



NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET A.Ş.

**2016/09 DÖNEMİ FİNANSAL TABLOLARINA GÖRE DÜZENLENMİŞ
ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU**

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

SUNUŞ

Bu rapor Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ ile Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ arasında imzalanan 10.08.2017 tarihli sözleşmeye istinaden Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin 30 Eylül 2016 tarihi itibarıyla pazar/piyasa değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Yapılan çalışma şirketin 30 Eylül 2016 itibarıyla pazar/piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik olup, herhangi bir alım veya satış önerisinde bulunulmamaktadır.

Pazar/piyasa değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Şirketin pazar/piyasa değerinin tespitinde Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VIII, No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ dayanak olarak kullanılmış olup, değerlendirme çalışmasında uluslararası kabul görmüş değerlendirme yaklaşımlarından şirketin pazar/piyasa değerini tespite yönelik en iyi sonucu üreteceği düşünülen yöntemler kullanılmıştır. Raporun hazırlanma sürecinde ihtiyaçlar dahilinde ortaya çıkan ek bilgiler dışında bahsi geçen tebliğde yer alan aşağıdaki asgari hususların varlığına özen gösterilmiştir.

- Değerleme Uzmanının kimliği ve raporun tarihi;
- Müşterinin kimliği;
- Talimatlar, değer takdirinin tarihi, değerlemenin amacı ve ne için kullanılacağı;
- Değerin tip ve tanımı ile birlikte değerlemenin temeli;
- Değerlendirilecek varlıkların mahiyeti, tasarruf hakkı ve yerleri;
- Araştırmanın tarihi ve boyutu;
- Değerleme çalışmasının kapsam ve boyutu;
- Varsayımlar ve kısıtlayıcı durumlar ile özel, alışılmamış ve olağanüstü varsayımlar;
- Değerlemenin bu standartlara ve gerekli açıklamalara göre gerçekleştirildiğini belirten uygunluk ifadesi;
- Değerleme Uzmanının mesleki ehliyeti ve imzası

Değerleme çalışması, şirketin 30.09.2016 tarihi itibarıyla durumunu göstermektedir. Bu tarihten sonraki gelişmeler değerleme çalışmasına dahil edilmemiştir. Değerlemede yararlanılan tüm bilgi ve veriler, Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ yönetimi tarafından hazırlanarak tarafımızın incelemesine sunulmuştur. Yapılan çalışmada, şirket yönetiminin tarafımıza sağladığı TFRS ile VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş/geçmemiş kayıtlardan ve yine şirket ziyareti esnasında şirket yöneticilerinden alınan bilgilerden, tahminlerden ve varsayımlardan faydalanılmıştır.

Verilen bu bilgilerin doğruluğu tamamen Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ sorumluluğundadır. Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ olarak tarafımıza değerlemede kullanılması için sağlanan bilgi ve belgelerin doğruluğu konusunda ayrıca bir denetim ve inceleme gerçekleştirilmemiştir.

Değerleme işlemi, sağlanan finansal ve diğer bilgilerin işlenmesi ile rapor tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır. Tarafımızın bu değerleme çalışmasından alacağı ücret değerleme çalışmasının sonuçlarına hiçbir şekilde bağlı değildir. Bu projede çalışan uzman ve yöneticiler bağımsızlıklarını korumaktadırlar. Bununla birlikte Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VIII, No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'de detayları yer alan UDES Davranış Kuralları'na uygunluk çerçevesinde aşağıdaki hususları beyan ederiz.

- Raporda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur;
- Analizler ve sonuçlar sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlıdır;
- Değerleme Uzmanının değerleme konusunu oluşturan mülkle herhangi bir ilgisi **yoktur**;
- Değerleme Uzmanının ücreti raporun herhangi bir bölümüne **bağlı değildir**;
- Değerleme ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir;
- Değerleme Uzmanı, mesleki eğitim şartlarına haizdir;
- Değerleme Uzmanının değerlemesi yapılan mülkün yeri ve türü konusunda daha önceden deneyimi vardır;
- Değerleme Uzmanı, şirketin sunulan verilerini kişisel olarak **denetlememiştir**;
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimse bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda **bulunmamıştır**.

İçindekiler

SUNUŞ	2
ÖZET	5
ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....	6
NAVİGA TEKSTİL FİNANSAL TABLOLAR	7
Naviga Tekstil'e Ait Bilançolar:.....	8
Naviga Tekstil'e Ait Gelir Tabloları:.....	9
NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERLEMESİ.....	9
Değerlemenin Amacı:.....	9
Değerlemede Kullanılan Varsayımlar ve Kısıtlamalar:	9
Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi	10
PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİNİN TESPİTİ	12
Değerlemede Kullanılan Alt Yöntemler:.....	13
Piyasa Çarpanları Yöntemiyle Hesaplanan Piyasa Değeri	14
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİNİN TESPİTİ	14
Değerlemede Kullanılan Varsayımlar:.....	15
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle Hesaplanan Piyasa Değeri.....	17
SONUÇ:.....	18

ÖZET

Bu raporun konusu; Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin (Naviga Tekstil) 30 Eylül 2016 tarihi itibarıyla pazar/piyasa değerinin tespit edilmesidir. Değerleme çalışmasında şirket tarafından sağlanan mali tablolar ve şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgi, belge, varsayım ve tahminler kullanılmıştır. Şirketin yönetimi tarafından sağlanan tahminlerin gerçekleştirilebilirliği konusunda tarafımızca bir görüş bildirilmemektedir. Değerlemede kullanılan yöntemlere göre ortaya çıkan değerler ve kullanılan ağırlıklar aşağıdaki tabloda listelenmiştir.

