

5.2 Akpet Akaryakıt Sanayi Ve Ticaret Ltd.Şti.

5.2.1 İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme Çalışması

Genel Öngörüler:

1. Projeksiyon çalışması Türk Lirası olarak hazırlanmıştır.
2. Satış gelirlerine ilişkin enflasyonun 2013 yılında %5, takip eden yıllarda %4 olacağı öngörülmüştür. Satış gelirlerinin 2013 yılında %60; ilerleyen yıllarda ise sırasıyla; %3, %2, %2 büyüyeceği öngörülmüştür. 2013 yılın büyümenin ana sebebi şirketin LPG satışına başlayacak olmasıdır. 2013 yılında gerçekleşecek LPG satışlarının toplam satış tutarının %19'u olacağı öngörülmüştür. İlgili satışa ilişkin 500.000 TL yatırım gideri öngörülmüştür.
3. Şirketin Mart 2013 itibariyle LPG satışına başlayacağı öngörülmüştür. LPG satışlarının Mart 2013'te 5.000 Litre ile başlayacağı, aylık 2.500 litre artış göstererek Temmuz 2013'te 15.000 Litre'ye ulaşacağı ve bu aydan sonra 15.000 Litre olarak devam edeceği öngörülmüştür.
4. Şirketin LPG dışında satışını öngördüğü akaryakıt türlerine göre günlük satış rakamları ve ortalama birim fiyatlar aşağıda verilmiştir.

Akaryakıt Satışları	Günlük Litre	Ort. Birim Fiyat
Benzin - 95 Oktan	15,000	4.59
Benzin - 97 Oktan	1,600	4.68
Motorin	12,000	4.29

5. Çalışma sermayesine yönelik devir hızları stoklar için 6 gün, satıcı borçları için 25 gün olarak öngörülmüştür.
6. Nakit akımına yönelik iskonto oranı % 15.5 olarak uygulanmıştır.
7. Nihai değer büyüme oranı % 5 olarak öngörülmüştür.
8. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.
9. Yiyecek ve içecek gelirlerinin aylık akaryakıt cirosunun %0.3'ü (net) olacak şekilde hesaplanmıştır.
10. Reklam gelirinin pano başına 5.000 TL/ay olmak üzere 2 pano üzerinden aylık 10.000 TL olacağı öngörülmüştür.
11. İntifa hakkı gelirinin 2021 yılı sonuna kadar 900.000 \$/yıl olarak devam edeceği öngörülmüştür. Bununla birlikte ilgili gider 5 yılda bir peşin alındığı için, nakit akım tablolarında ilgili tutarın gelecek yıllarda 2016 yılında nakit akışına dahil olacağı öngörülmüştür.
12. Nihai değer rakamı 2016 yılında alınacak intifa hakkı gelirinin 5 yıla bölünmesi üzerinden hesaplanmıştır.

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul

Tel. : +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56

www.bbdenetim.com - e-mail : info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

13. Faaliyet giderlerinin 2013 yılında %35, sonraki yıllarda sırasıyla; %9, %4, %4 artacağı öngörülmüştür. Amortisman hariç faaliyet giderlerinin 2012 yılı sonrası %2,05-%2,25 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
14. Aylık elektrik, su ve doğalgaz giderlerinin aylık toplam gelirin %0.5'i; bakım, onarım giderlerinin aylık toplam gelirin %0.15'i; genel yönetim giderleri ve diğer giderlerin aylık toplam gelirin %0.2'si oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
15. Yıllık sigorta giderlerinin 10.000 TL tutarında olacağı ve enflasyon oranında artacağı öngörülmüştür.
16. Şirketin yaptığı akaryakıt satışından elde edeceği kar marjları aşağıdaki gibi öngörülmüştür:
- | | |
|-------------------|-------|
| Benzin - 95 Oktan | 5.0% |
| Benzin - 97 Oktan | 5.0% |
| Motorin | 8.0% |
| LPG | 14.0% |
17. Finansman giderlerinin POS giderlerinden oluştuğu ve POS giderlerinin akaryakıt cirosunun %0.75'i oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
18. Yatırım amaçlı gayrimenkuller bilançoda tutuldukları değer üzerinden hesaplamaya dahil edilmiştir.
19. Grup firmaları ve ortaklarla olan ve ticari niteliği olmayan alacak ve borçlar netleştirildikten sonra; diğer kalemi altında hesaplamaya dahil edilmiştir.

(Handwritten signature)

