS Oranı	16,7%	35.170.092	5.861.682
Tahmini Piyasa Değeri			47.780.252

*Operasyonel Olmayan Olağandışı Gelirler FAVÖK Hesaplamasında Çıkarılmıştır.

**Kaynak www.capitalcube.com (https://online.capitalcube.com/#/industry/Forest%20Products) ve www.isyatirim.com.tr

***A/D: Anlamli Değil, M/D:Mevcut Değil

CPA TURK
Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

**CPATURK BAĞIMSIZ
DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.**
Recep Paşa Cad. No:18/3
Taksim - Beşiktaş - İstanbul
Beyoğlu V.D.: 2150253769
T: +90 212 255 02 15
F: +90 212 255 02 17

EK IV:Sumaş Suni Tahta ve Mobilya Sanayi A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değeri (TL)

FİRMAYA OLAN SERBEST NAKİT AKIMLARI (FSNA)												
(Bin TL)	Son12Ay	1 .Yıl	2 .Yıl	3 .Yıl	4 .Yıl	5 .Yıl	6 .Yıl	7 .Yıl	8 .Yıl	9 .Yıl	10 .Yıl	TV
Satışlardaki Büyüme Oranı(%)		13.64%	11.78%	10.75%	9.71%	8.67%	7.64%	6.61%	6.10%	6.10%	5.07%	4.00%
SATIŞ HASILATI	30,593	34,766	38,862	43,037	47,216	51,312	55,234	58,887	62,477	66,287	69,648	72,434
SATILAN MALIN MALİYETİ	24,655	28,018	31,319	34,684	38,052	41,353	44,514	47,457	50,351	53,421	56,130	
BRÜT KAR	5,938	6,748	7,543	8,353	9,164	9,959	10,721	11,430	12,126	12,866	13,518	
Brüt Kar Marjı (%)	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%	19.41%
FAALİYET GİDER ve GELİRLERİ	-2,136	-2,428	-2,714	-3,005	-3,297	-3,583	-3,857	-4,112	-4,362	-4,629	-4,863	
ARGE Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	-656	-746	-834	-923	-1,013	-1,101	-1,185	-1,264	-1,341	-1,422	-1,494	
Genel Yönetim Giderleri	-1,399	-1,590	-1,778	-1,969	-2,160	-2,347	-2,527	-2,694	-2,858	-3,032	-3,186	
DiğerEsas FaaliyetGelir/Gider*	-80	-91	-102	-113	-124	-135	-145	-155	-164	-174	-183	
ESAS FAALİYET KARI (EFK)	3,802	4,320	4,829	5,348	5,868	6,377	6,864	7,318	7,764	8,237	8,655	9,001
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
Vergi	907	1,062	1,177	1,232	1,275	1,373	1,464	1,553	1,647	1,731	1,800	
EFK(1-t)	3,413	3,767	4,172	4,635	5,101	5,491	5,854	6,211	6,590	6,924	7,201	
+ Amortisman-Sermaye Harcamaları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- İşletme Sermayesi Değişimi	272	267	273	273	267	256	238	234	249	219	228	
FSNA	3,686	4,034	4,444	4,908	5,369	5,747	6,093	6,446	6,839	7,143	7,429	
FSNA'nın Bugünkü Değeri	3,508	1,829	1,864	1,896	1,902	1,859	1,792	1,717	1,643	1,543	19,554	
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri												14,914
Firmanın Faaliyet Varlıklarının Değeri												34,468
+Nakit Mevcudu												7,637
+Faaliyet Dışı Varlık												1,520
Firma Değeri												43,625
-Finansal Borçlar												0
Özkaynakların Tahmini Piyasa Değeri												43,625

*Operasyonel Olmayan Gelir ve Gider Kalemleri Hesaplamada Dışarıda Bırakılmıştır.