Naviga Tekstil'in pazar/piyasa değeri, raporumuzun ilgili kısımlarında ortaya koyulan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, 30.09.2016 tarihi itibarıyla aşağıdaki iki farklı yöntemle hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (Mİn TL) - Naviga Tekstil

	Ağırlık	Hesaplanan Bugünkü Değer	Ağırlıklandırılmış Bugünkü Değer
İNA	50%	8,974,029	4,487,014.5
Piyasa Çarpanları 2016/09	50%	8,518,019	4,259,009.5
Hesaplanan Bugünkü Değer			8,746,024

Hedef fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlere ilişkin detaylar raporun ilerleyen sayfalarında yer almaktadır.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, Naviga Tekstil'in pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, kullanılan değerleme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit olarak ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup bu tutar 8.746.024 TL'dir.

Bu rapor tarafımızın yazılı onayı olmadan yasal kurumlar, düzenleyici otoriteler dışındaki üçüncü şahıslara ve kurumlara gösterilemez ve gösterilmesi durumunda hiçbir sorumluluk kabul edilmez. Bu raporun kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz. Onay verilmesi halinde, Naviga Tekstil yönetimi, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahip olup bu durumda da raporun muhatabı Naviga Tekstil yönetimi olacaktır. Raporun başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

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

Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ, 07.11.2015 tarihinde tekstil ürünleri imalatı, ihracatı ve mümessillik alanında hizmet vermek amacıyla kurulmuştur. 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.

Şirket, 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 ihracata dayanmaktadır. 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%'sinin iç pazardan sağlanması hedeflenmektedir.

Naviga Tekstil'in ihraç pazarını ağırlıklı olarak Almanya oluşturmaktadır. Almanya haricinde İsrail ile Rusya hedeflenen ve satış yapılan diğer önemli pazarlar olarak düşünülmektedir. Diğer satış yapılan pazarlar da İrlanda ve Hong Kong'tur. 2011 yılında şirket Almanya ve İsrail pazarlarından sipariş almaya başlamış ve sonraki dönemde satış hacmini artırarak devam ettirmiştir. 2013 yılında Campione firması ile örme grubu imalatı için iş hacminin artması yönünde bir anlaşma yapılmıştır. Bu anlaşma 2013 sonrasında şirketin cirosunda anlamlı bir artış getirmiştir. 30.09.2016 itibariyle 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.

NAVİGA TEKSTİL FİNANSAL TABLOLAR

Naviga Tekstil'e ait TFRS'ye göre hazırlanmış 2014/12 - 2015/12 - 2016/12 - 2015/09 ve 2016/09 dönemi finansal tabloları aşağıda sunulmuştur. Tablolardaki veriler Naviga Tekstil tarafından sağlanmış olup tarafımızdan verilerin doğruluğuna yönelik bir denetleme gerçekleştirilmemiştir. Verilerin doğruluğuna ilişkin tüm sorumluluk Naviga Tekstil'e aittir. 2014/12 – 2015/12 – 2016/06 dönemi Naviga Tekstile'e ait finansal sonuçlar bağımsız denetimden geçmiş ve aşağıda paylaşılan TFRS uyumlu finansal sonuçlarda bağımsız denetimdeki veriler dikkate alınmıştır. 30.09.2016 ile 31.12.2016 dönemi finansal sonuçları ise bağımsız denetimden geçmemiştir.

2014/12 – 2015/12 – 2016/06 dönemi Naviga Tekstil'e ait finansal sonuçlar ilişkin gerçekleştirilen bağımsız denetimde belirtilen dönemlere ait finansal sonuçların şirketin gerçek finansal durumunu, aynı tarihte sona eren yıla ait finansal performansını ve nakit akımlarını Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun bir biçimde sunduğu belirtilmiş ve "Sınırlı Olumlu Görüş" verilmiştir. Verilen "Sınırlı Olumlu Görüş" kararının 30.06.2016 tarihi itibarıyla şirketin stok sayımının yapılmamış olmasından kaynaklandığı görülmüştür.



Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Naviga Tekstil'e Ait Bilançolar:

TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar
Naviga Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.

