

I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.1. Kullanılan Yöntemler

Şirket değerlemelerinde yaygın olarak üç yaklaşım uygulanır. Değerleme Uzmanı genellikle bu yaklaşımlardan elde edilen gösterge değerler arasındaki uyumu / mutabakatı sağlar.

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.

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.

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.



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI**I.2. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı**

BİST pazarlarında işlem gören borsaya kote şirketler arasında Şirket ölçeğine benzer büyüklükte karşılaştırılabilir bir şirket bulunmaması nedeniyle, göre emsal karşılaştırma yaklaşımı uygulanamamıştır.



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.3. Varlık Esaslı Yaklaşım

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Öz varlık Değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte diğer bir deyişle Şirket'in tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır. Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye Değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir

Şirket'in 31 Mart 2017 tarihli finansal tablolara göre öz varlık değeri aşağıdaki gibidir:

31 Mart 2017	
Ödenmiş sermaye	100.000
Diğer sermaye yedekleri	2.000.000
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	(273.225)
Net dönem karı / (zararı)	(250.353)
Özkaynaklar Toplamı	1.576.422

Özvarlık değerlendirme yöntemi şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade, parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlendirmekte olduğundan ve dolayısıyla tasfiye halinde bulunan şirketler açısından daha uygun bir yöntem olduğundan, bulunan **1.576.422.-TL değer**, diğer yöntemlerle bulunacak değerlerin ayrırlık teşkil edip etmediğinin test edilmesinde kullanılabilecek bir “alt değer” olarak dikkate alınmasında fayda görülmektedir.



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İzlenen Prosedür ve Genel Kabuller

İNA analizinde öncelikle Şirketin İNA analizlerine göre bulunan özsermaye değerleri hesaplanmış ve söz konusu değerler Şirketin özkaynak değerinin üzerine ilave edilerek Şirket'in toplam özkaynak değerine ulaşılmıştır. Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının değeri, **Serbest Nakit Akımları** ve **Ekonomik Kar Yöntemi** dikkate alınarak ayrı ayrı hesaplanmış ve sunulmuş, bu değerden Şirket net finansal borç tutarı düşülmek suretiyle "**Özkaynak Değeri**" bulunmuştur.

Finansal Varsayımlar

Gelecekte yaratılan nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılan **İskonto Oranı (Sermaye Maliyeti)**, ülke risk primini de içeren risksiz faiz oranının üzerine belli risk primi oranlarının (sektör ve şirket risk primlerini ifade etmektedir) ilave edilmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Diğer Varsayımları

Şirket'in İNA hesaplanması Şirket Yönetimi tarafından hazırlana proforma bilanço ve gelir tabloları kullanılarak yapılmıştır.

Yatırım Harcamaları

Şirket'in projeksiyon döneminde yapmayı planladığı sabit kıymet yatırımları yılları itibariyle aşağıdaki gibidir. Sabit kıymet yatırımlarının ortalama faydalı ömrünü 5 yıl olarak varsayılmıştır.



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Proforma Bilançolar

VARLIKLAR (Para Birimi _ TL)	31 Mart 2017	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
DÖNEN VARLIKLAR	2.362.495	970.530	1.836.129	3.638.420	5.673.977	7.965.965
Nakit ve nakit benzerleri	195.779	633.030	155.604	308.340	480.845	675.081
Diğer alacaklar	1.789.436	--	--	--	--	--
Stoklar	256.047	337.500	1.680.525	3.330.080	5.193.132	7.290.884
Peşin ödenmiş giderler	5.426	--	--	--	--	--
Diğer dönen varlıklar	115.807	--	--	--	--	--
DURAN VARLIKLAR	589.123	484.231	1.283.173	2.146.515	2.827.697	3.324.669
Sabit kıymet yatırımları	605.289	605.289	1.755.289	3.273.289	4.943.089	6.779.869
Birikmiş amortismanlar (-)	(16.166)	(121.058)	(472.116)	(1.126.774)	(2.115.392)	(3.455.200)
TOPLAM VARLIKLAR	2.951.618	1.454.761	3.119.302	5.784.935	8.501.674	11.290.634



