

**NAVİGA TEKSTİL SANAYİ
TİCARET AŞ'NİN DEĞERLEME
RAPORU**

GİRİŞ

Bu rapor Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ ile Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. arasında imzalanan 10 Ekim 2016 tarihli sözleşmeye istinaden Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla şirket değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VIII, No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapılmıştır.

Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır. Çalışmada kullanılan varsayımlar ve çalışmanın sonuçları raporda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ yönetimi tarafından hazırlanarak tarafımızın incelemesine sunulmuştur. Değerleme sırasında şirket yönetiminin tarafımıza sağladığı TFRS ile VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş muhasebe ve şirket bilgilerinden ve yine şirket yönetiminin sağladığı açıklamalar, varsayımlar ve tahminlerinden faydalanılmıştır. Tarafımız varsayımların gerçekleşmemesinden dolayı sorumlu değildir. Çalışmada kullanılan finansal tablolar tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır.

Değerleme çalışmasında yer alan danışmanlar, konusunda uzman olup tarafımızın bu değerlendirme çalışmasından alacağı ücret değerlendirme çalışmasının sonuçlarına hiçbir şekilde bağlı değildir. Bu projede çalışan danışman ve yöneticiler bağımsızlıklarını korumaktadırlar.

Tarafımız aşağıda sunulmuş olan raporun Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararına uygun olduğunu beyan eder.

"Sermaye Piyasası Kurulunca; Kurulun Seri: VIII, No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri saklı kalmak üzere gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmetinin;

- i) Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip;
- ii) Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgeleri, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu;
- iii) Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dökümanlara sahip olan;
- iv) Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan;
- v) Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan;

- vi) Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerleme hizmeti sözleşmesi bulunan (sözleşme değerlendirilecek şirket ile ilgili özet bilgileri, değerlendirme hizmetini gerçekleştirecek personeli ve tahmini değerlendirme hizmet süresini içermelidir),
- vii) Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan, bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından yerine getirilmesine, değerlendirme yapacak kuruluşların yukarıda belirtilen niteliklere sahip olduklarına dair beyanlarına değerlendirme raporlarında yer vermelerine, bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılacak değerlendirme faaliyetinde bu kuruluşların denetimini üstlendikleri şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti veremeyeceklerine ve uygulamanın bu doğrultuda yönlendirilmesine karar verilmiştir.”

24 Ekim 2016

YMM Prof.Dr. Hasan Emre BURÇKİN

Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.



İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ	5
ÖZET	6
1. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER	7
2. SEKTÖR HAKKINDA GENEL BİLGİLER	9
3. DEĞERLEMeye KOnU OLAN ŞİRKETE İLİŞKİN FİNANSAL ANALİZ	10
3.1. Özet Finansal Tablolar	10
3.1.1. VUK'a Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar	10
3.1.2. TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar	13
3.2. Finansal Tablo Analizi	15
3.2.1. VUK'a Göre Düzenlenmiş Finansal Tabloların Analizi	15
3.2.2. TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tabloların Analizi	17
4. NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERLEMESİ	19
4.1. Değerlemeye İlişkin Genel Bilgiler	19
4.1.1. Değerleme Çalışmasının Amacı	19
4.1.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım ve Kısıtlamalar	19
4.1.3. Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi	20
4.2. Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin Değerlemesi ve Sonuçları	22
4.2.1. Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme	22
4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme	22
4.2.3. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değerleme	28
5. NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERİ	32



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Bilançolar.....	10
Tablo 2: Gelir Tabloları.....	12
Tablo 3: Finansal Durum Tabloları.....	13
Tablo 4: Kar Zarar Tabloları.....	15
Tablo 5: VUK'a Göre Oran Analizi.....	16
Tablo 6: TFRS'ye Göre Oran Analizi.....	17
Tablo 7: Temel Varsayımlar Özeti.....	25
Tablo 8: Kar Zarar Tablosu Projeksiyonu.....	25
Tablo 9: Çalışma Sermayesi İhtiyacı Tahmini.....	26
Tablo 10: Firmaya Serbest Nakit Akımların Hesaplaması (TL).....	27
Tablo 11: İskonto Oranı (TL Bazlı).....	27
Tablo 12: Özkaynak Değerinin Hesaplanması.....	28
Tablo 13: Çarpan Verileri (30.06.2016 itibarıyla).....	29
Tablo 14: Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ 30.06.2016 FVAÖK Hesaplaması.....	30
Tablo 15: Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Özkaynak Değeri.....	31
Tablo 16: Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin Özkaynak Değeri.....	32



ÖZET

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin (Naviga Tekstil) 30 Haziran 2016 tarihi itibariyle şirket değerinin tespit edilmesi bu raporun konusunu oluşturmaktadır. Değerleme çalışması rapor tarihi itibariyle tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır. Bu rapor Naviga Tekstil'in 30 Haziran 2016 tarihi itibariyle değerini, defter değeri, indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemlerine göre hesaplanan değerden yola çıkılarak belirlemek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmada kullanılan varsayımlar ve çalışmanın sonuçları raporda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Değerleme sırasında şirket yönetiminin tarafımıza sağladığı muhasebe ve işletme bilgilerine, açıklamalara, varsayımlara ve tahminlere bağlı kalınmış ve ayrıca 30 Haziran 2016 tarihli finansal tabloları esas alınmıştır. 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, Naviga Tekstil yönetimi, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahip olup bu durumda da raporun muhatabı Naviga Tekstil yönetimi olacaktır.


SANSUITA
MÜHÜRİZ DENEYİM VE YATIRIM MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

1. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket Adı:	Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ
Kuruluş Yılı:	2005
Adresi:	Feviz Çakmak Mah., Fevzi Çakmak Cad., Numan Sok. No: 7/1, Üstkaynarca/Pendik/İstanbul Türkiye
Tel:	0216 291 20 24-25
Faks:	0216 596 20 26
Web:	www.navigatextile.com; info@navigatextile.com
Faaliyet Konusu:	Hazır Giyim

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ, 2005 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Faaliyet gösterdiği hazır giyim sektöründe ileri düzey bilgi birikimini yeni üretim metotları ve teknoloji ile birleştirerek yüksek seviyede müşteri memnuniyeti amaçlamaktadır. Bu doğrultuda gelişmiş ve esnek üretim kapasitesi ile küçük çaplı siparişleri dahi programına alabilmekte ve üretebilmektedir.

Hazır giyim sektöründe tasarımdan, imalata ve pazarlamadan, satışa kadar hizmetlerini sürdürmektedir. Müşterilerine ürün geliştirme, koleksiyon oluşturma ve üretim alanında verdiği hizmetlerin yanı sıra kendi markası ile tasarım ve koleksiyon oluşturarak pazarlamasını ve satışını yapmaktadır.

Naviga Tekstil'in satışlarını ağırlıklı olarak ihracat oluşturmaktadır. Geçmiş yıllar göz önüne alındığında toplam satışların 90%'ını ihracat oluşturmaktadır. Bununla beraber 2017 yılından itibaren iç pazardan da daha yüksek pay alabilmek için çalışmalar başlatılmıştır. Belirlenen stratejiler ve hazırlanan koleksiyon çalışması ile 2017 yılında toplam satışların 20%'inin iç pazardan sağlanması hedeflenmektedir.