Finansal Durum Tablosu 31 Aralık İtibariyle (TL)					
Dönen Varlıklar	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,109	4,858	1,939	1,525	44,092
Ticari Alacaklar	1,712,909	1,349,855	1,815,216	2,076,937	1,387,535
Stoklar	2,982,602	3,811,924	6,141,656	3,220,641	5,057,396
Diğer Alacaklar	1,217,395	4,361,296	2,758,730	2,269,378	4,629,879
Peşin Ödenmiş Giderler	235,738	49,326	98,831	345,981	10,800
Diğer Dönen Varlıklar	278,202	254,702	611,686	369,348	290,343
Toplam Dönen Varlıklar	6,446,955	9,831,961	11,428,057	8,283,811	11,420,046
Duran Varlıklar	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Ticari Alacaklar	-	-	-	-	-
Diğer Finansal Alacaklar	-	-	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	2,666,230	-	-
Maddi Duran Varlıklar	181,021	273,623	187,933	282,730	217,364
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	24,588	32,255	308,661	32,442	316,686
Diğer Alacaklar	-	-	6,459	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18,432	7,228	4,256	25,892	-
Toplam Duran Varlıklar	224,041	313,106	3,173,539	341,064	534,050
Toplam Varlıklar	6,670,996	10,145,067	14,601,596	8,624,875	11,954,096
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1,594,294	352,383	22,343	667,641	365,169
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	58,780	55,786	-	-
Ticari Borçlar	4,578,940	4,576,208	6,316,916	3,686,028	5,807,230
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	54,795	130,367	179,849	155,631	319,650
Diğer Borçlar	241,342	258,388	148,998	276,511	67,642
Ertelenmiş Gelirler	-	4,005,545	6,552,001	3,606,358	4,320,846
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,539	78,687	15,331	26,152	6,948
Kısa Vadeli Karşılıklar	88,378	14,524	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	71,303	12,345	15,297
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,559,288	9,474,882	13,362,256	8,340,666	10,902,781
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	99,288	60,129	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	30,357	22,998	19,139	20,750	22,003
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-	12,419
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	123,084	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	30,357	122,286	202,352	20,750	34,422
Özkaynak	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Ödenmiş Sermaye	10,000	228,091	500,000	228,091	500,000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birleşmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya	(6,930)	6,025	8,269	7,379	2,988
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2,000	2,000	18,555	2,000	18,555
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	38,966	(51,174)	295,230	(51,178)	295,228
Net Dönem Karı/Zararı	37,315	362,957	214,664	(12,834)	200,122
Toplam Özkaynaklar	81,351	547,899	1,036,718	173,458	1,016,893
Toplam Kaynaklar	6,670,996	10,145,065	14,601,596	8,624,875	11,954,096

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Naviga Tekstil'e Ait Gelir Tabloları:

TFRS'ye Göre Düzenlenmiş Finansal Tablolar
Naviga Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.

Kar Zarar Tablosu 31 Aralık İtibariyle Biten Yıla İlişkin (TL)					
	2014	2015	2016	2015/09	2016/09
Hasılat	9.890.610	10.259.506	12.039.616	7.890.020	10.058.906
Satışların Maliyeti	(8.078.120)	(8.237.133)	(9.857.984)	(6.175.707)	(8.593.060)
Brüt Kar/Zarar	1.812.490	2.022.373	2.181.631	1.714.313	1.465.846
Genel Yönetim Gid.	(504.144)	(376.187)	(562.865)	(343.758)	(330.818)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	(799.430)	(773.001)	(642.811)	(636.752)	(477.724)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22.866	61.562	75.472	43.196	60.867
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(32.258)	(94.115)	(206.202)	(77.694)	(66.382)
Esas Faaliyet Karı	499.524	840.632	845.224	699.304	651.790
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	499.524	840.632	845.224	699.304	651.790
Finansman Gelirleri	245.326	1.003.878	814.215	401.627	305.858
Finansman Giderleri	(690.143)	(1.367.285)	(1.372.116)	(1.098.652)	(691.005)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	54.707	477.225	287.323	2.279	266.642
Dönem Vergi Gideri	(25.085)	106.303	(70.248)	(26.152)	(46.113)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gid.	7.693	7.965	(2.411)	11.039	(20.407)
Net Dönem Kar/Zarar	37.315	362.957	214.664	(12.834)	200.122

NAVİGA TEKSTİL SANAYİ TİCARET AŞ'NİN DEĞERLEMESİ

Değerlemenin Amacı:

Bu rapor Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ ile Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ arasında imzalanan 10.08.2017 tarihli sözleşmeye istinaden Naviga Tekstil Sanayi Ticaret AŞ'nin 30 Eylül 2016 tarihi itibarıyla şirketin pazar/piyasa değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır. Yapılan çalışma şirketin 30 Eylül 2016 itibarıyla pazar/piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik olup, herhangi bir alım veya satış önerisinde bulunulmamaktadır.