	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016
Net satışlar	18,353,305	35,512,148	38,272,424	61,368,235	63,032,471	64,511,814	65,698,418
Satışların maliyeti	(17,028,301)	(32,580,099)	(34,658,532)	(56,212,570)	(56,917,482)	(58,157,025)	(59,076,097)
Brüt kar	1,325,004	2,932,049	3,613,892	5,155,665	6,114,989	6,354,789	6,622,322
Faaliyet giderleri	(808,467)	(944,978)	(931,546)	(1,255,151)	(1,364,607)	(1,419,522)	(1,478,546)
Amortisman öncesi faaliyet karı	703,859	2,153,058	2,682,346	3,900,514	4,750,382	4,935,266	5,143,776
Amortisman giderleri	(187,322)	(165,987)	(164,937)	(160,000)	(160,000)	(160,000)	(160,000)
Diğer gelir/giderler (net)	(5,284)	(6,350,051)	(51,558)				
Finansman giderleri (net)	(54,224)	(165,369)	(139,900)	(456,622)	(514,718)	(535,306)	(558,276)
İntifa gelirleri				1,681,798	1,722,314	1,756,085	1,790,606
Vergi öncesi net kar (EBT)	269,707	1,591,029	2,325,951	4,965,690	5,797,978	5,996,045	6,216,105
Vergi karşılık gideri	(82,895)	(323,271)	(463,773)	(993,138)	(1,159,596)	(1,199,209)	(1,243,221)
Vergi sonrası net kar	186,812	1,267,758	1,862,178	3,972,552	4,638,383	4,796,836	4,972,884
FVAÖK				3,900,514	4,750,382	4,935,266	5,143,776
				6.36%	7.54%	7.65%	7.83%
Yatırım Harcamaları	(2,910,573)	(6,434,749)					
Vergi Gideri	(82,895)	(323,271)	(463,773)	(993,138)	(1,159,596)	(1,199,209)	(1,243,221)
Çalışma Sermayesi Hareketi				1,242,966	36,694	64,524	47,842
İntifa Geliri							8,953,028
SERMAYEYE KALAN NAKİT				4,150,342	3,627,480	3,800,582	12,901,425
İskonto Oranı				15.5%			
İskonto Çarpanı				0.87	0.75	0.65	0.56
İSKONTOLU NAKİT				3,593,370	2,719,200	2,466,631	7,249,528
İskontolu Nakit Toplamı				16,028,728			
Nihai Değer Büyüme Oranı				5%			
Nihai Değer				30,712,784			
ŞİRKET DEĞERİ				46,741,512			
Hazır Değerler				559,091			
Finansal Borçlar				(2,288,205)			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller				4,231,130			
Diğer				2,049,726			
HİSSE DEĞERİ				51,293,254			

88

5.2.2. Denetlenmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31.12.2012 UFRS'ye göre denetlenmiş özkaynak tutarı: 34,360,557

5.2.3. İMKB'de İşlem gören Benzer Şirket Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranlarına Göre Hisse Değeri:

Şirket'in faaliyet gösterdiği operasyona ilişkin İMKB'de işlem gören tek şirket Mepet Metro Petrol ve Tesisleri A.Ş.'dir (Mepet). Mepet'in 31 Aralık 2012 denetlenmiş mali tablolarına göre özkaynak değeri 115,396,891 TL, 22 Mart 2012 itibarı ile piyasa değeri 105,600,000 TL, PD/DD oranı 0,92'dir. Bu orana göre Şirket'in benzer piyasa değeri 31,443,437 TL çıkmaktadır.

Şirket özkaynağı olarak 5.2.2. maddede sunulan denetlenmiş özkaynak tutarı kullanılmıştır.

SONUÇ:

Denetlenmiş özkaynaklar, Şirket'in geçmiş performansı, sermaye ve kar birikimi için geçmişi ifade eden bir gösterge teşkil etmektedir. Bununla birlikte ilgili rakamlar Şirket'in ileriye yönelik büyüme hedeflerini göstermek konusunda yetersiz kalabilmektedir.

Benzer Şirket çalışması, ilgili Şirketin tek olmasından dolayı hisse değeri tespitine uygun bulunmamıştır.

Yukarıda belirtilen yöntemlerden İNA yöntemi, Şirket'in ileriye yönelik nakit yaratma potansiyelini göstermesi açısından önemlilik arz etmektedir, bu nedenle şirketlerin değerinin belirlenmesinde İNA yönteminin tercih edilmesinin adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.



5.3 Altınova Tersaneleri İmalat İthalat ve İhracat Ltd. Şti.

5.3.1 İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme Çalışması

Genel Öngörüler:

1. Projeksiyon çalışması Türk Lirası olarak hazırlanmıştır.
2. Satış gelirlerine ilişkin enflasyonun 2013 yılında %5, takip eden yıllarda %4 olacağı öngörülmüştür. Satış gelirlerinin 2013 yılında %42, ilerleyen yıllarda ise; %4 büyüyeceği öngörülmüştür. Ülk yıllardaki büyümenin kaynağı şirketin LPG satışlarında meydana geleceği öngörülen LPG satışı artışıdır.
3. Faaliyet giderlerinin satışların yaklaşık %4,7'si olacağı öngörülmüştür.
4. Çalışma sermayesine yönelik devir hızlarının ticari alacaklar için 2, stoklar için 12 gün, satıcı borçları için 30 gün olarak öngörülmüştür.
5. Nakit akımına yönelik iskonto oranı % 15 olarak uygulanmıştır.
6. Nihai değer büyüme oranı %5 olarak öngörülmüştür.
7. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.
8. Şirketin satışını öngördüğü akaryakıt türlerine göre günlük satış rakamları ve ortalama birim fiyatlar aşağıda verilmiştir.

<i>Akaryakıt Satışları (Şişli+Bağcılar)</i>	<i>Günlük Litre</i>	<i>Ort.Birim Fiyat</i>
Benzin - 95 Oktan	7,000	4.59
Benzin - 97 Oktan	1,000	4.68
Motorin	50,000	4.29
LPG	20,000	2.8

9. Yiyecek ve içecek gelirlerinin aylık akaryakıt cirosunun %0.2'si (net) olacak şekilde hesaplanmıştır.
10. Kira gelirinin ofisler için 1.000 TL/ay olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.
11. Kira giderlerinin Şişli için 55.000 \$/ay, Bağcılar için 4.000 TL/ay olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.
12. Aylık elektrik, su ve doğalgaz giderlerinin aylık toplam gelirin %1'i; bakım, onarım giderlerinin aylık toplam gelirin %0.50'si; genel yönetim giderleri ve diğer giderlerin aylık toplam gelirin %0.50'si oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
13. Yıllık sigorta giderlerinin 20.000 TL tutarında olacağı öngörülmüştür.
14. Şirketin yaptığı akaryakıt satışından elde edeceği kar marjları aşağıdaki gibi öngörülmüştür:

Benzin - 95 Oktan	7.5%
Benzin - 97 Oktan	7.5%
Motorin	11.0%
LPG	12.0%
15. Finansman giderlerinin POS giderlerinden oluştuğu ve POS giderlerinin akaryakıt cirosunun %0.75'i oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.
16. Grup firmaları ve ortaklarla olan ve ticari niteliği olmayan alacak ve borçlar netleştirildikten sonra; diğer kalemler altında hesaplamaya dahil edilmiştir.