Naviga Tekstil'in ihraç pazarını ağırlıklı olarak Almanya oluşturmaktadır. Almanya haricinde İsrail ve Rusya hedeflenen ve satış yapılan diğer önemli pazarlar olarak düşünülmektedir. Diğer satış yapılan pazarlar da İrlanda ve Honkong'tur. 30.09.2016 itibarıyla 2.156.705 Euro ve 214.159 USD ihracat gerçekleştirilmiştir.

Naviga Tekstil iç pazarda, mevcut şartlar değerlendirildiğinde hızlı bir büyüme beklememekle beraber marka değeri yüksek ürünler üreterek ayrışmayı hedeflemektedir. İhraç pazarlarında ise daha olumlu beklentilerle büyümeyi sürdürmeyi hedeflemektedirler. Mevcut müşterileri Campione Şirketi ile yapılan 3 yıllık üretim programı anlaşmasının üç yıl boyunca her yıl ihracata %20 katkı yapmasını beklemektedirler. Naviga Tekstil sürdürülebilir olarak her yıl %20 büyüme hedeflemektedir.



2. SEKTÖR HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Dünya hazır giyim ve tekstil ticaretini önemli ölçüde etkileyen yakın tarihli iki olaydan birincisi 2001 yılında Çin'in 143. Üye olarak Dünya Ticaret Örgütü'ne katılması ve "Tekstil ve Konfeksiyon Antlaşması'na" tabii olması, ikincisi ise 2005 yılında kotaların kaldırılmasıdır. Bu doğrultuda dünya giyim ve tekstil ticaretinde rekabet oldukça artmıştır. Çin önemli ihracatçı ve 1,3 milyarlık nüfusu ile önemli bir Pazar haline gelmiştir. Kotaların kaldırılması ayrıca tüketici talepleri ile beraber ticarete ve rekabete farklı boyutlar kazandırmıştır. 2014 rakamlarına göre dünya giyim ve tekstil sektöründe toplamda 471,9 milyar USD ihracat ve 438,9 milyar USD ithalat gerçekleştirilmiştir.

Türkiye 2014 yılı verilerine göre 3,4% pay ile dünyanın 8. büyük hazır giyim ihracatçısı konumundadır. AB ülkelerine tekstil ve hazır giyim ihracatında ise Türkiye; Çin, Bangladeş ve Almanya'nın ardından 4. sırada yer almaktadır. SGK 2014 verilerine göre giyim eşyaları imalatında faaliyet gösteren iş yeri sayısı 35.000, bu firmalarda kayıtlı çalışan sayısı ise yaklaşık 500.000 civarındadır. Türkiye'de üretilen hazır giyim ürünlerinin büyük kısmını pamuklu ürünler oluşturmaktadır. Sektörün hammadde ve ara mal girdileri önemli miktarda büyük oranda yurt içi üretim ve yerli kaynaklarla karşılanmakta olup yine de önemli miktarda ithalat gerçekleştirilmektedir.

2014 ve 2015 yıllarında sektör toplam ülke ihracatından 10,3% pay almıştır. 2014 yılında 14,3 milyar USD gerçekleşen ihracat 2015 yılında 14,9 milyar USD'ye gerilemiştir. Türkiye hazır giyim sektöründe 2014 yılında 2,9 milyar USD, 2015 yılında ise 2,7 milyar USD ithalat gerçekleştirmiştir. Çin ve Bangladeş önemli ölçüde ithalat yapılan ilk iki ülke konumundadır. 2013 yılında sırasıyla Çin'den ve Bangladeş'ten yapılan ithalat sırasıyla 829,6 milyon USD ve 780,2 milyon USD'dir. 2014 yılında Çin ve Bangladeş'ten yapılan ithalat oranları sırasıyla 0,2% ile 1,7%, 2015 yılında ise yine sırasıyla 9,1% ile 2% oranında azalmıştır. Üçüncü önemli ithalat yapılan ülke İtalya olup, 2015 yılında 143,2 milyon USD ithalat gerçekleştirilmiştir. İtalya'da yapılan ithalat 2014 yılına göre 10,6% oranında azalış göstermiştir. Son olarak Türkiye'de 2015 yılı perakende hazır giyim ticareti 58 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

3. DEĞERLEMeye KOnU OLAN ŞİRKETE İLİŞKİN FİNANSAL ANALİZ

Bu bölümde Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'ne 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)'a göre düzenlenmekte olup, 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait finansal tabloları Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) göre de düzenlenmiştir. Değerleme çalışmasında şirketin hem VUK hem de TFRS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları dikkate alınmıştır.

3.1. Özet Finansal Tablolar

3.1.1. VUK'a Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ tarafından sunulmuş olan 2011 – 2015 aralığındaki VUK'a göre düzenlenmiş finansal tabloların özeti aşağıda yer almaktadır.

Tablo 1: Bilançolar

Bilanço 31 Aralık İtibariyle (TL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Dönen Varlıklar					
Hazır Değerler	(910.217)	(651.465)	(1.625.915)	(2.381.721)	(2.728.325)
Ticari Alacaklar	482.900	744.324	1.938.946	1.660.828	3.040.492
Diğer Alacaklar	173.262	278.163	61.880	19.198	2.277.516
Stoklar	927.229	558.047	3.036.759	2.982.602	3.914.182
Gel. Ayl. Ait Gid. ve Gel. Tah.	-	51.082	4.250	87.771	91.422
Diğer Dönen Varlıklar	94.856	117.891	299.468	1.380.480	287.702
Toplam Dönen Varlıklar	768.029	1.098.043	3.715.388	3.749.158	6.882.989
Duran Varlıklar					
Maddi Duran Varlıklar	217.248	150.080	144.739	156.833	258.384
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.308	9.002	9.567	23.592	25.346
Gel. Yıl. Ait Gid. ve Gel. Tah.	2.969	-	-	-	-
Toplam Duran Varlıklar	227.525	159.082	154.306	180.425	283.730
Toplam Varlıklar	995.554	1.257.125	3.869.695	3.929.583	7.166.719
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar					

Mali Borçlar	53.772	370.767	1.727.709	1.627.723	631.734
Ticari Borçlar	790.815	408.072	1.508.672	1.724.188	1.559.507
Diğer Borçlar	20.443	176.141	446.703	307.561	135.014
Alınan Avanslar	6.296	195.643	63.575	21.768	4.036.486
Öde. Vergi ve Diğer Yas. Yük.	23.670	59.503	29.158	91.731	96.404
Borç ve Gider Karşılıkları	(12)	(25.821)	6.887	1.540	78.686
Toplam Kısa Vadeli Yab. Kay.	894.984	1.184.305	3.782.704	3.774.509	6.537.831
Uzun Vadeli Yab. Kay.					
Diğer Borçlar	-	-	-	-	52.077
Toplam Uzun Vadeli Yab. Kay.	-	-	-	-	52.077
Özkaynaklar					
Ödenmiş Sermaye	10.000	10.000	10.000	10.000	228.091
Sermaye Yedekleri	16.441	17.619	17.619	17.619	17.619
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar (-)	-	72.951	45.201	59.371	-
Dönem Net Karı/Zararı (-)	74.129	(27.750)	14.169	68.084	331.101
Toplam Özkaynaklar	100.571	72.821	86.990	155.074	576.811
Toplam Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar	995.554	1.257.125	3.869.695	3.929.583	7.166.719

Belirli bilanço kalemleri için yıllık bileşik büyüme oranları aşağıdaki gibidir:

- Dönen Varlıklar : 73,02 %
- Duran Varlıklar : 5,67 %
- Kısa Vadeli Yükümlülükler : 64,40 %
- Uzun Vadeli Yükümlülükler : n (son yıl mevcut olduğundan hesaplanamadı)
- Özkaynaklar : 54,75 %
- Toplam Varlıklar veya Kaynaklar : 63,80 %

Şirketin dönen varlıklarının ortalama 132%'sini ticari alacak ve stoklar oluşturmaktadır. Şirketin hazır değerleri her dönem yüksek tutarlarda verilen çek ve ödeme emirleri mevcut olduğundan negatif değerlere sahiptir. Duran varlıkların ortalama 92%'si maddi duran varlıklardır. Kısa vadeli yükümlülüklerin ortalama 27%'si mali borçlar, ortalama 46%'sı ise ticari borçlardır. 2015 yılında ise bu şekilde bir oransal dağılımdan sapılmış olup, şirketin mali borçları kısa vadeli yükümlülüklerin 10%'u, ticari borçları 24%'ü, alınan avansları ise

62%'si kadar olmuştur. Şirket yalnızca 2015 yılında diğer borçlar kalemi altında uzun vadeli yükümlülüklerden yararlanmıştır. Özkaynakların ise ortalama 16%'sı ödenmiş sermaye, 31%'i de dönem net karıdır.

Aşağıda 2011 – 2015 yıllarına ait özet gelir tabloları yer almaktadır

Tablo 2: Gelir Tabloları

Gelir Tablosu 31 Aralık İtibariyle Biten Yıla İlişkin (TL)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Net Satışlar	3.420.488	4.096.770	5.923.531	9.890.610	10.260.777
Satışların Maliyeti	(2.610.335)	(3.170.069)	(4.352.534)	(8.020.245)	(8.233.270)
Satılan Mamuller Maliyeti	(2.591.347)	(3.146.738)	(4.329.036)	(7.930.013)	(8.113.536)
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	(18.988)	(23.331)	(23.497)	(90.232)	(119.733)
Brüt Kar	810.153	926.700	1.570.997	1.870.365	2.027.507
Paz., Satış, Dağıtım Giderleri	(434.706)	(371.852)	(558.730)	(782.753)	(770.320)
Genel Yönetim Giderleri	(326.388)	(490.284)	(515.194)	(497.068)	(374.420)
Faaliyet Karı	49.059	64.565	497.073	590.545	882.766
Diğer Faal. Ol. Gel. ve Kar	121.226	74.498	314.521	213.105	987.716
Diğer Faal. Ol. Gid. ve Zarar	(59.239)	(83.307)	(370.089)	(195.719)	(837.414)
Finansman Giderleri	(16.097)	(61.886)	(400.446)	(491.593)	(528.503)
Olağan Kar/Zarar	94.950	(6.129)	41.059	116.338	504.566
Olağandışı Gelir ve Kar	5.687	9.884	27.652	9.089	26.950
Olağandışı Gider ve Zarar	(6.380)	(30.753)	(40.799)	(32.258)	(94.112)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	94.256	(26.999)	27.912	93.169	437.404
Dönem Karı Vergi/Yasal Yük. Kar.	(20.127)	(751)	(13.742)	(25.085)	(106.303)
Net Kar	74.129	(27.750)	14.169	68.084	331.101

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

- Net Satışlar : 31,61 %
- Brüt Kar : 25,78 %
- Faaliyet Karı : 105,96 %
- Vergi Öncesi Kar : 46,77 %
- Dönem Karı : 45,38 %

Şirketin net satışlarının ortalama 78%'ini satışların maliyeti oluşturmaktadır. Faaliyet giderlerinin net satışlar içerisindeki payı ise ortalama 17%'dir. Şirketin net satışları daha önceki dönemler ile karşılaştırıldığında 2015 yılında her ne kadar düşük oranda artış gösterse de, satışların maliyetinin ve faaliyet giderlerinin artış oranları düşük olduğundan faaliyet karı korunabilmiş ve 2015 yılında faaliyet karı 49% oranında artmıştır.

3.1.2. TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ tarafından sunulmuş olan 2014 – 2015 aralığındaki TFRS'ye göre düzenlenmiş finansal tabloların özeti aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3: Finansal Durum Tabloları

Finansal Durum Tablosu 31 Aralık İtibariyle (TL)		
	2014	2015
Dönen Varlıklar		
Nakit ve Nakit Benzerleri	20.109	4.858
Ticari Alacaklar	1.712.758	1.349.855
Stoklar	2.982.602	3.811.924
Diğer Alacaklar	1.217.546	4.361.296
Peşin Ödenmiş Giderler	2.982.602	3.811.924
Diğer Dönen Varlıklar	278.202	254.702
Toplam Dönen Varlıklar	6.446.955	9.831.961
Duran Varlıklar		
Ticari Alacaklar	-	-
Diğer Finansal Varlıklar	-	-
Maddi Duran Varlıklar	181.021	273.623
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	24.588	32.255
Diğer Alacaklar	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18.432	7.228
Toplam Duran Varlıklar	224.041	313.106
Toplam Varlıklar	6.670.996	10.145.067
Kısa Vadeli Yükümlülükler		
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.594.294	352.382
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	58.780
Ticari Borçlar	4.578.940	4.576.208
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	54.795	130.367
Diğer Borçlar	241.342	258.387

Ertelenmiş Gelirler	-	4.005.545
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.539	78.687
Kısa Vadeli Karşılıklar	88.378	14.524
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.559.288	9.474.880
Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	99.288
Uzun Vadeli Karşılıklar	30.357	22.998
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	30.357	122.286
Özkaynak		
Ödenmiş Sermaye	10.000	228.091
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(6.930)	6.025
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.000	2.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	38.966	(51.174)
Net Dönem Karı/Zararı	37.315	362.957
Toplam Özkaynaklar	81.351	547.899
Toplam Kaynaklar	6.670.996	10.145.065

Belirli bilanço kalemleri için yıllık bileşik büyüme oranları aşağıdaki gibidir:

- Dönen Varlıklar : 52,51%
- Duran Varlıklar : 39,75 %
- Kısa Vadeli Yükümlülükler : 44,45 %
- Uzun Vadeli Yükümlülükler : 302,83 %
- Özkaynaklar : 573,52 %
- Toplam Varlıklar veya Kaynaklar : 52,08 %

Şirketin dönen varlıklarının ortalama 62,67 %'si ticari alacak ve stoklardan oluşmaktadır. Duran varlıkların ise ortalama 84,09 %'u maddi duran varlıklardır. Kısa vadeli ticari borçlar kısa vadeli yükümlülüklerin ortalama 59%'unu oluştururken, kısa vadeli finansal borçlar ortalama 14,32%'sini oluşturmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükler uzun vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli karşılıklardan oluşmaktadır. Özkaynakların ortalama 27%'si ödenmiş sermaye ve ortalama 56%'sı dönem karıdır.