Değerlemede Kullanılan Varsayımlar ve Kısıtlamalar:

Değerleme çalışmasında aşağıda yer alan temel varsayımlar ve kısıtlamalar mevcuttur. Özellikle geleceğe yönelik şirket tarafından sunulan tahmin ve varsayımların burada bahsi geçen gelişmelerden doğrudan etkileneyeceği ve bunun şirketin öngörülen değerini önemli ölçüde etkileyebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

- Şirketin faaliyet gösterdiği ülkelerde, şirketin satışlarını önemli ölçüde etkileyecek büyüklükte bir ekonomik/siyasi kriz yaşanmayacağı,
- Şirketin, faaliyetlerini önemli boyutta etkileyen, alışlagelenin dışında (doğal afet, yangın, makro ekonomik kriz vs) bir engel olmadan işletmenin faaliyet göstermeye devam edeceği,
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek önemli bir kayıp olmayacağı ve şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği,

- Aksi belirtilmediği sürece şirketin tüm ilgili kanun ve mevzuata tam uygunluk gösterdiği,
- Türkiye ve başta ihracat gerçekleştirilen ülkeler olmak üzere global konjonktürde ana trendlerden çok ciddi sapmalar olmayacağı varsayılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe raporda kullanılan para birimi TL'dir,
- Tespit edilen tahmini şirket değeri 30.09.2016 tarihi içindir. Bu tarihten sonraki gerçekleştirmeler dikkate alınmamıştır,
- Şirket tarafından sağlanan ve değerlemede kullanılan mali tablolarda yer alan rakamların gerçeği yansıttığı varsayılmış, aktiflerin yasal durumunu gösteren (ipotek, irtifak hakkı, haciz, rehin vs) herhangi bir çalışma yürütülmemiştir. Değerlemede mevcut aktifler üzerinde bu tür kısıtlayıcı şartlar olmadığı varsayılmıştır,
- Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır,
- İlerleyen yıllarda piyasa koşullarında ve raporda kullanılan şirket tarafından sağlanan projeksiyonlarda bir değişme olması durumunda rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun revize edilmesi konusunda Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin bir yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Gedik Yatırım Menkul Değerler AŞ sorumlu tutulamaz.

Temel Değerleme Yaklaşımları ve Değerleme Yönteminin Seçimi

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar/nakit yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Şirketin kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerinin dağılımı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VIII, No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'de belirtildiği üzere şirket değerlemelerinde üç yaklaşım uygulanır. Değerleme Uzmanı bu yaklaşımlardan iki veya daha fazlası ile bunlara bağlı metotlardan elde edilen göstergeler arasındaki uyumu/mutabakatı sağlar. Tebliğde bahsi geçen değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgiler aşağıdaki şekilde özetlenebilir.

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Emsal karşılaştırma yaklaşımı söz konusu şirketi; benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Karşılaştırılan şirketler söz konusu şirket ile aynı sektörde olmalı ve aynı ekonomik değişkenlere bağlı olmalıdır. Tipik veri kaynakları; tüm şirketlerin alınıp satıldığı piyasalar, söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve benzer şirketlere ait sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır.

- Ulusal ve Uluslararası Benzer Şirket Çarpanları ile Değerleme (Piyasa Çarpanları Yöntemi)

Gelir indirgeme 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.

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özkaynağa Serbest Nakit Akımları)
- Kar Payı İndirgeme Yöntemi

Varlık esaslı yaklaşımda, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile değerlendirilen bir faal şirket ile ilgili bir görevde bu yaklaşım kullanıldığında elde edilen değer, diğer yaklaşımın veya yaklaşımların değer takdirleri ile beraber dikkate alınmalıdır.

- Defter Değeri
- Tasfiye Değeri
- Net Aktif Değeri

Varlık esaslı yaklaşımın yukarıda belirtilen tebliğin Şirket Değerlemesi (Kılavuz Notu No:6) başlıklı bölümün 5.14.3.4 maddesinde de belirtildiği üzere; gayrimenkul şirketi, zirai faaliyette bulunan şirketler, yatırım veya holding şirketleri gibi işletmenin sürekliliği varsayımı dışında bir başka esasa dayalı olarak değerlemesi yapılan şirketlerde kullanılması daha uygundur. Buna göre Naviga Tekstil'in faaliyet gösterdiği sektör ile şirketin sürekliliği ve gelecek potansiyeli göz önüne alındığında; Naviga Tekstil için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ile "İndirgenmiş Nakit Akımı" yöntemleri kullanılmış olup şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

PIYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİNİN TESPİTİ

Piyasa çarpanları temelli değerlendirme yöntemlerinde amaç; organize bir pazarda fiyatı oluşmuş, değerlendirilen şirket ile benzerlik gösteren şirketlerden yararlanarak, şirketin değerinin belirlenmesidir. Bu yöntemin temel varsayımı benzer varlıkların (şirketlerin) benzer fiyatlardan satılacağıdır. Naviga Tekstil, Türkiye’de yerleşik hazır giyim sektöründe faaliyette bulunan görece olarak küçük ölçekli bir firmadır. Ölçeği nedeniyle şirketin uluslararası piyasalarda oluşan tekstil sektörü çarpanları ile değerlemeye tabi tutulmasının yanıltıcı olacağını düşünüyoruz. Değerlemede öncelikle Borsa İstanbul Tekstil Endeksi’nde yer alan şirketler emsal kabul edilmiştir. Aşağıdaki tabloda Tekstil Endeksi’nde yer alan şirketlere ait tanıtıcı bilgiler mevcuttur.