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul
Tel. : +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56
www.bbdenetim.com - e-mail : info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

	Unaudited	Audited	Audited	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016
Net satışlar	14,637,643	102,579,708	83,825,129	119,386,812	124,704,090	129,692,254	135,257,273			
Satışların maliyeti	(14,714,498)	(96,211,035)	(77,581,559)	(106,101,828)	(110,827,036)	(115,260,117)	(120,205,896)			
Brüt kar	(76,855)	6,368,673	6,243,570	13,284,984	13,877,055	14,432,137	15,051,377			
Faaliyet giderleri	(7,197,630)	(5,503,499)	(4,054,318)	(5,620,724)	(5,853,865)	(6,064,032)	(6,289,850)			
Amortisman öncesi faaliyet karı (EBITDA)	(5,430,191)	3,321,611	2,189,252	7,664,260	8,023,190	8,368,104	8,761,527			
Amortisman giderleri	(1,844,294)	(2,456,437)	(523,386)	(250,000)	(250,000)	(250,000)	(250,000)			
Diğer gelir/giderler (net)	3,820,109	(2,119,181)	6,565,097	(891,742)	(931,455)	(968,713)	(1,010,281)			
Finansman gelir/giderleri (net)	211,134	(1,538,004)	315,649	-	-	-	-			
İntifa gelirleri	-	-	-	-	-	-	-			
Vergi öncesi net kar	(5,087,537)	(5,248,449)	8,546,612	6,522,519	6,841,735	7,149,391	7,501,247			
Vergi karşılık gideri	900,278	186,932	(1,129,000)	(1,304,504)	(1,368,347)	(1,429,878)	(1,500,249)			
Vergi sonrası net kar	(4,187,259)	(5,061,517)	7,417,612	5,218,015	5,473,388	5,719,513	6,000,997			
FVAÖK				7,664,260	8,023,190	8,368,104	8,761,527			
Yatırım Harcamaları										
Vergi Gideri				(1,304,504)	(1,368,347)	(1,429,878)	(1,500,249)			
Çalışma Sermayesi Hareketi				606,364	203,888	191,285	213,408			
İntifa Geliri				6,966,120	6,858,731	7,129,512	7,474,686			
SERMAYEYE KALAN NAKİT				15.0%						
İskonto Oranı				0.87	0.76	0.66	0.57			
İskonto Çarpanı										
İSKONTOLU NAKİT				6,057,496	5,186,186	4,687,770	4,273,676			
İskontolu Nakit Toplamı				20,205,128						
Nihai Değer Büyüme Oranı				5%						
Nihai Değer				42,736,761						
ŞİRKET DEĞERİ				62,941,888						
Hazır Değerler				330,425						
Finansal Borçlar				(299,607)						
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller				-						
Diğer				2,547,128						
HİSSE DEĞERİ				65,519,834						

5.3.2. Denetlenmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31.12.2012 UFRS'ye göre denetlenmiş özkaynak tutarı	3,338,363
---	-----------

5.3.3. İMKB'de İşlem Gören Benzer Şirket Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranlarına Göre Hisse Değeri

Şirket'in faaliyet gösterdiği operasyona ilişkin İMKB'de işlem gören tek şirket Mepet Metro Petrol ve Tesisleri A.Ş. 'dir (Mepet). Mepet'in 31 Aralık 2012 denetlenmiş mali tablolarına göre özkaynak değeri 115,396,891 TL, 22 Mart 2012 itibarı ile piyasa değeri 105,600,000 TL, PD/DD oranı 0.92'dir. Bu orana göre Şirket'in benzer piyasa değeri 3,054,945 TL çıkmaktadır.

Şirket özkaynağı olarak 5.1.2. maddede sunulan denetlenmiş özkaynak tutarı kullanılmıştır.

SONUÇ:

Denetlenmiş özkaynaklar, Şirket'in geçmiş performansı, sermaye ve kar birikimi için bir gösterge teşkil etmektedir. Bununla birlikte ilgili rakamlar Şirket'in ileriye yönelik büyüme hedeflerini göstermek konusunda yetersiz kalabilmektedir.

Benzer Şirket çalışması, ilgili Şirketin tek olması, son dönemde Şirket sahiplerinin isimlerin çeşitli adli olaylara karışmasından dolayı, fiyat oluşumunun olumsuz etkilenmesi nedeni ile hisse değeri tespitine uygun bulunmamıştır.

Yukarıda belirtilen yöntemlerden İNA yöntemi, Şirket'in ileriye yönelik nakit yaratma potansiyelini göstermesi açısından önemlilik arz etmektedir, bu nedenle şirketlerin değerinin belirlenmesinde İNA yönteminin tercih edilmesinin adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.