Aşağıda Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'ye ait kar zarar tabloları yer almaktadır

Tablo 4: Kar Zarar Tabloları

Kar Zarar Tablosu 31 Aralık İtibariyle Biten Yıla İlişkin (TL)		
	2014	2015
Hasılat	9.890.610	10.259.506
Satışların Maliyeti	(8.078.120)	(8.237.133)
Brüt Kar/Zarar	1.812.490	2.022.373
Genel Yönetim Gid.	(504.144)	(376.187)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	(799.430)	(773.001)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22.866	61.562
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(32.258)	(94.115)
Esas Faaliyet Karı	499.524	840.632
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	499.524	840.632
Finansman Gelirleri	245.326	1.003.878
Finansman Giderleri	(690.143)	(1.367.285)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	54.707	477.225
Dönem Vergi Gideri	(25.085)	(106.303)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gid.	7.693	(7.965)
Net Dönem Kar/Zarar	37.315	362.957

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

- Hasılat : 3,73 %
- Brüt Kar : 11,58 %
- Esas Faaliyet Karı : 68,29 %
- Vergi Öncesi Kar : 772,33 %
- Dönem Karı : 872,68 %

Şirketin hasılatı önceki döneme göre 4% oranında artış göstermiş, hasılatın ise ortalama 81%'i satışların maliyetine tekabül etmektedir. Şirket son iki yılda brüt karını, esas faaliyet karını ve dönem karını yüksek oranlarda artırabilmiştir.

3.2. Finansal Tablo Analizi

3.2.1. VUK'a Göre Düzenlenmiş Finansal Tabloların Analizi

2011 -2015 dönemine ait finansal analiz şirketin finansal tablolarından yararlanılarak gerçekleştirilmiştir. Finansal analiz kapsamında; şirketin son 5 yılına ait finansal tablolarından yararlanılarak hazırlanan oran analizi sonuçları değerlendirilmiştir. Oran analizi 4 başlık altında ele alınmış, yapılan analiz sonuçlarına ise aşağıdaki şekilde yer verilmiştir.

Tablo 5: VUK'a Göre Oran Analizi

	2011	2012	2013	2014	2015
Likidite Oranları					
Cari Oran	0,86	0,93	0,98	0,99	1,05
Asit-Test oranı	-0,48	0,08	0,08	-0,19	0,05
Dönen Varlıklar/Toplam Varlıklar	0,77	0,87	0,96	0,95	0,96
Finansal Yapı Oranları					
Toplam Borçlar/Toplam Özkaynaklar	8,90	16,26	43,48	24,34	11,42
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	0,90	0,94	0,98	0,96	0,92
KV Borçlar/Toplam Varlıklar	0,90	0,94	0,98	0,96	0,91
KV Borçlar/Toplam Borçlar	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99
Faaliyet Oranları					
Ticari Alacak Devir Hızı	N	6,58	4,33	4,69	3,58
Stok Devir Hızı	N	4,27	2,42	2,66	2,39
Ticari Borç Devir Hızı	N	1,91	3,18	2,01	1,94
Duran Varlık Devir Hızı	N	21,19	37,80	59,10	44,21
Karlılık Oranları					
Brüt Kar Marjı	0,24	0,23	0,27	0,19	0,20
Faaliyet Karı Marjı	0,01	0,02	0,08	0,06	0,09
Net Kar Marjı	0,02	-0,01	0,00	0,01	0,03
Varlıkların Getirisi	N	0,03	0,17	0,15	0,17
Özkaynakların Getirisi	N	-0,32	0,18	0,56	0,90

- **Likidite Oranları:** Likidite oranları şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin dönen varlıkları ile tam ve zamanında ödeyebilme gücünü ifade eden oranlardır. Bu oranlar arasında yer alan cari oran ile asit test oranları olağan şartlar kapsamında sırasıyla 1,5 – 2 ile 1'e yakın olmalıdır. Naviga Tekstil'in cari oranı ortalama 0,96; asit test oranı ise ortalama -0,09'dur. Şirketin likidite oranları olağan değerlerin altındadır ancak bu durum detaylı inceleneceği takdirde şirketin hazır değerlerinin verilen çek ve ödeme emirleri nedeniyle negatif değerlere sahip oldukları dikkate alınmalıdır.
- **Finansal Yapı Oranları:** Finansal yapı oranları şirketin faaliyetlerinin sürdürülmesinde hangi kaynaklardan yararlandığı ve bilançoda vade uyumluluğunun var olup olmadığını ifade eden oranlardır. Naviga Tekstil'in ortalama toplam borçlar/toplam özkaynaklar oranı 20,88 olmak ile birlikte, toplam borçların kaynaklar içerisindeki payı ortalama 94%'tür. Bu borçların tamamına yakını da kısa vadeli yükümlülüklerdir. Daha açık bir ifade ile şirketin faaliyetlerini sürdürmede kısa vadeli yabancı kaynakları tercih ettiği ifade edilebilir.
- **Faaliyet Oranları:** Şirketin ortalama ticari alacak tahsil süresi 72 gün, ortalama stok tüketim süresi 132 gün ve ortalama ticari borç ödeme süresi ise 67 gündür. Şirketin finansal tabloları detaylı incelendiğinde verilen çek ve ödeme emirlerinin ticari borç

niteliğinde, alınan çeklerin ise ticari alacak niteliğinde olduğu ifade edilebilir. Bu kalemler oran hesaplamasında dikkate alındığında ise şirketin ticari alacak tahsil süresi 80 gün, ortalama stok tüketim süresi 132 gün ve ortalama ticari borç ödeme süresi 169 gündür.

- **Karlılık Oranları:** Naviga Tekstil'in karlılık oranları genel olarak incelendiğinde olumlu bir seyir ortaya çıkmıştır. Şirketin ortalama brüt kar marjı 22%, ortalama faaliyet kar marjı ise 5%'dir. Özkaynakların getirisi ortalama 33% olmak ile birlikte şirketin tüm karlılık oranlarının yıllar itibariyle arttığı ifade edilebilir.

3.2.2. TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tabloların Analizi

2014 -2015 dönemine ait finansal analiz şirketin finansal tablolarından yararlanılarak gerçekleştirilmiştir. Finansal analiz kapsamında; şirketin son 2 yılına ait finansal tablolarından yararlanılarak hazırlanan oran analizi sonuçları değerlendirilmiştir. Oran analizi 4 başlık altında ele alınmış, yapılan analiz sonuçlarına ise aşağıdaki şekilde yer verilmiştir.

Tablo 6: TFRS'ye Göre Oran Analizi

	2014	2015
Likidite Oranları		
Cari Oran	0,98	1,04
Asit Test Oranı	0,26	0,14
Dönen Varlık/Toplam Varlık	0,97	0,97
Finansal Yapı Oranları		
Toplam Borçlar/Toplam Özkaynaklar	81,00	17,52
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	0,99	0,95
KV Borçlar/Toplam Varlıklar	0,98	0,93
KV Borçlar/Toplam Borçlar	1,00	0,99
Faaliyet Oranları		
Ticari Alacak Devir Hızı	n	6,70
Stok Devir Hızı	n	2,42
Ticari Borç Devir Hızı	n	1,98
Duran Varlık Devir Hızı	n	(30,67)
Karlılık Oranları		
Brüt Kar Marjı	0,18	0,20
Esas Faaliyet Karı Marjı	0,05	0,08
Net Kar Marjı	0,00	0,04
Varlıkların Getirisi	n	0,22
Özkaynakların Getirisi	n	1,15