ŞİRKET	FAALİYET ALANI	PİYASA DEĞERİ
Akın Tekstil	Her nevi mensucat imalatı	233.352.000,00
Arsan Tekstil	İplik-Örme Kumaş-Katlama Büküm-İplik Boyama-Kumaş Boyama	112.637.700,00
Bilici Yatırım	İplik Büküm, Boya-Apre, İnşaat, Turizm ve Enerji	53.550.000,00
Birlik Mensucat	Havlu, Bornoz, Ev Tekstili Ve Yatak Grubu Satışı	15.122.244,24
Bossa	Tekstil Ürünleri İmalatı ve Satışı.	218.160.000,00
Dagi Giyim	Tekstil	55.424.000,00
Derimod	Deriden Mamul Giysi Üretimi, Deri Giysi Konfeksiyon	38.664.000,00
Hatay Tekstil	İplik, dokuma, apre, boya, konfeksiyon, ev tekstil ürünleri imalatıyla ilgili fabrika ve tesisler kurmak ve işletmek	75.810.000,00
Menderes Tekstil	Ev Tekstil Ürünleri Üretimi (İplik, Bez Üretimi, Boya, Arpe, Beyazlatma, Baskı, Dokuma, Konfeksiyon/Rara Ürün (Astar Tela-Topfuse)	152.500.000,00
Söktaş	Şirketin ana faaliyet konuları: iştirak yönetimi, iplik ve gömleklik kumaş üretimi, tarım ve süt hayvancılığıdır.	63.240.000,00
Yataş	Yatak, Yorgan, Ev Tekstili, Kanepe ve Mobilya Alım Satımı ve İmalatı	173.338.764,75
Yünsa	Yünlü Tekstil Mamülleri Üretimi ve Pazarlaması	74.358.000,00
Kordsa	Araç lastiklerinin yapısında bulunan ve ana iskeleti oluşturan bezler ile sinai tür bezlerin imalatı; transmisyon kayışları, V kayışları, lastik hortumlar gibi kauçuk ve plastik malzemenin yapısında bulunan sinai bezler ile sinai tek kordun imalatı;	1.318.907.135,28

Bu şirketlerin hem sayıca az olması hem de faaliyet alanı ve mali tablolarının homojen bir yapı sergilememesi nedeniyle, Tekstil Endeksi’ni içinde barındıran Borsa İstanbul Sinai Endeksi de ikinci bir kıyaslama ölçütü olarak alınmıştır. Naviga Tekstil’in piyasa değerinin hesaplamasında bu iki endekste ki şirketlerin ilgili çarpanlarının medyanları ile elde edilen sonuçlar eşit ağırlıkta kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları ile değerlendirme belirlenen tarihteki (30.09.2016) birden çok şirket için (BIST Tekstil Endeksi ve BIST Sinai Endeksi dahilindeki hisseler) oluşmuş piyasa fiyatları ile bu şirketlere ait finansal veriler (2016/09) arasındaki ilişki kurularak yapılmaktadır. Bu şirketlerin oluşturdukları endekslerde ki şirketlerin çarpanlarının medyan değerleri, değerlemesi yapılan şirket için referans değeri oluşturmaktadır.

Piyasa çarpanları temelli değerlendirme kullanılan birçok yöntem olmasına karşın, değerlendirme kavramında en fazla dikkat edilen çarpanlardan Firma Değeri/FAVÖK (Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar) ve Piyasa Değeri/Satışlar oranı değerlememizde kullanılan iki yöntem olmuştur.

Değerlemede Kullanılan Alt Yöntemler:

Piyasa çarpanları temelli değerleme çalışmasında şirketin piyasa değerinin tespiti için;

- Firma Değeri/FAVÖK
- Piyasa Değeri/Satışlar

yöntemleri, BIST Tekstil Sektörü ve BIST Sınai Endeksi referans değerleri ile eşit ağırlıklarda kullanılmıştır.

Değerlemede kullanılan Naviga Tekstil'e ait FAVÖK, Net Borç ve Satış kalemleri 2016/09 dönemine ait yıllıklandırılmış verilerdir.

FAVÖK: Şirketin Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar'ını göstermektedir. Naviga Tekstil'in 2016/09 dönemi itibariyle yıllıklandırılmış FAVÖK rakamı 905.703 TL'dir.