CPA TURK
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞ. A.Ş.
 Recepçapa Cad. No:18/3
 Taksim - Beyoğlu - İstanbul
 Beyoğlu V.D.: 2150253769
 T: +90 212 255 02 15
 F: +90 212 255 02 17

EKV : Benzer Şirket Bilgileri

Eucatex SA Industria e Comercio Pfd

Eucatex S.A. Indústria e Comércio, Brezilya'da ve uluslararası alanda, tavan ve izolasyon malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Laminat zeminler, vinil döşeme ürünleri, süpürgelikler, boyalar, duvar bölmeleri, kapılar, MDF ve MDP panelleri, sunta levhaları ve yüksek yoğunluklu sunta kağıtları sağlar. Şirket ayrıca klonlanmış okalıptüs fidanları üretiyor. Eucatex S.A. Indústria e Comércio, 1951'de kurulmuş olup merkezi Brezilya'nın Sao Paulo şehrinde bulunmaktadır.

Infodema S.A.

Infodema S.A, Şili'de kontrplak ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket müşterilerine ince terciados, üçüncül kalıplama, MDO, oluklu üçüncül, kalın dış kontrplak ve yapısal kontrplak sunmaktadır. Şirket ayrıca inşaat ve mimari sektörler için kontrplak sağlıyor. Infodema S.A, 1942 yılında kurulmuş ve Şili, Santiago merkezlidir.

Priceworth International Bhd.

Priceworth International Berhad, bir yatırım holding şirketidir. Şirket, iştirakleri vasıtasıyla, işlenmiş ahşap ürünleri üretmekte ve satmakta, kereste dağıtımı ve ticareti yapmakta, ahşap işleme hizmetleri ve kereste ekstraksiyonu yapmakta ve fırın kuru makinelerini kiralamaktadır. PWP ayrıca inşaat ve arazi geliştirme sözleşme hizmetleri sunmaktadır.

PT SLJ Global Tbk

PT SLJ Global Tbk öncelikli olarak kereste endüstrisinde faaliyet gösteren Endonezya merkezli bir şirkettir. Ürünleri arasında kütük, biçilmiş kereste, kontrplak, işlenmiş kontrplak ve orta yoğunlukta fiber levhalar (MDF) bulunur. Şirket, PT Karya Wijaya Sukses ve PT Essam Timber gibi yan kuruluşlarıyla birlikte bir takım doğal orman alanlarını yönetmektedir. Aynı zamanda iştirakleri PT Kalimantan Powerindo ve PT Suli Inti Resource ile enerji santrali işletme ve madencilik faaliyetlerinde bulunmaktadır.

PT Tirta Mahakam Resources Tbk

PT Tirta Mahakam Resources Tbk, zemin bazlı kontrplak ve alt ürünler konusunda uzmanlaşmış kontrplak ürün çeşitleri üretmekte ve satmaktadır. Şirketin ürünleri taban tabanı kontrplak, süslü ahşap ve çeşitli sert ağaç ürünleri içermektedir.

Fujian Yongan Forestry (Group) Joint-Stock Co.

Fujian Yongan Forestry (Group) Joint-Stock Co, Ltd Çin'de çeşitli orman ürünleri sunmaktadır. Şirketin birincil ürünleri ahşap, düşük / orta / yüksek yoğunluklu

sunta, mobilya, laminat parke, formaldehit ve yapıştırıcıları içermektedir. Ayrıca fidan sağlar; ve köknar, am, okalıptus, sert ağaç ve diğer ahşap ürünler. Şirket 1994 yılında kurulmuş olup Yong'an, Çin merkezlidir.

Greenheart Group Ltd.

Greenheart Group Ltd., kütük hasat, kereste işleme, pazarlama ve kütük ve kereste ürünlerinin satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, başta Çin olmak üzere dünyadaki diğer pazarlara sürdürülebilir ahşap elyafı tedarik etmektedir.

Cymao Holdings Berhad

Bir yatırım holding irketi olan Cymao Holdings Berhad, Asya, Avrupa, Malezya, Amerika Birleşik Devletleri, Güney Batı Pasifik ve uluslararası alanda kaplama, kontrplak, dekoratif kontrplak ve pano ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Aynı zamanda, mermi ie alma hizmetleri sağladığı gibi, polyester kaplamalı kontrplak da üretmektedir. Şirket Sandakan, Malezya merkezli.

Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA

Manufacture de Panneaux Bois du Sud SA, sunta ve ahşap ürünlerin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Kontrplak, tabaklar ve melamin paneli sunar. Firma ayrıca makine ileri de yapıyor. Şirket, 8 Ocak 1980'de Mustapha Sellami tarafından kuruldu ve merkez ofisi Tunus'un Sfax ehrindedir.

Archidply Industries Ltd

Archidply Industries Ltd ahşap paneller ve dekoratif yüzey kaplama ürünlerinin geniş bir yelpazesini üretir ve pazarlar. Şirketin rnleri arasında kontrplak, blok tahtaları ve flo kapılar, dekoratif laminatlar ve dekoratif kaplamalar bulunmaktadır.

Ambition Mica Ltd

Ambition Mica Limited, Hindistan'da iç mekan ve mimarlar için dekoratif laminatlar ve kapı derileri üretiyor ve satıyor. Laminatlarını Antik, Antik Aurum, Art Lam, Colourcore, Doğal Ahşap ve Lamart isimleri altında pazarlar; ve Beautique, Texas, Micro Touch, Door Touch ve Art Lam isimlerindeki kapılar. Şirket ayrıca ürünlerini ihraç etmektedir. Hırs Mica Limited, 2010 yılında kurulmuştur ve Ahmedabad, Hindistan merkezlidir.

China Wood Optimization Holding Ltd

Çin Wood Optimization(Holding) Limited, iştirakleri ile birlikte Çin Halk Cumhuriyeti'nde işlenmiş ahşap ürünleri işleme, işleme ve satmaktadır. Şirket, döşeme plakaları, kapılar ve mobilya üretimi için kullanılan işlenmiş ahşap paneller sunuyor; ahşap mobilya, kapı ve pencere çerçeveleri üretmek için kullanılan işlenmiş parmak ortak ahşap panellerin yanı sıra ahşap işleme prosedürü hizmetleri sunmaktadır. Kapı reticileri ve yer demeleri üreticileri, mobilya üreticileri ve

ağşap panel toptancısı ile hizmet vermektedir. Şirket 2009 yılında kurulmuş olup merkezi Çin Halk Cumhuriyeti olan Handan'dır.

Stylam Industries Ltd

Stylam Industries Limited, başta Hindistan olmak üzere konut ve endüstriyel uygulamalar için laminat üretir ve satmaktadır. Şirket, STYLAM markası altında yüksek basınç, dekoratif, son şekillendirme ve antistatik laminatların yanı sıra kapı derileri, yapıştırıcılar, dış cephe kaplamaları ve döşeme tahtaları ve kabinler ve dolaplar sunmaktadır. Ayrıca, başta Avrupa, Uzak Doğu, Orta Doğu, Rusya ve Kuzey Amerika olmak üzere dünya çapında yaklaşık 60 ülkeye ürünlerini ihraç etmektedir. Şirket eskiden Golden laminates Ltd. olarak biliniyordu. Stylam Industries Limited, 1991 yılında kurulmuş ve Chandigarh, Hindistan merkezli bir şirkettir.

York Timber Holdings Limited

York Timber Holdings Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte Güney Afrika'daki ticari ormancılık, yumuşak ağaç biçme tesisi, kontrplak imalatı ve kereste ticareti alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket üç bölümden oluşmaktadır: İşleme Tesisleri, Ormancılık ve Toptan Satış. Bir dizi yapısal ve endüstriyel biçilmiş kereste ürününü üretir ve satar; ve kontrplak kereste ürünleri. Buna ek olarak, şirketin üzerinde çam ve okalıptüs ağaçları yetiştiren Mpumalanga ilinde plantasyonlar bulunuyor. 93.998 hektar arazisine sahip. Şirket eski adı The York Timber Organisation Limited olarak anıldı ve adını Mayıs 2009'da York Timber Holdings Limited'e değiştirdi. York Timber Holdings Limited, 1916'da kuruldu ve Sabie, Güney Afrika merkezli.