- **Likidite Oranları:** Likidite oranları şirketin kısa vadeli yükümlülüklerinin dönen varlıkları ile tam ve zamanında ödeyebilme gücünü ifade eden oranlardır. Bu oranlar arasında yer alan cari oran ile asit test oranları olağan şartlar kapsamında sırasıyla 1,5 – 2 ile 1’e yakın olmalıdır. Şirketin ortalama cari oranı ve ortalama asit test oranı sırasıyla 1,01 ve 0,20’dir. Şirket her ne kadar kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyebilme gücüne sahip olsa da ilgili değerler düşüktür.
- **Finansal Yapı Oranları:** Finansal yapı oranları şirketin faaliyetlerinin sürdürülmesinde hangi kaynaklardan yararlandığı ve bilançoda vade uyumluluğunun var olup olmadığını ifade eden oranlardır. Şirketin dönen varlıkları toplam varlıkların ortalama 97%’sidir. Toplam borçların toplam özkaynaklara oranı ise 49%’dur. Toplam borçlar toplam kaynaklar içerisindeki payı ortalama 97% olup, bu borçların tamamına yakını kısa vadelidir.
- **Faaliyet Oranları:** Şirketin faaliyet oranları hesaplanırken yalnızca iki dönem dikkate alınmak zorunda olduğundan yalnızca 2015 yılına ait faaliyet oranları hesaplanabilmiştir. Bu hesaplamalar dahilinde Naviga Tekstil’in 2015 yılına ait ticari alacak tahsil süresi 54 gün, stok tüketim süresi 151 gün ve ticari borç ödeme süresi ise 184 gündür.
- **Karlılık Oranları:** Şirketin ortalama brüt kar marjı 19% ve ortalama esas faaliyet kar marjı 7%’dir. Özkaynak ve varlıkların getirisi yalnızca iki yıla ait veriler mevcut olduğundan 2015 yılına ait özkaynak getirisi 115% ve varlıkların getirisi ise 22%’dir.

4. NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERLEMESİ

Bu bölümde Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'ne 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.

4.1. Değerlemeye İlişkin Genel Bilgiler

4.1.1. 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.

4.1.2. 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 yöntemlerin biri olan indirgenmiş nakit akımı analizi tahmini finansal tablolara dayanmaktadır ve bu çalışmada da şirket yönetimi tarafından hazırlanan 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 varlıkların oranları ve değerleri
- Şirketin kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerinin dağılımı 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.

4.1.3. Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi

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

- Varlık Tabanlı Yaklaşım
 - Defter Değeri
 - Tasfiye Değeri
 - Net Aktif Değeri
- Piyasa Tabanlı Yaklaşım



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

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

Naviga Tekstil'in geçmiş dönemlere ait finansal tabloları incelendiğinde şirketin hali hazırda faaliyetlerine devam ederek nakit yaratma potansiyelinin de mevcut olmasına dayanarak indirgenmiş nakit akım yöntemine, güncel verilere dayandırılabilirdiği ve sektörel özelliklerin dikkate alınarak şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki diğer şirketlerin performansları ile karşılaştırılabilme imkanı tanıdığı için piyasa çarpanları yöntemi ve şirketin mevcut finansal durum tablosuna dayandırılabilirdiğinden defter değeri yöntemlerinin değerlendirme çalışmasında kullanılmalarının uygun olduklarına kanaat getirilmiştir.

Tüm bu yaklaşımlar ve şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla içinde bulunduğu durum göz önünde bulundurulduğunda Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin değerlemesi için varlık tabanlı yaklaşım arasında yer alan "Defter Değeri", gelir tabanlı yaklaşımlar arasında yer alan "İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi" ve piyasa tabanlı yaklaşım olan "Piyasa Çarpanları" kullanılmıştır.

"Defter Değeri" yönteminde ise şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla özkaynak kaleminin defter değeri şirket değeri olarak kabul edilir.

"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. Net finansal yükümlülükler şirketin finansal yükümlülükleri ile hazır değerleri veya nakit ve nakit benzerleri arasındaki farktır. 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.

“Piyasa Çarpanları” yöntemi, değerlemeye konu olan şirketin ekonomik, finansal, sektörel verilerinden yararlanılarak, benzer sektörlerde yer alan, piyasa fiyatlarına göre beklenen şirket değerinin tahminine dayanır. Piyasa çarpanları ile değerlemede, değerlemesi yapılan şirketin finansal tabloları, aynı sektörde faaliyet gösteren ve yurtiçi ya da yurtdışı borsalarda işlem gören şirketlerin finansal oranları ile karşılaştırılmaktadır. Çarpanlar arasında piyasa değeri/net kar, piyasa değeri/FVAÖK, piyasa değeri/satışlar ve piyasa değeri/özkaynak değeri yer alır.

4.2. Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ’nin Değerlemesi ve Sonuçları

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

4.2.1. Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

Şirket yöneticilerinde elde edilen 30.06.2016 tarihi itibarıyla TFRS’ye göre düzenlenmiş olan finansal durum tablosundan elde edilen şirketin özkaynak defter değeri **942.755 TL**’dir.

4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme

4.2.2.1. Finansal Tahminler

Bu bölümde, değerlemenin tahmini verileri ve varsayımlarını oluşturan unsurlar şirketin değerini etkileyebilecek faktörleri ortaya koymak amacıyla belirtilmiştir. Bu bağlamda, finansal tabloların gelecek 8 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 2016 – 2023 yıllarına ait bütçelere dayanmaktadır. Gelecek dönemlerin tahmin edilmesinde yalnızca bir senaryo dikkate alınmıştır. Şirketin değerlemesinde hem VUK'a göre hazırlanmış olan 2011 – 2015 finansal tabloları hem de TFRS'ye göre hazırlanmış 2014 – 2015 yıllık finansal tabloları göz önünde bulundurulmuştur.

▪ Hasılatın ve Satışların Maliyetinin Tahmini

Şirketin hasılatının ve satışların maliyetinin tahmininde geçmiş dönem finansal tablolarından yararlanılmıştır. VUK'a göre hazırlanmış olan finansal tablolar çerçevesinde hasılatın 2011 – 2015 yılları arasındaki ortalama bileşik büyüme oranı 31,61%'dir. Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucunda şirketin 2016 yılındaki satışlarının ilgili bileşik büyüme oranında artacağı daha sonraki dönemlerde ise kademeli olarak azalarak normalleşeceği varsayılmıştır. 2023 yılında ise 30.06.2016 tarihi itibarıyla uzun vadeli devlet tahvili ağırlıklı ortalama getirisi olan 9,29%'dan 1% eksik olacak şekilde hasılatın artacağı varsayılmıştır.

Satışların maliyetinin hasılat içindeki payı ise VUK finansal tabloları çerçevesinde ortalama 78%, TFRS'e göre hazırlanan finansal tablolar çerçevesinde ise ortalama 80,98%'dir. TFRS'e göre hazırlanan finansal tablolar daha fazla gerçeği yansıttığından 2016 yılı için satışların maliyetinin hasılatın 80,98%'i kadar olacağı varsayılmış, 2017 yılında bu oranın azalarak 2015 yılındaki satışların maliyeti payı olan 80,29%'a düşeceği ve daha sonraki dönemlerde kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda şirketin hasılatının ve satışların maliyetinin gelişimi sunulmuştur.

TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hasılat	13.502.043	16.202.452	19.118.893	22.177.916	25.282.825	28.316.764	31.148.440	33.730.646
Hasılat Büyüme	32%	20%	18%	16%	14%	12%	10%	8%
Satışların Maliyeti	10.934.120	13.008.594	15.295.115	17.742.333	20.099.846	22.511.827	24.607.268	26.647.210
Satışların Maliyeti/Hasılat	81%	80%	80%	80%	80%	80%	79%	79%

▪ Faaliyet Giderlerinin Tahmini

Şirketin faaliyet giderleri pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri, esas faaliyetlerden diğer giderlerden oluşmaktadır. Bunun yanı sıra şirketin esas faaliyetlerden diğer gelirleri de mevcuttur. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim

giderlerinin TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolar çerçevesinde hasılat içerisindeki ortalama payları sırasıyla 7,81% ve 4,38%'dir. İleriye yönelik tahminlerde de 2016 yılı için ilgili giderlerin hasılat içerisindeki payları korunmuş, 2017 yılında pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin payının 2015 yılındaki pay ile aynı olacağı ve daha sonraki dönemlerde ise bu oranın kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır. Genel yönetim giderlerinin ise hasılat içindeki payının 2016 yılında 4,38% olacağı, daha sonraki dönemlerde ise kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.