Naviga Tekstil FAVÖK	2016/09*
Net Satışlar	12.428.392
SMM	-10.654.486
Brüt Kar/Zarar	1.773.906
Faaliyet Giderleri	-977.220
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	79.233
Esas Faaliyetlerinden Diğer Giderler	-82.803
Faaliyet Karı	793.118
Amortismanlar	112.585
FAVÖK	905.703
2016/09* yıllıklandırılmış verileri göstermektedir	

Net Borç: Şirketin 2016/09 dönemi itibariyle net borcu 321.077 TL'dir. Net Borç; Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar, Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları ve Finansal Uzun ve Kısa Vadeli Borçlardaki Kiralama İşlemlerinden Borçlar Toplamından; Menkul Kıymetler, Nakit Değerler ve Finansal Yatırımlar çıkartılarak bulunmuştur.

Naviga Tekstil Net Borç	2016/09
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	365.169
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0
Finansal Kısa Vadeli Kiralama	0
Finansal Uzun Vadeli Kiralama	0
Nakit Değerler	44.092
Menkul Kıymetler	0
Finansal Yatırımlar	0
Net Borç	321.077

Piyasa Çarpanları Yöntemiyle Hesaplanan Piyasa Değeri

Değerlemede kullanılan Firma Değeri/FAVÖK çarpanının medyanı BIST Tekstil Endeksi'nde 7,88 iken BIST Sınai Endeksi'nde 9,82'dir. Piyasa Değeri/Satışlar çarpanının medyanı ise BIST Tekstil Endeksi için 0,67 BIST Sınai Endeksi içinse 0,84 olarak hesaplanmıştır. Yukarıda hesaplamaları yer alan Naviga Tekstil'e ait FAVÖK ve Net Borç rakamları sırası ile 905.703 ve 321.077 TL'dir. Bu rakamlar referans alınarak yapılan değerlendirme sonuçları aşağıda yer almaktadır.

İlk bölümde endekslere ait Firma Değeri/FAVÖK çarpanı referans alınarak hesaplanan Naviga Tekstil Firma Değeri'nden Net Borç kalemi düşülerek şirketin piyasa değeri bulunmuştur. İkinci yöntem olaraksa endekslere ait Piyasa Değeri/Satışlar çarpanı kullanılarak Naviga Tekstil'e ait piyasa değeri hesaplanmıştır. Bulunan bu iki değer aritmetik ortalaması Naviga Tekstil'in 30.09.2016 tarihindeki piyasa çarpanları yöntemine göre hesaplanan nihai piyasa değerini vermektedir. Bu şekilde hesaplanan Naviga Tekstil'e ait 30.09.2016 tarihindeki piyasa değeri 8.518.019 TL'dir.

NAVİGA TEKSTİL 30.09.2016 İTİBARIYLA PİYASA ÇARPANLARINA GÖRE DEĞERLEME							
Kullanılan Yöntem	BIST Tekstil Endeksi Medyan Değeri	BIST Sınai Endeksi Medyan Değeri	Naviga Tekstil FAVÖK	Naviga Tekstil Net Borç	Naviga Tekstil Firma Değeri (BIST Tekstil)	Naviga Tekstil Firma Değeri (BIST Sınail)	Naviga Tekstil Piyasa Değeri (Ortalama)
Firma Değeri/FAVÖK	7,88	9,82	905.703	321.077	7.136.401	8.895.101	7.694.674
	BIST Tekstil Endeksi Medyan Değeri	BIST Sınai Endeksi Medyan Değeri	Naviga Tekstil Satışlar		Naviga Tekstil Piyasa Değeri (BIST Tekstil)	Naviga Tekstil PiyasaDeğeri (BIST Sınail)	Naviga Tekstil Piyasa Değeri (Ortalama)
Piyasa Değeri/Satışlar	0,67	0,84	12.428.392		8.304.643	10.378.086	9.341.365
ORTALAMA (Her iki Yöntemin Ortalaması)							8.518.019

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİNİN TESPİTİ

Gelecekteki beklentilere dayanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi firma değerlemesinde sıkça kullanılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firmanın değeri, halihazırdaki şirketin yapısı, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firmanın geçmiş verileri ve performansı analiz edilerek geleceğe yönelik nakit akımları tahmin edileceği için nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılacak indirgeme oranı firmanın nakit akımlarının riskliliğini yansıtacak şekilde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak belirlenmelidir.

Naviga Tekstil'in nakit akımları projeksiyonları yapılırken firma ile yapılan görüşmelerde satış büyümesi için 2023 sonuna kadar sunulan projeksiyonlar kullanılmıştır. Projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak artık değer (uç değer) hesaplanmaktadır. Artık değer hesaplanmasında devam eden büyüme oranı olarak Türkiye'nin uzun vadeli ortalama büyüme beklentimiz olan %4,5 rakamı kullanılmıştır.

İleriye dönük FAVÖK (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) hesabından, işletme sermayesi değişimi, yatırım ödemesi ve vergi giderleri düşülerek hesaplanan ve ilgili projeksiyon yılında gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları, bugüne ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile indirgenmiş ve net borç düşülerek şirket değeri tespit edilmiştir.