BİRLEŞİM
BAĞIMSIZ
DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ
MÜŞAVİRLİK A.Ş.



HAZLEMS FENTON

5.4 Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.

22 Mart 2013 kapanış fiyatlarına ve 31 Aralık 2012 mali tablolarına göre Mataş Matbaacılık A.Ş. ve halka açık benzer şirket verileri aşağıda sunulmuştur.

(Tablo-Bin TL)

HİSSE ADI	İMKB KODU	ÖDENMİŞ SERMAYE	YEDEKLER TOPLAMI	ÖZKAYNAKLAR	PIYASA DEĞERİ	PD/DD
Alkim Kağıt	ALKA	52,500	51,248	103,748	71,925	0.69
Bak Ambalaj	BAKAB	36,000	65,073	101,073	83,880	0.83
Dentaş Ambalaj	DENTA	70,000	36,720	106,720	238,700	2.24
Doğan Burda	DOBUR	19,559	19,962	39,521	58,873	1.49
Duran Doğan Bası	DURDO	16,576	4,699	21,275	47,241	2.22
Kaplamın	KAPLM	4,800	22,874	27,674	79,680	2.88
Kartonsan	KARTIN	2,837	216,391	219,228	788,690	3.60
Mataş Matbaacılık	MATAS	8,000	5,018	13,018	21,440	1.65
Mondi Tire Kutsaı	TIRE	200,000	-46,029	153,971	230,000	1.49
Ölmüksa	OLMKS	32,603	186,612	219,215	241,911	1.10
Prizma Pres Matb.	PRZMA	13,600	20,119	33,719	57,528	1.71
Saray Matbaacılık	SAMAT	18,300	1,935	20,235	46,482	2.30
Viking Kağıt	VKING	40,000	-18,172	21,828	37,200	1.70

5.4.1 Denetlenmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31.12.2012 UFRS'ye göre denetlenmiş özkaynak tutarı 13,018,483

5.4.2. İMKB'de İşlem gören Benzer Şirket Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranlarına Göre Hisse Değeri

	Piyasa Değerine Göre	
	Aritmetik Ortalamaya Göre	Ağırlıklandırılmış Ortalamaya Göre
PD/DD	1.84	2.41

Mataş Hisse Değeri	
Aritmetik Ortalamaya Göre	23,932,521
Ağırlıklandırılmış Ortalamaya Göre	31,363,942
Ortalama	27,648,231

5.4.3. İMKB Piyasa Değerine Göre Hisse Değeri

29 Mart 2013 kapanış değerine göre Mataş'ın piyasa değeri 21,200,000 TL'dir. Kapanış hisse fiyatı 2,65 TL'dir.

SONUÇ:

Yukarıda belirtilen yöntemlerden piyasa değerinin, Şirket'in kendi hisselerinin işlem görmesi nedeni ile adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.

28

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul

Tel. : +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56

www.bbdenetim.com - e-mail : info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

5.5 Doğusan Tersanesi A.Ş.

5.5.1 İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme Çalışması

Genel Öngörüler:

1. Projeksiyon çalışması Türk Lirası olarak hazırlanmıştır.
2. 2013 yılından itibaren tersane aylık kira gelirinin 450.000 TL olacağı, 2013 sonrasında ilgili rakamın %6 artacağı öngörülmüştür. 2054 yılında tesis kiralamasının sona ermesi ile satış geliri rakamını sona ereceği öngörülmüştür.
3. Bakım onarım ve diğer giderlerin satılan hizmet maliyeti olarak satış gelirinin %10'u olacağı öngörülmüştür.
4. Faaliyet giderlerinin 2013 yılında 50.000 TL olacağı, 2013 sonrasında itibaren yıllık %6 artacağı öngörülmüştür.
5. Finansman giderlerinin 2013 yılı için 50.000 TL olacağı ve sonraki yıllarda kira gelir rakamının %1'i olacağı öngörülmüştür.
6. Kira alacak devir hızının 30 gün olacağı, eldeki stok ve ticari borç rakamının 2013 yılı içerisinde sıfırlanacağı öngörülmüştür.
7. Nakit akımına yönelik iskonto oranı % 15 olarak uygulanmıştır.
8. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.
9. Yatırım amaçlı gayrimenkuller bilançoda tutuldukları değer üzerinden hesaplamaya dahil edilmiştir.
10. Grup firmaları ve ortaklarla olan ve ticari niteliği olmayan alacak ve borçlar netleştirildikten sonra; diğer kalemi altında hesaplamaya dahil edilmiştir.