Şirketin esas faaliyetlerden diğer gelirleri numune gelirlerinden, esas faaliyetlerinden diğer giderler ise kanunen kabul edilmeyen giderlerden oluşmaktadır. Bu gelir ve giderler daha önceki dönemlerde sürekli mevcut olduğundan bu gelir ve giderlerin sürdürülebilir oldukları kabul edilmiştir. Bu gelir ve giderlerin VUK'a göre hazırlanan finansal tablolar dikkate alınarak daha önceki dönemlerdeki hasılat içerisindeki payları incelenmiş ve esas faaliyetlerden diğer gelirlerin hasılatın ortalama 0,33%'ü kadar, esas faaliyetlerden diğer giderlerin ise hasılatın ortalama 0,67%'si kadar olduğu tespit edilmiştir. 2016 – 2023 yılları arasında da ilgili gelir ve giderlerin hasılat içerisindeki payların değişmeyeceği varsayılmıştır. Aşağıda yukarıda ifade edilmiş olan pazarlama satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve esas faaliyetlerden diğer giderlerin gelişimine ait varsayımlar sunulmuştur.

TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Genel Yönetim Giderleri	591.654	648.098	726.518	798.405	884.899	962.770	1.043.473	1.113.111
<i>Genel Yönetim Giderleri/Hasılat</i>	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	1.054.321	1.220.771	1.433.917	1.641.166	1.870.929	2.067.124	2.273.836	2.428.606
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri/Hasılat</i>	8%	8%	8%	7%	9%	9%	9%	9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	44.084	52.901	62.423	72.410	82.548	92.454	101.699	110.130
<i>Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Hasılat</i>	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	90.558	108.669	128.230	148.746	169.571	189.919	208.911	226.230
<i>Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler/Hasılat</i>	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%

▪ Amortisman Giderleri ve Yatırım Harcamalarının Tahmini

Şirketin ileriye yönelik amortisman giderlerinin tahmininde mevcut maddi ve maddi olmayan duran varlıkların alış bedelleri, alış tarihleri, kullanılan amortisman yöntemleri ve amortisman oranları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bunun yanı sıra şirketin 2016 – 2023 tarihleri arasındaki yatırım harcamalarına ilişkin de tahminde bulunulmuştur. Şirket yetkilileri

tarafından şirketin 2016 yılında 339.000 TL tutarında özel yatırımı olacağı bildirilmiştir. Bunun yanı sıra 2016 yılı ve 2016 yılı sonrasındaki dönemlerde ise olağan faaliyetler çerçevesinde yapılacak yatırım harcamalarının tahmininde şirketin TFRS'ye göre düzenlenmiş olan finansal tablolarından yararlanılarak 2014 ve 2015 yıllarına ait maddi duran varlık alım tutarları dikkate alınmış ve şirketin ortalama 54.624 TL tutarında yatırım harcaması olduğu tespit edilmiştir. Bu tutar gelecek 8 yılda tahmini enflasyon oranı olan 8,29% (9,29%-1%) kadar artırılmıştır. Tahmini enflasyon oranının ise 30.06.2016 tarihi itibarıyla 10 yıllık devlet tahvili ağırlıklı ortalama getirisinden 1% indirilerek 8,29% olacağı varsayılmıştır. Tespit edilen yatırım harcamalarına ait de 10% oranında amortisman giderleri ortaya çıkacağı varsayılmıştır. Aşağıda şirketin amortisman giderleri ve yatırım harcamalarına ait tutarlar sunulmuştur.

TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Yatırım Harcamaları	398.152	64.055	69.366	75.116	81.343	88.087	95.389	103.297
Amortisman Giderleri	168.024	172.534	170.088	171.354	150.298	85.426	94.875	103.297
Amortisman Giderleri/Hasılat	1,2%	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%	0,3%	0,3%	0,3%

▪ Varsayımların Özeti ve Gelir Tablosu/Kar Zarar Tablosu Projeksiyonları

Şirketin faaliyetlerine ilişkin yukarıda belirtilen beklentilere göre 2016 – 2023 yılı tahminleri aşağıdaki gibidir.

Tablo 7: Temel Varsayımlar Özeti

%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hasılat Büyüme	32%	20%	18%	16%	14%	12%	10%	8%
Satışların Maliyeti/Hasılat	81%	80%	80%	80%	80%	80%	79%	79%
Genel Yönetim Giderleri/Hasılat	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri/Hasılat	8%	8%	8%	7%	9%	9%	9%	9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Hasılat	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler/Hasılat	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Amortisman Giderleri/Hasılat	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%

2016– 2023 dönemi tahmini kar zarar tabloları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 8: Kar Zarar Tablosu Projeksiyonu

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ Tahmini 31 Aralık İtibarıyla Biten Yıla İlişkin Kar Zarar Tabloları (TL)								
2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	

Hasılat	13.502.043	16.202.452	19.118.893	22.177.916	25.282.825	28.316.764	31.148.440	33.730.646
Satışların Maliyeti	10.934.120	13.008.594	15.295.115	17.742.333	20.099.846	22.511.827	24.607.268	26.647.210
Brüt Kar	2.567.923	3.193.858	3.823.779	4.435.583	5.182.979	5.804.937	6.541.172	7.083.436
Genel Yönetim Giderleri	591.654	648.098	726.518	798.405	884.899	962.770	1.043.473	1.113.111
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	1.054.321	1.220.771	1.433.917	1.641.166	1.870.929	2.067.124	2.273.836	2.428.606
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	44.084	52.901	62.423	72.410	82.548	92.454	101.699	110.130
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	90.558	108.669	128.230	148.746	169.571	189.919	208.911	226.230
Faiz Vergi Öncesi Kar (FVÖK)	875.475	1.269.220	1.597.537	1.919.677	2.340.128	2.677.577	3.116.651	3.425.618
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	90.558	108.669	128.230	148.746	169.571	189.919	208.911	226.230
FVÖK üzerinden Vergi	193.207	275.578	345.153	413.685	501.940	573.499	665.113	730.370
FVÖK (1-t)	682.268	993.642	1.252.384	1.505.992	1.838.188	2.104.078	2.451.539	2.695.248

■ Çalışma Sermayesi İhtiyacına Yönelik Tahminler

Çalışma sermayesini etkileyen kalemler ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar ve alınan avanslardır. Naviga Tekstil'in çalışma sermayesi ihtiyacının belirlenmesinde şirketin TFRS'ye göre düzenlenen finansal tablolarından elde edilen 2015 yılı ticari alacak tahsilat süresi, 2015 yılı stok tüketim süresi ve 2015 yılı ticari borç ödeme sürelerinden yararlanılmıştır. Şirketin 2015 yılına ait ticari alacak tahsil süresi 54 gün, stok tüketme süresi 151 gün ve ticari borç ödeme süresi 184 gündür. Alınan avansların tahmininde ise şirket yönetimi ile görüşülmüştür. Şirket yetkilileri satışları 60 gün içerisinde tahsil edebildiklerinden alınan avansların da gelecek yıl hasılatının 365'e bölünüp, 60 ile çarpılması sonucu tahmin edilebileceğini ifade ettiklerinden alınan avanslar da bu şekilde hesaplanmıştır. 2023 yılına ait alınan avanslar tutarı ise 2024 yılındaki hasılat büyüme oranının 5% olacağı varsayımına dayanarak hesaplanmıştır. Tüm bu bilgiler çerçevesinde aşağıda çalışma sermayesi ihtiyacına ilişkin tutarlar sunulmuştur.