Değerlemede Kullanılan Varsayımlar:

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi 2023 sonuna kadar olan dönemi kapsamaktadır.
- 3) Şirketin net borç kalemi 2016/09 dönemi verilerinden alınmıştır.
- 4) Değerlemede kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabına yönelik detaylar aşağıda verilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Şirketler faaliyetlerini fonlamak için iki yolla kaynak temin etmektedir. Bu kaynaklar sermaye ve finansal borçlanmalardır. Dolayısıyla şirkete olan serbest nakit akımları indirgenirken şirketin iki kaynağı nasıl kullandığının ve her iki kaynağın maliyetinin dikkate alınması gerekir. Bu kaynaklardan finansal borçlara ödenen faizin yarattığı vergi kalkanı, ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken dikkate alınmalıdır. Finansal borçların maliyeti uzun dönemli şirketin katlandığı/katlanacağı maliyet olmaktadır.

Şirket ile yapılan görüşmelerde 2016/09 döneminde gerçekleştirilen borçlanmada teminat çeklerine karşılık kullanılan kredilerde %16 dolaylarında maliyet oluştuğu ifade edilmiştir. Bu oran AOSM hesaplanmasında şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti olarak kullanılmıştır.

Değerlemede, değerlemeye baz alınan tarihteki 10 yıllık tahvil faizi referans alınarak risksiz faiz olarak %10, piyasa risk primi %5,5 ve efektif vergi oranı olarak %20 kullanılmıştır. Halka açık bir şirket olmayan Naviga Tekstil'in beta katsayısı belirlenirken, BIST Tekstil Endeksi'nin BIST Tüm Endeksi ile korelasyonu dikkate alınmış ve Tekstil Endeksi'nin son bir yıllık dönemdeki betası olan 1,36 referans değer olarak alınmıştır.

Şirketin 2016/09 dönemi sonunda Finansal Borçlar/Toplam Aktifler oranı %3,05'tir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken bu oranın ilerleyen yıllarda da korunacağı varsayılmıştır. Kullanılan bu rakamlarla birlikte hesaplanan Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki şekildedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - NAVİGA Tekstil

Risksiz Faiz Oranı	10.0%
Piyasa Risk Primi	5.5%
Beta	1.36
Sermaye Maliyeti	17.5%
Borç Maliyeti	12.4%
Fin. Borç/Aktifler	3.05%
AOSM	17.32%

Satışlardaki Büyüme: Şirketin 2011 ve 2016 arası satışlarının yıllık bileşik büyüme oranı yaklaşık %29'dur. 2016 yılında ise şirketin satışlarındaki büyüme yaklaşık %17 olarak gerçekleşmiştir. Şirketle yapılan görüşmelerde gelecek yıllara ilişkin büyüme projeksiyonları paylaşılmış, değerlemede şirketin verdiği bu büyüme oranları dikkate alınmıştır. Büyüme oranlarının gerçekleşebilirliği konusunda bir değerlendirmemiz bulunmamaktadır.

Satılan Malın Maliyeti: Satışların maliyetinin satışlara oranı son 3 yılda sırasıyla %81,7 - %80,3 ve %81,9 olarak gerçekleşmiştir. Gelecek yılların satılan malın maliyetinin satışlara oranı son 3 yılın ortalama değeri olan %81,3 olarak hesaplanmıştır.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderlerinin satışlara oranı son 3 yılda sırasıyla %13,2 - %11,2 ve %10,0 olarak gerçekleşmiştir. Gelecek yılların faaliyet giderlerinin satışlara oranı, son iki yılın ortalaması olan %10,6 olarak kullanılmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dengesi: Şirketin esas faaliyetlerden diğer gelir gider kalemleri geçmiş yıllarda sınırlı bir negatif değer üretmektedir. Değerlemede bu sınırlı negatif etkinin son yıldaki şekliyle devam edeceği ve buradaki dengenin satışlara oranının %1 dolaylarında kalacağı varsayılmıştır.

Finansman Gelir/Gider Dengesi: Şirketin finansman yapısında önemli bir değişim olmayacağı varsayımı ile şirketin finansman gelir gider dengesinin satışlara oranı için son yılda görülen değer gelecek yıllar için de kullanılmıştır.

Vergi: Şirket için efektif vergi oranı %20 olarak değerlendirilmiştir.

Amortisman Tahminleri: Amortisman tahminleri şirketle yapılan görüşmeler neticesinde geçmiş yıllar rakamları da göz önünde bulundurularak satışlara oranı azalan bir trendle hesaplanmıştır. Şirket için hesaplanan amortisman tahminleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