28

Audited

	12/2012 (*)	12/2013	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020
Net satışlar	12,208,379	5,400,000	5,724,000	6,067,440	6,431,486	6,817,376	7,226,418	7,660,003	8,119,603
Satılan hizmet maliyeti	(10,400,123)	(540,000)	(572,400)	(606,744)	(643,149)	(681,738)	(722,642)	(766,000)	(811,960)
Brüt kar	1,808,256	4,860,000	5,151,600	5,460,696	5,788,338	6,135,638	6,503,776	6,894,003	7,307,643
Faaliyet giderleri	(1,689,940)	(50,000)	(53,000)	(56,180)	(59,551)	(63,124)	(66,911)	(70,926)	(75,182)
Amortisman öncesi faaliyet karı (EBITDA)	118,316	4,810,000	5,098,600	5,404,516	5,728,787	6,072,514	6,436,865	6,823,077	7,232,462
Amortisman giderleri	(2,026,648)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
Diğer gelir/giderler (net)	(6,209,131)	(54,000)	(57,240)	(60,674)	(64,315)	(68,174)	(72,264)	(76,600)	(81,196)
Finansman giderleri	104,160								
İnfla gelirleri									
Vergi öncesi net kar (EBT)	(8,013,303)	4,256,000	4,541,360	4,843,842	5,164,472	5,504,340	5,864,601	6,246,477	6,651,266
Vergi karşılık gideri	(50,764)	(851,200)	(908,272)	(968,768)	(1,032,894)	(1,100,868)	(1,172,920)	(1,249,295)	(1,330,253)
Vergi sonrası net kar	(8,064,067)	3,404,800	3,633,088	3,875,073	4,131,578	4,403,472	4,691,681	4,997,182	5,321,012
FVAÖK	118,316	4,810,000	5,098,600	5,404,516	5,728,787	6,072,514	6,436,865	6,823,077	7,232,462
Yatırım Harcamaları									
Vergi Gideri	(50,764)	(851,200)	(908,272)	(968,768)	(1,032,894)	(1,100,868)	(1,172,920)	(1,249,295)	(1,330,253)
Çalışma Sermayesi Hareketi									
İnfla Geliri									
SERMAYEYE KALAN NAKİT	9,513,434	4,163,698	4,407,520	4,665,971	4,939,929	5,230,325	5,538,144	5,864,433	
İskonto Oranı	15.0%								
İskonto Çarpanı	0.87	0.76	0.66	0.57	0.50	0.43	0.38	0.33	
İSKONTOLU NAKİT(**)	8,272,552	3,148,354	2,898,016	2,667,784	2,456,018	2,261,214	2,081,994	1,917,094	
İskontolu Nakit Toplamı	46,723,496								
Nihai Değer Büyüme Oranı									
Nihai Değer	46,723,496								
ŞİRKET DEĞERİ	46,723,496								
Hazır Değerler	94,752								
Finansal Borçlar	-								
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	880,000								
Diğer	(7,140,585)								
HİSSE DEĞERİ	40,557,663								

(*) Şirket kuruluş tarihi 19.01.2012'dir. Gerçekleşen gelir tablosu rakamları 19.01.2012-31.12.2012 dönemi temsil etmektedir.

(**) İskontolu nakit akımı ilerleyen yıllar için takip eden sayfalarda verilmiştir.

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul

Tel. : +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56

www.bbdenetim.com - e-mail : info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026	12/2027	12/2028	12/2029	12/2030	12/2031	12/2032	12/2033
Net satışlar	8,606,780	9,123,186	9,670,578	10,250,812	10,865,861	11,517,813	12,208,881	12,941,414	13,717,899	14,540,973	15,413,431	16,338,237	17,318,532
Satılan hizmet maliyeti	(860,678)	(912,319)	(967,058)	(1,025,081)	(1,086,586)	(1,151,781)	(1,220,888)	(1,294,141)	(1,371,790)	(1,454,097)	(1,541,343)	(1,633,824)	(1,731,853)
Brüt kar	7,746,102	8,210,868	8,703,520	9,225,731	9,779,275	10,366,031	10,987,993	11,647,273	12,346,109	13,086,876	13,872,088	14,704,414	15,586,678
Faaliyet giderleri	(79,692)	(84,474)	(89,542)	(94,915)	(100,610)	(106,846)	(113,045)	(119,828)	(127,018)	(134,639)	(142,717)	(151,280)	(160,357)
Amortisman öncesi faaliyet karı (EBITDA)	7,666,409	8,126,394	8,613,977	9,130,816	9,678,665	10,259,385	10,874,948	11,527,445	12,219,092	12,952,237	13,729,371	14,553,134	15,426,322
Amortisman giderleri	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
Diğer gelir/giderler (net)													
Finansman giderleri	(86,068)	(91,232)	(96,706)	(102,508)	(108,659)	(115,178)	(122,089)	(129,414)	(137,179)	(145,410)	(154,134)	(163,382)	(173,185)
İntifa gelirleri													
Vergi öncesi net kar (EBT)	7,080,341	7,535,162	8,017,272	8,528,308	9,070,006	9,644,207	10,252,859	10,898,031	11,581,913	12,306,827	13,075,237	13,889,751	14,753,136
Vergi karşılık gideri	(1,416,068)	(1,507,032)	(1,603,454)	(1,705,862)	(1,814,001)	(1,928,841)	(2,050,572)	(2,179,606)	(2,316,383)	(2,461,365)	(2,615,047)	(2,777,950)	(2,950,627)
Vergi sonrası net kar	5,664,273	6,028,130	6,413,817	6,822,446	7,256,005	7,715,365	8,202,287	8,718,425	9,265,530	9,845,462	10,460,190	11,111,801	11,802,509
FVAÖK	7,666,409	8,126,394	8,613,977	9,130,816	9,678,665	10,259,385	10,874,948	11,527,445	12,219,092	12,952,237	13,729,371	14,553,134	15,426,322
Yatırım Harcamaları													
Vergi Gideri	(1,416,068)	(1,507,032)	(1,603,454)	(1,705,862)	(1,814,001)	(1,928,841)	(2,050,572)	(2,179,606)	(2,316,383)	(2,461,365)	(2,615,047)	(2,777,950)	(2,950,627)
Çalışma Sermayesi Hareketi	(40,042)	(42,444)	(44,991)	(47,691)	(50,552)	(53,585)	(56,800)	(60,208)	(63,821)	(67,650)	(71,709)	(76,011)	(80,572)
İntifa Geliri													
SERMAYEYE KALAN NAKİT	6,210,299	6,576,917	6,965,532	7,377,464	7,814,112	8,276,959	8,767,576	9,287,631	9,838,888	10,423,222	11,042,615	11,699,172	12,395,122
İskonto Oranı													
İskonto Çarpanı	0.28	0.25	0.21	0.19	0.16	0.14	0.12	0.11	0.09	0.08	0.07	0.06	0.05
İSKONTOLU NAKİT	1,765,355	1,625,713	1,497,194	1,378,901	1,270,012	1,169,771	1,077,487	992,521	914,287	842,250	775,913	714,823	658,561