Tablo 9: Çalışma Sermayesi İhtiyacı Tahmini

TL	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	1.349.855	2.015.279	2.418.335	2.853.635	3.310.217	3.773.647	4.226.485	4.649.133	5.034.546
Stoklar	3.811.924	4.509.589	5.365.170	6.308.205	7.317.518	8.289.834	9.284.614	10.148.842	10.990.181
Ticari Borçlar	4.576.208	5.872.787	6.999.901	8.198.500	9.467.542	10.639.150	11.868.281	12.860.336	13.878.729
Alınan Avanslar	4.957.202	2.663.417	3.142.832	3.645.685	4.156.081	4.654.810	5.120.292	5.544.764	5.822.002
Çalışma Sermayesi	(4.371.631)	(2.011.336)	(2.359.228)	(2.682.345)	(2.995.888)	(3.230.480)	(3.477.474)	(3.607.125)	(3.676.003)
Çalışma Sermayesi Değişim	2.360.295	(347.893)	(323.116)	(313.543)	(234.592)	(246.994)	(129.651)	(68.879)	

4.2.2.2. Serbest Nakit Akımlarının Hesaplaması

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

Tablo 10: Firmaya Serbest Nakit Akımların Hesaplaması (TL)

TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Nihai Değer
FVÖK	875.475	1.269.220	1.597.537	1.919.677	2.340.128	2.677.577	3.116.651	3.425.618	
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	90.558	108.669	128.230	148.746	169.571	189.919	208.911	226.230	
FVÖK (1-t)	682.268	993.642	1.252.384	1.505.992	1.838.188	2.104.078	2.451.539	2.695.248	
+ Amortismanlar	168.024	172.534	170.088	171.354	150.298	85.426	94.875	103.297	
- Yatırım Harcamaları	398.152	64.055	69.366	75.116	81.343	88.087	95.389	103.297	
- Çalışma Sermayesi Değişim	2.360.295	(347.893)	(323.116)	(313.543)	(234.592)	(246.994)	(129.651)	(68.879)	
Firmaya Serbest Nakit Akımlar	(1.908.154)	1.450.013	1.676.222	1.915.773	2.141.735	2.348.411	2.580.678	2.764.127	23.588.235

4.2.2.3. İskonto Oranının Hesaplaması

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 işletmenin Türk Lirası cinsinden ilave borçlanması halinde oluşacak maliyettir. Özkaynak maliyeti ise sermaye varlıkları fiyatlandırma modeline göre aşağıdaki formülle hesaplanır.

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

Tablo 11: İskonto Oranı (TL Bazlı)

İskonto Oranı (TL bazlı)	
Risksiz Faiz Oranı (%)	9,29%
Kaldıraçlı Beta	1,1907
Piyasa Risk Primi (%)	9,65%
Özkaynak Maliyeti (%)	20,78%
Borçlanma Maliyeti (%)	14,00%
Finansal Borçların Ağırlığı	36%
Özkaynakların Ağırlığı	64%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	17,30%

Risksiz faiz oranı 30.06.2016 tarihi itibarıyla 10 yıllık 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 finansal borçlarının ağırlığı 36% ve özkaynakların ağırlığı ise 64%'dür. Piyasa risk primi Türkiye için yayınlanmış olan piyasa risk primidir. (Kaynak: Damodaran - Risk Premium for Other Markets) Finansal borçlar ile özkaynakların ağırlıklarına dikkate

alınması sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu şirket için 17,30 % olarak hesaplanmıştır.

4.2.2.4. Özkaynak Değerinin Hesaplaması

Yukarıda hesaplanmış olan serbest nakit akımları ile iskonto oranının kullanılması ve 2016 - 2023 projeksiyon döneminden sonraki sabit büyüme oranının 5% olarak kabul edilmesi ile firmaya serbest nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanmıştır. Değerleme tarihi 30 Haziran 2016'dır. Değerleme tarihi 30 Haziran 2016 olduğundan 2016 yılına ait hesaplanan firmaya serbest nakit akımların tamamı değil, kalan 6 aya ait olan tutar -954.077 TL olarak dikkate alınmıştır.

Bulunan değer, firmanın toplam değerini ifade ettiğinden bulunan değerden 30.06.2016 tarihi itibarıyla finansal borçlar ve diğer borçlar arasında yer alan ortaklara borçlar çıkarılmış, nakit ve nakit benzerleri ile diğer alacaklar içerisinde sınıflandırılmış olan ortaklardan alacaklar eklenmiş ve şirketin özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Tablo 12: Özkaynak Değerinin Hesaplanması

TL	30 Haz 2016	31-Ara-16	31-Ara-17	31-Ara-18	31-Ara-19	31-Ara-20	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	Nihai Değer
Firmaya Serbest Nakit Akımları	0	-954.077	1.450.013	1.676.222	1.915.773	2.141.735	2.348.411	2.580.675	2.764.127	23.588.235
Firma Değeri	13.363.594									
- Finansal Borçlar	536.818									
- Ortaklara Borçlar	197.900									
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	23.766									
+ Ortaklardan Alacaklar	3.387.176									
Özkaynak Değeri	16.039.818									

30 Haziran 2016 itibarıyla indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre şirketin özkaynak değeri **16.039.818 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2.3. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değerleme

Bu değerlendirme çalışmasında piyasa çarpanı olarak Piyasa Değeri/FVAÖK ile Piyasa Değeri/Satışlar kullanılmıştır. Değerlemede kullanılan çarpanlar, Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin faaliyet gösterdiği sektör dikkate alınarak belirlenmiştir.

Her iki çarpan da Naviga Tekstil ile benzer sektörde faaliyet gösteren, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler olan Akın Tekstil AŞ, Arsan Tekstil ve Sanayi AŞ, Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret AŞ, Birko Mensucat Ticaret ve Sanayi AŞ, Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri TAŞ, Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret AŞ, Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret AŞ, Hatay Tekstil İşletmeleri AŞ, Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ, Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret AŞ, Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret AŞ, Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret AŞ, Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret AŞ ile Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret AŞ'nin finansal verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 13: Çarpan Verileri (30.06.2016 itibariyle)