Alkim Kağıt

Alkim Kağıt Tesislerinde ofset yazı tabı, kuşe ve ofis kağıtları üretilmektedir.

Bak Ambalaj

Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1973 yılından bu yana çeşitli sektörler için basılı, baskısız ve laminasyonlu esnek ambalaj çözümleri sunmaktadır. Şirket, ısı yalıtımlı kaplamalar ve vernikli esnek filmlerde rotogravür ve flekso baskı ve çözücü bazlı / solventsiz laminalı ürünler sunmaktadır.

Kaplamın

1976 yılında çok ortaklı bir şirket olarak kurulan Kaplamın Ambalaj, günümüze dek her alanda kendini sürekli geliştirerek sektörün önde gelen markaları arasında yerini almıştır. 80.000 ton oluklu mukavva üretim kapasitesi ile farklı sektörler için ambalaj malzemesi üretmekte ve Türkiye'nin önde gelen firmalarına ambalaj çözümleri sunmaktadır.

Kartonsan

Kartonsan, kağıt üretiminin devlet eliyle yürütüldüğü bir dönemde Türkiye'nin "ilk" özel kuşeli karton üreticisi olarak 1967 yılında kurulmuştur. 1970 yılında üretime başlayan Kartonsan, bugün üretim kapasitesi açısından Türkiye'nin lider Avrupa'nın ise dördüncü büyük kuşeli karton üreticisidir. 2015 yılı verilerine göre Kartonsan Türkiye kuşeli karton pazarında %31 pazar payına sahiptir.

Olmuksa

1968 yılından bu yana oluklu mukavva ambalaj sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, Edirne ve Çorum'da kurulu kâğıt tesislerinin yanı sıra Gebze, İzmir, Adana, Bursa, Çorlu ve Çorum'daki oluklu mukavva üretimi ve depolama tesisleriyle Türkiye'nin tüm bölgelerinde yer alan müşterilerine hizmet sunmaktadır. 1998 yılında, dünyanın en büyük kâğıt ve ambalaj üreticisi olan International Paper'ın Şirket'e ortak olmasıyla, ürün çeşitliliği ve hizmet anlayışında önemli adımlar atılmıştır.

Orma

Orma, 1970 yılında Isparta'da şehir merkezine 4 km. mesafede 50 bin metrekarelik bir arazi üzerinde kurulmuştur.

İlk entegrasyonuna bir yonga levha ünitesi, bir doğal kaplama ünitesi ve kapalı plak üniteleri ile başlayan Orma, mobilya sektörünün ihtiyacına paralel olarak kendini yenilemiş ve bugün 454 bin metrekarelik bir arazi büyüklüğüne, 81 bin metrekarelik bir kapalı alana ulaşmıştır.

1970 yılında 150 m3/gün olan kapasite bugün 2.160 m3/gün'e ulaşmıştır. Orma üretim kompleksi, 81.200 m2'si kapalı olmak üzere, 454.000 m2'lik bir sahanın üzerinde yükselmektedir.

Tire Kutsan

Ana faaliyet konusu; oluklu mukavva kutu kağıt ve hurda kağıt üretimi ve satışlarıdır. Şirket 1974 yılında İzmir Tire'de kurulmuştur. 1991 yılından bu yana İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. 2007 yılının sonlarında dünya kağıt ve ambalaj sanayi sektörünün öncülerinden Mondi Group bünyesine katılmıştır.

Viking Kağıt

Şirket 1969 yılında İzmir'in Aliaga ilçesinde Türkiye'nin ilk özel kağıt fabrikası olarak kurulmuştur. 1971 yılında 13.500 ton/yıllık kapasitesi ile tek yüzü perdahlı sargılık, baskılık ve laminasyonluk kağıt üretimine başlamıştır.