**BİRLEŞİM
BAĞIMSIZ
DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ
MÜŞAVİRLİK**

	12/2034	12/2033	12/2036	12/2037	12/2038	12/2039	12/2040	12/2041	12/2042	12/2043	12/2044	12/2045	12/2046
Net satışlar	18,357,843	19,459,102	20,626,648	21,864,247	23,176,102	24,566,668	26,040,668	27,603,108	29,259,295	31,014,852	32,875,743	34,848,288	36,939,188
Satılan hizmet maliyeti	(1,835,764)	(1,945,910)	(2,062,865)	(2,186,425)	(2,317,610)	(2,456,667)	(2,604,067)	(2,760,311)	(2,925,929)	(3,101,485)	(3,287,574)	(3,484,829)	(3,693,919)
Brüt kar	16,521,879	17,513,192	18,563,983	19,677,822	20,858,492	22,110,001	23,436,601	24,842,797	26,333,365	27,913,367	29,588,169	31,363,459	33,245,267
Faaliyet giderleri	(169,978)	(180,177)	(190,987)	(202,447)	(214,594)	(227,469)	(241,117)	(255,584)	(270,919)	(287,175)	(304,405)	(322,669)	(342,029)
Amortisman öncesi faaliyet karı (EBITDA)	16,351,901	17,333,015	18,372,996	19,475,376	20,643,898	21,882,532	23,195,484	24,587,213	26,062,446	27,626,193	29,283,764	31,040,790	32,903,237
Amortisman giderleri	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
Diğer gelir/giderler (net)	(183,576)	(194,591)	(206,266)	(218,642)	(231,761)	(245,667)	(260,407)	(276,031)	(292,593)	(310,149)	(328,757)	(348,483)	(369,392)
Finansman giderleri													
İntifa gelirleri													
Vergi öncesi net kar (EBT)	15,668,324	16,638,424	17,666,729	18,756,733	19,912,137	21,136,865	22,435,077	23,811,182	25,269,853	26,816,044	28,455,007	30,192,307	32,033,845
Vergi karşılık gideri	(3,133,665)	(3,327,685)	(3,533,346)	(3,751,347)	(3,982,427)	(4,227,373)	(4,487,045)	(4,762,236)	(5,053,971)	(5,363,209)	(5,691,001)	(6,038,461)	(6,406,769)
Vergi sonrası net kar	12,534,660	13,310,739	14,133,384	15,005,387	15,929,710	16,909,492	17,948,062	19,048,946	20,215,882	21,452,835	22,764,005	24,153,846	25,627,076
FVAÖK	16,351,901	17,333,015	18,372,996	19,475,376	20,643,898	21,882,532	23,195,484	24,587,213	26,062,446	27,626,193	29,283,764	31,040,790	32,903,237
Yatırım Harcamaları													
Vergi Gideri	(3,133,665)	(3,327,685)	(3,533,346)	(3,751,347)	(3,982,427)	(4,227,373)	(4,487,045)	(4,762,236)	(5,053,971)	(5,363,209)	(5,691,001)	(6,038,461)	(6,406,769)
Çalışma Sermayesi Hareketi	(85,406)	(90,531)	(95,963)	(101,720)	(107,824)	(114,293)	(121,151)	(128,420)	(136,125)	(144,292)	(152,950)	(162,127)	(171,855)
İntifa Geliri													
SERMAYEYE KALAN NAKİT	13,132,830	13,914,799	14,743,687	15,622,309	16,553,647	17,540,886	18,587,318	19,696,557	20,872,350	22,118,691	23,439,813	24,840,202	26,324,619
İskonto Oranı	0.05	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
İskonto Çarpanı													
İSKONTOLU NAKİT	606,744	559,019	515,060	474,569	437,270	402,911	371,259	342,100	315,236	290,487	267,685	246,676	227,339

HAZLEMS FENTON

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul

Tel. : +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56

www.bbdenetim.com - e-mail : info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