Çarpan Verileri	Finansal Borçlar	Finansal Yatırımlar	Yat. Amç. Gayrm.	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	Ortaklara Borçlar	Ortaklardan Alacaklar	Nak/Nakt Benz.
Akın Tekstil	2.195.491	0	238.155.000	0	3.489	0	19.763.575
Arsan Tekstil	93.873.529	0	103.488.700	3.428.057	3.023.615	597.287	19.746.410
Bilici Yatırım	70.875.692	0	66.328.141	81.650	0	0	2.214.731
Birko Mensucat	93.775.710	0	0	0	113.313	0	3.570.773
Bossa Ticaret	230.675.626	0	0	0	0	218.852.229	14.649.437
Dagi Giyim	31.691.900	0	0	3.024.709	0	458.452	31.687.646
Derimod Konf.	64.001.923	70.474	0	0	0	0	136.270
Hatay Tekstil	29.415.173	2.850.804	9.869.587	3.054.221	54	0	2.790.552
Kordsa İplik	550.766.670	413.459	28.055.112	0	0	0	40.399.036
Menderes Tekstil	408.599.190	6.841.635	0	144.631.358	145.806	111.941.412	10.808.264
Söktaş Tekstil	307.141.955	8.299	0	0	0	0	6.454.674
Yataş Yatak	79.372.814	104.373.869	0	0	0	0	10.890.639
Yünsa Yünlü Sanayi	158.511.129	0	0	0	967	0	1.129.859

Çarpan Verileri	Hisse Sayısı	Hisse Değeri*	Özkaynak Değeri (Hisse Değeri*Hisse Sayısı)	Hasılat	FVAÖK	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri/FVAÖK	Piyasa Değeri/Satışlar
Akın Tekstil	25.200.000	8,68	218.736.000	89.805.629	5.236.389	-36.983.595	-7,06	-0,41
Arsan Tekstil	84.690.000	1,63	138.044.700	72.738.691	12.139.312	107.681.390	8,87	1,48
Bilici Yatırım	45.000.000	1,10	49.500.000	40.725.557	10.648.759	51.751.170	4,86	1,27
Birko Mensucat	60.000.000	0,82	49.200.000	5.144.845	4.694.099	139.518.250	29,72	27,12
Bossa Ticaret	108.000.000	1,89	204.120.000	203.907.129	22.764.515	201.293.960	8,84	0,99
Dagi Giyim	43.300.000	1,99	86.167.000	40.457.088	3.269.204	82.322.551	25,18	2,03
Derimod Konf.	5.400.000	8,35	45.090.000	101.322.486	8.756.534	108.885.179	12,43	1,07
Hatay Tekstil	2.100.000	3,45	7.245.000	49.750.021	2.651.375	18.095.063	6,82	0,36
Kordsa İplik	194.529.076	6,05	1.176.900.910	960.446.638	164.205.634	1.658.799.973	10,10	1,73
Menderes Tekstil	250.000.000	0,59	147.500.000	225.399.896	20.688.717	282.022.327	13,63	1,25
Söktaş Tekstil	31.620.000	2,12	67.034.400	130.754.443	19.073.267	367.713.382	19,28	2,81

Yataş Yatak	42.799.695	3,35	143.378.978	221.951.560	24.492.208	107.487.284	4,39	0,48
Yünsa Yünlü Sanayi	29.160.000	2,67	77.857.200	133.580.385	10.362.414	235.239.437	22,70	1,76

*İlgili hisse fiyatları bigpara.com'dan 30.06.2016 tarihi itibarıyla kapanış verileridir.

Piyasa çarpanları belirlenirken ilgili şirketlerin 30.06.2016 tarihi itibarıyla finansal tablolarından yararlanılmıştır. Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret AŞ'nin 30.06.2016 tarihi itibarıyla finansal tabloları mevcut olmadığından bu şirket çarpan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Ortalama çarpanların belirlenmesinde ise yüksek oranda sapmaların engellenebilmesi amacıyla piyasa değeri/FVAÖK çarpanı 5 – 25 aralığında olan şirketler ile piyasa değeri/satışlar çarpanı ise 1 – 3 aralığında olan şirketler dikkate alınmıştır. Bu şirketlere ait çarpanların aritmetik ortalamaları göz önünde bulundurulmuştur. Tekstil sektörüne ait ortalama piyasa değeri/FVAÖK çarpanı 14,50 ile piyasa değeri/satışlar çarpanı 1,68 olarak tespit edilmiştir.

Naviga Tekstil'in özkaynak değerinin belirlenmesinde 30.06.2016 tarihi itibarıyla hasılat ve FVAÖK tutarları dikkate alınmış. FVAÖK ise Naviga Tekstil'in finansal tablolarından yararlanılarak hesaplanmıştır. Aşağıda şirketin 30.06.2016 FVAÖK'üne ait hesaplama yer almaktadır.

Tablo 14: Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ 30.06.2016 FVAÖK Hesaplaması

30.06.2016 FVAÖK Hesaplaması (TL)	
Brüt Kar	872.029
Genel Yönetim Giderleri	197.328
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	323.133
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	43.506
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	49.364
FVÖK	345.710
Amortisman Giderleri	64.107
FVAÖK	409.817

Bu tutarlar ile ilgili çarpanlar çarpılarak şirketin piyasa değerleri tespit edilmiş, bu piyasa değerlerinden ise 30.06.2016 tarihi itibarıyla finansal ve ortaklara borçlar çıkarılmış, nakit ve nakit benzerleri ile ortaklardan alacaklar eklenerek şirketin her iki çarpana göre özkaynak değerleri ayrı ayrı bulunmuş, iki çarpana göre tespit edilen değerlerin aritmetik ortalaması alınarak şirketin piyasa çarpanları yöntemine göre özkaynak değeri tespit edilmiştir. Aşağıda çarpan hesaplamasına yer verilmiştir.

Tablo 15: Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Özkaynak Değeri

Piyasa Değeri/FVAÖK göre Özkaynak Değeri (TL)	
30.06.2016 FVAÖK	409.817
Piyasa Değeri/FVAÖK Çarpanı	14,5
Piyasa Değeri	5.943.030
- Finansal Borçlar	536.818
- Ortaklara Borçlar	197.900
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	23.766
+ Ortaklardan Alacaklar	3.387.176
Özkaynak Değeri	8.619.254
Piyasa Değeri/Satışlar göre Özkaynak Değeri (TL)	
30.06.2016 Satışlar	6.979.032
Piyasa Değeri/Satışlar Çarpanı	1,68
Piyasa Değeri	11.748.037
- Finansal Borçlar	536.818
- Ortaklara Borçlar	197.900
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	23.766
+ Ortaklardan Alacaklar	3.387.176
Özkaynak Değeri	14.424.261

İlgili yönteme göre şirketin özkaynak değeri **11.521.757 TL**'dir.



5. NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERİ

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerleme yöntemleri arasında, değerlemeye konu şirketin faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre elde edilen sonuç, şirketin gelecekteki gelişimine dayandığından ve şirketin değerini daha gerçekçi yansıttığından bu değer ağırlığı 40%, piyasa çarpanlarına dayalı yöntem şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki diğer şirketlerin performansları ile karşılaştırılabilir objektif bir sonucun elde edilmesine olanak tanıdığından tespit edilen değer ağırlığı 40% alınmıştır. Özkaynak defter değeri yöntemi ise daha geçmiş odaklı bir yöntem olduğundan ilgili değer ağırlığı 20% olarak kabul edilmiştir.

Her üç yönteme göre elde edilen sonuçlar ağırlıklandırılarak elde edilen şirket değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 16: Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin Özkaynak Değeri

Değerleme Yaklaşımı	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
Özkaynak Defter Değeri	942.755	20%	188.551
Piyasa Çarpanları Yöntemi	11.521.757	40%	4.608.703
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	16.039.818	40%	6.415.927
TOPLAM			11.213.181

Şirketin 30.06.2016 tarihi itibarıyla özkaynak değeri **11.213.181 TL** olarak tespit edilmiştir.

YMM Prof.Dr. Hasan Emre BURÇKİN
Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