İşletme Sermayesi Değişimi: Şirketin İşletme Sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında Ticari Alacak/Satışlar, Stoklar/Satışlar ve Ticari Borçlar/Satışlar oranlarının son 3 yıl ortalamaları referans değer olarak alınmış ve gelecekte bu oranların korunacağı varsayılmıştır. Referans olarak alınan bu oranlar sırası ile %15,18 - %39,44 ve %47,79'dur. Bu varsayımlarla hesaplanan işletme sermayesi değişimine ilişkin tahminler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımlar: Şirketin 2013, 2014, 2015 ve 2016/09 dönemi itibarıyla maddi ve maddi olmayan duran varlıklar hesabındaki net değişimler yatırım harcaması olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede 2014 yılında 26 bin TL, 2015 yılında 103 bin TL ve yıl içinde gerçekleşen özel yatırımların da katkısı ile 2016/09 döneminde bu kalemlerin toplamında 264 bin TL artış yaşanmıştır. 2016/09 dönemindeki özel yatırımlar nedeniyle bu dönemi göz ardı edilerek 2014 ve 2015’de gerçekleşen yatırım harcamalarının ortalaması olan 64.5 bin TL rakamı ortalama yatırım harcaması olarak baz alınmıştır. 2016/12 yılı yatırım tutarı değeri için 2016/09 verileri dikkate alınmış, 2016/09 dönemi sonrası gerçekleşen yatırım harcamaları hesaplamaaya dahil edilmemiştir. 2014 ve 2015 yılı yatırım harcamalarının ortalaması gelecek yıllar için baz olarak kullanılıp 30.09.2016 tarihindeki uzun vadeli (10 yıllık) tahvil faizi (%9,9284) ile 2017 ve sonraki yıllar için artırılarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle Hesaplanan Piyasa Değeri

İNA Sonuçları - Naviga Tekstil	2016/12	2017/12T	2018/12T	2019/12T	2020/12T	2021/12T	2022/12T	2023/12T
Satış Geliri	12,039,616	14,447,539	17,048,096	19,775,792	22,544,402	25,249,731	27,774,704	29,996,680
-Büyüme Oranı	17.4%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	10.0%	8.0%
Satışların Maliyeti	9,857,984	11,745,849	13,860,102	16,077,719	18,328,599	20,528,031	22,580,834	24,387,301
Faaliyet Giderleri	1,205,676	1,531,439	1,807,098	2,096,234	2,389,707	2,676,471	2,944,119	3,179,648
Net Esas Faaliyet Karı	845,224	1,014,217	1,196,776	1,388,261	1,582,617	1,772,531	1,949,784	2,105,767
-Büyüme Oranı	0.5%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	10.0%	8.0%
-Marj	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Amortisman (+)	112,585	158,923	153,433	158,206	135,266	75,749	83,324	89,990
Vergi (-)	72,659	69,059	81,490	94,528	107,762	120,694	132,763	143,384
İşletme Sermayesindeki Değişim (-)	1,054,385	-653,189	177,618	186,302	189,096	184,774	172,456	151,761
Yatırımlar (-)	264,976	78,200	85,964	94,498	103,881	114,194	125,532	137,995
Serbest Nakit Akımı	-434,211	1,679,070	1,005,138	1,171,139	1,317,145	1,428,618	1,602,358	1,762,617
AOSM	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%
İndirgeme Faktörü	1.04	1.22	1.43	1.68	1.97	2.31	2.71	3.18
İndirgenmiş Nakit Akımı	-417,209	1,375,091	701,614	696,773	667,923	617,475	590,300	553,454
Periyot Dönemi Toplam İNA		4,785,421						
Artık Değer		4,509,685						
Artık Değer Büyüme Oranı		4.5%						
Toplam Nakit Akımı		9,295,106						
Net Borç (-)		321,077						
Hesaplanan Bugünkü Değer		8,974,029						

Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda hesaplanan periyot dönemi indirgenmiş nakit akımları toplamı 4.785.421 TL iken, periyot dönemi sonrası için hesaplanan artık değer 4.509.685 TL’dir Böylece şirketin toplam indirgenmiş nakit akımı toplamı 9.295.106 olarak gerçekleşmiş, bu değerden şirketin 2016/09 dönemi net borcu olan 321.077 TL rakamı çıkarılarak şirketin indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre nihai değeri olarak 8.974.029 TL rakamına ulaşılmıştır.

SONUÇ:

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, Naviga Tekstil'in pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, kullanılan değerleme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit olarak ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup bu tutar 8.746.024 TL'dir.

Değerleme Özeti (Mİn TL) - Naviga Tekstil

	Ağırlık	Hesaplanan Bugünkü Değer	Ağırlıklandırılmış Bugünkü Değer
İNA	50%	8,974,029	4,487,014.5
Piyasa Çarpanları 2016/09	50%	8,518,019	4,259,009.5
Hesaplanan Bugünkü Değer			8,746,024

Hedef fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlere ilişkin detaylar raporun ilerleyen sayfalarında yer almaktadır.

Değerlememizde 2016/09 dönemi finansal sonuçları baz alınmış ve değerleme bu verilere göre gerçekleştirilmiştir. Değerlemede baz alınan 30.09.2016 tarihli dönem ile Naviga Tekstil'in paylarının devralındığı 24.10.2016 tarihinde kadar şirket değerini etkileyecek herhangi bir değişikliğin olmadığı şirket tarafından Kuruluşumuza iletilmiştir.

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.