	12/2047	12/2048	12/2049	12/2050	12/2051	12/2052	12/2053	12/2054
Nel satışlar	39,155,536	41,504,869	43,995,161	46,634,870	49,432,963	52,398,940	55,542,877	58,875,449
Satılan hizmet maliyeti	(3,915,554)	(4,150,487)	(4,399,516)	(4,663,487)	(4,943,296)	(5,239,894)	(5,554,288)	(5,887,545)
Brüt kar	35,239,983	37,354,382	39,595,645	41,971,383	44,489,666	47,159,046	49,988,589	52,987,905
Faaliyet giderleri	(362,551)	(384,304)	(407,363)	(431,804)	(457,713)	(485,175)	(514,286)	(545,143)
Amortisman öncesi faaliyet karı (EBITDA)	34,877,432	36,970,077	39,188,282	41,539,579	44,031,954	46,673,871	49,474,303	52,442,761
Amortisman giderleri	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)	(500,000)
Diğer gelir/giderler (net)	(391,555)	(415,049)	(439,952)	(466,349)	(494,330)	(523,989)	(555,429)	(588,754)
Finansman giderleri								
İhtifa gelirleri								
Vergi öncesi net kar (EBT)	33,985,876	36,055,029	38,248,331	40,573,230	43,037,624	45,649,882	48,418,875	51,354,007
Vergi karşılık gideri	(6,797,175)	(7,211,006)	(7,649,666)	(8,114,646)	(8,607,525)	(9,129,976)	(9,683,775)	(10,270,801)
Vergi sonrası net kar	27,188,701	28,844,023	30,598,664	32,458,584	34,430,099	36,519,905	38,735,100	41,083,206
FVAÖK	34,877,432	36,970,077	39,188,282	41,539,579	44,031,954	46,673,871	49,474,303	52,442,761
Yatırım Harcamaları								
Vergi Gideri	(6,797,175)	(7,211,006)	(7,649,666)	(8,114,646)	(8,607,525)	(9,129,976)	(9,683,775)	(10,270,801)
Çalışma Sermayesi Hareketi	(182,166)	(193,096)	(204,582)	(216,962)	(229,980)	(243,779)	(258,406)	(273,910)
İhtifa Geliri								
SERMAYEYE KALAN NAKİT	27,898,090	29,565,976	31,333,934	33,207,971	35,194,449	37,300,116	39,532,123	41,898,050
İskonto Oranı								
İskonto Çarpanı	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
İSKONTOLU NAKİT	209,484	193,050	177,908	163,955	151,098	139,250	128,333	118,273

(Handwritten signature)

5.5.2. Düzeltilmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31.12.2012	UFRS'ye göre denetlenmiş özkaynak tutarı	24,435,933
	Doğusan Tersane değerleme tutarı	46,579,250
	Doğusan Tersane sabit kıymetler net defter değeri	-20,956,572
		50,058,611

İlgili değerleme tutarı Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından 24 Nisan 2012 tarihinde hazırlanmış olan Kullanım Hakkı Raporu içeriği çerçevesinde özkaynaklara yansıtılmıştır.

5.5.3. Yasal Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31 Aralık 2012 yasal defter kayıtlarına göre Şirket'in özkaynak tutarı 28,599,354 TL'dir.

SONUÇ:

Düzeltilmiş ve yasal özkaynaklar, Şirket'in geçmiş performansı, sermaye ve kar birikimi için bir gösterge teşkil etmektedir. Bununla birlikte ilgili rakamlar Şirket'in ileriye yönelik büyüme hedeflerini göstermek konusunda yetersiz kalabilmektedir. İNA yöntemi, Şirket'in ileriye yönelik nakit yaratma potansiyelini göstermesi açısından önemlilik arz etmektedir.

Düzeltilmiş özkaynak değeri, Şirket'in elindeki varlıkların piyasa değerini güncel olarak içeren bir değerleme raporu içermesinden dolayı, hisse değerinin tespitinde adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.



5.6 VBG Holding A.Ş.

5.6.1. Düzeltilmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

VBG Holding A.Ş. denetlenmiş solo özkaynak değeri, iştiraklerine ilişkin aşağıda belirtilen değerleme yöntemine göre hesap edilen hisse değeri ve Derince Gayrimenkulüne ilişkin hazırlanan değerleme raporuna göre düzeltilmiştir.

	Ortaklık yüzdesi	İştirak tutarı	Değer	Düzeltilmiş İştirak Değeri	Değerleme Farkı	Seçilen Değerleme Yöntemi
Aksel Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	1.00%	4,000	4,038,228	40,382	36,382	İNA
Akpet Akaryakıt San. ve Tic. Ltd. Şti.	50.00%	150,188	51,293,254	25,646,627	25,496,439	İNA
Altınova Tersaneleri İmalat İth. ve İhr. Ltd. Şti.	99.00%	13,167,000	65,519,834	64,864,636	51,697,636	İNA
Matas Matbaacılık Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.	46.88%	9,375,001	21,440,795	10,051,445	676,444	Piyasa Değeri
Doğusan Tersanesi A.Ş.	98.00%	31,850,000	50,058,611	49,057,439	17,207,439	Düzeltilmiş Özkaynak Değeri
						95,114,340

VBG Holding-Denetlenmiş Konsolide Özkaynak 98,357,529

- Derince Depolama ve dolum Tesisine ilişkin değerleme tutarı Elit Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 1 Kasım 2012 tarihinde hazırlanmış olan Pazar Değeri Tespit Raporu içeriği çerçevesinde özkaynaklara yansıtılmıştır.
- Yalova Altınova Tersane Gişimcileri San. Ve Tic. A.Ş. hisseleri Altınova Tersanesi'nin yönetim şirketine ilişkin olmasından dolayı, değerleme işlemine tabi tutulmamıştır.

VBG Holding-Denetlenmiş Solo Özkaynak	71,339,832
Finansal Duran Varlık değerleme Farkları	95,114,340
Derince Değerleme Farkı	54,460,395
Düzeltilmiş Özkaynak Değeri	220,914,567

ES

5.6.2. Denetlenmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri:

31.12.2012 UFRS'ye göre denetlenmiş özkaynak tutarı 98,357,529

İlgili özkaynak rakamı denetlenmiş konsolide özkaynak rakamını temsil etmektedir.

5.6.3. İMKB'de İşlem gören Benzer Şirket Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranlarına Göre Hisse Değeri

HİSSE ADI	İMKB KODU	ÖDENMİŞ SERMAYE	YEDEKLER TOPLAMI	PIYASA DEĞERİ	PD/DD
AKFEN HOLDİNG	AKFEN	145,500,000	1,172,950,000	1,564,125,000	1.19
ALARKO HOLDİNG	ALARK	223,467,000	775,989,000	1,251,415,000	1.25
ANSA YATIRIM	ANSA	10,000,000	-691,000	10,100,000	1.08
ARTI YAT	ARTI	10,000,000	911,000	21,000,000	1.92
ATAÇ İNŞ	ATAC	125,000,000	161,546,000	122,500,000	0.43
ATLANTİS YATIRIM HOLD	ATSYH	6,000,000	-294,000	13,800,000	2.42
BORUSAN YAT	BRYAT	28,125,000	338,978,000	382,500,000	1.04
KERVANSARAY YAT	KERYN	60,000,000	-8,091,000	49,800,000	0.96
DAGI YATIRIM	DAGHL	3,600,000	5,220,000	7,056,000	0.80
DOĞAN HOLDİNG	DOHOL	2,450,000,000	676,414,000	2,621,500,000	0.84
ECZACIBAŞI YAT	ECZYT	70,000,000	1,004,492,000	502,600,000	0.47
EGELİ CO YAT HOLDİNG	EGCYH	40,000,000	-277,000	31,600,000	0.80
ENKA İNŞ	ENKAI	2,800,000,000	6,290,259,000	15,232,000,000	1.68
GLOBAL YAT HOLDİNG	GLYHO	225,004,000	328,493,000	411,757,000	0.74
GSD HOLDİNG	GSDHO	250,000,000	320,680,000	217,500,000	0.38
GÜLER YAT	GLRYH	9,000,000	2,057,000	5,220,000	0.47
LATEK HOLDİNG	LTHOL	85,000,000	-188,720,000	141,100,000	-1.36
İŞIKLAR ENERJİ	IEYHO	112,032,000	23,719,000	53,755,000	0.40
İŞIKLAR YAT HOLDİNG	ISYHO	140,000,000	71,815,000	82,500,000	0.39
İHLAS HOLDİNG	IHLAS	790,400,000	7,986,000	632,320,000	0.79
İTTİFAK HOLDİNG	ITTFH	30,000,000	333,462,000	150,000,000	0.41
KAPİTAL YAT	KPHOL	4,250,000	-878,000	2,933,000	0.87
KOÇ HOLDİNG	KCHOL	2,535,898,000	13,750,054,000	24,902,519	0.00
KOMBASSAN MAZHAR ZORLU HOLDİNG	KOMHL	85,400,000	862,029,000	777,140,000	0.82
MMC SANAYİ	MZHLD	10,836,000	-45,945,000	12,353,000	-0.35
METRO HOLDİNG	MMCAS	13,337,000	-3,023,000	45,879,000	4.45
NET HOLDİNG	METRO	300,000,000	30,872,000	138,000,000	0.42
POLİSAN HOLDİNG	NTHOL	365,750,000	-152,272,000	885,115,000	4.15
SABANCI HOLDİNG	POLHO	370,000,000	190,820,000	821,400,000	1.46
TAV HAVALİMANLARI	SAHOL	2,040,404,000	14,210,672,000	21,526,261,000	1.32
TEKFEN HOLDİNG	TAVHL	363,281,000	822,770,000	4,141,406,000	3.49
TRANSTÜRK HOLDİNG	TKFEN	370,000,000	1,596,573,000	2,760,200,000	1.40
YAZICILAR HOLDİNG	TRNSK	20,623,000	-21,140,000	17,117,000	-33.11
YEŞİL YATIRIM	YAZIC	160,000,000	2,609,664,000	3,104,000,000	1.12
	YESIL	6,750,000	-1,184,000	6,953,000	1.25

54

Mehmet Akfan Sokak No. 57 Koşuyolu 34718 - Kadıköy / İstanbul

Tel.: +90 216 340 72 55 - +90 216 340 72 57 - Fax: +90 216 340 72 56

www.bbdenetim.com - e-mail: info@bbdenetim.com

Associate Partner : HAZLEMS FENTON Chartered Accountants London-England

	<i>Aritmetik Ortalama</i>	<i>Piyasa Değerine Göre Ağırlıklandırılmış Ortalama</i>
PD/DD	1.10	1.54

Konsolide Denetlenmiş Özkaynak	98,357,529
PIYASA DEĞERİ	
Aritmetik Ortalamaya Göre	108,498,221
Piyasa Değerine Göre Ağırlıklandırılmış Ortalamaya Göre	151,390,548
ORTALAMA	129,944,384

SONUÇ:

Denetlenmiş konsolide özkaynak tutarı, Holding tipi yapılarda sahip olunan iştirak hisselerinden ileriye yönelik beklentileri yansıtamayabilmektedir. Benzer şirket değeri uygulamaları ise Holding tipi yapılarda, iştirak edilen şirketlerin operasyonel yapılarının farklılıklar göstermesinden dolayı, gerçek hisse değeri hesaplamasında yanıltıcı olabilmektedir.

Bu nedenlerden dolayı, iştiraklerin hedefleri doğrultusunda İNA ağırlıklı olarak oluşturulan iştirak hisse değeri hesaplamaları ve eldeki diğer gayrimenkullerin piyasa değerlerini yansıtan Düzeltilmiş Özkaynak Değerine Göre Şirket Hisse Değeri yönteminin, hisse değerinin tespitinde adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.

**Birleşim Bağımsız
Denetim ve YMM A.Ş.**

Ergun Şenlik