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Proforma Bilançolar

K A Y N A K L A R (Para Birimi _ TL)	31 Mart 2017	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
YÜKÜMLÜLÜKLER	1.375.196	24.750	1.098.069	2.581.597	3.450.491	3.620.549
Ticari borçlar	408.347	--	973.560	2.332.330	3.057.761	3.063.493
Diğer borçlar	935.507	--	--	--	--	--
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	31.342	24.750	124.509	249.267	392.730	557.056
ÖZKAYNAKLAR	1.576.422	1.430.011	2.021.233	3.203.338	5.051.183	7.670.085
Ödenmiş sermaye	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Diğer sermaye yedekleri	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	(273.225)	(523.578)	(669.989)	(78.767)	1.103.338	2.951.183
Net dönem karı / (zararı)	(250.353)	(146.411)	591.222	1.182.105	1.847.845	2.618.902
TOPLAM KAYNAKLAR	2.951.618	1.454.761	3.119.302	5.784.935	8.501.674	11.290.634



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Proforma Gelir Tabloları

GELİR TABLOSU (Para Birimi _ TL)	31 Mart 2017	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
Hasılat	108.510	2.358.510	11.203.500	22.200.536	34.620.881	48.605.895
Satışların maliyeti (-)	(38.755)	(1.163.755)	(5.601.750)	(11.100.268)	(17.310.441)	(24.302.948)
BRÜT KAR / (ZARAR)	69.755	1.194.755	5.601.750	11.100.268	17.310.440	24.302.947
Genel yönetim giderleri (-)	(84.344)	(196.844)	(560.175)	(1.110.027)	(1.731.044)	(2.430.295)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(131.375)	(918.875)	(3.921.225)	(7.770.188)	(12.117.308)	(17.012.063)
Amortisman giderleri (-)	(3.922)	(124.980)	(351.058)	(654.658)	(988.618)	(1.339.808)
Yenileme giderleri (-)	--	--	(30.264)	(87.764)	(163.664)	(247.154)
Diğer gelir (gider), net	(100.467)	(100.467)	--	--	--	--
VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	(250.353)	(146.411)	739.028	1.477.631	2.309.806	3.273.627
Vergi gideri (-)	--	--	(147.806)	(295.526)	(461.961)	(654.725)
DÖNEM KARI / (ZARARI)	(250.353)	(146.411)	591.222	1.182.105	1.847.845	2.618.902



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Yatırım Harcamaları

	Mağaza Sayısı	Ortalama M ²	MAĞAZA M ²					YATIRIM MALİYETİ (Para Birimi _ TL)					
			2017	2018	2019	2020	2021	2017	2018	2019	2020	2021	Toplam
İstanbul Olivum	1	200	200	200	200	200	200	Aktif					
Çanakkale Troypark	1	200	200	200	200	200	200	Aktif					
Yeni Mağaza	5	200		1.000	1.000	1.000	1.000		1.150.000				
Yeni Mağaza	6	200			1.200	1.200	1.200			1.518.000			
Yeni Mağaza	6	200				1.200	1.200				1.669.800		
Yeni Mağaza	6	200					1.200					1.836.780	
	25		400	1.400	2.600	3.800	5.000	--	1.150.000	1.518.000	1.669.800	1.836.780	6.174.580

I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Yıllar	(*) 2017	2018	2019	2020	2021	Uç Değer
Hasılat	2.250.000	11.203.500	22.200.536	34.620.881	48.605.895	
Satışların maliyeti (-)	(1.125.000)	(5.601.750)	(11.100.268)	(17.310.441)	(24.302.948)	
Brüt Kar	1.125.000	5.601.750	11.100.268	17.310.440	24.302.947	
Pazarlama Gideri (-)	(787.500)	(3.921.225)	(7.770.188)	(12.117.308)	(17.012.063)	
Genel Yönetim Gideri (-)	(112.500)	(560.175)	(1.110.027)	(1.731.044)	(2.430.295)	
Amortisman Gideri (-)	(121.058)	(351.058)	(654.658)	(988.618)	(1.339.808)	
Yenileme Gideri (-)	--	(30.264)	(87.764)	(163.664)	(247.154)	
Vergi Öncesi Kar	103.942	739.028	1.477.631	2.309.806	3.273.627	
Vergi Gideri (%20) (-)	--	(147.806)	(295.526)	(461.961)	(654.725)	
Net Kar	103.942	591.222	1.182.105	1.847.845	2.618.902	
Yatırım Harcaması (-)	--	(1.150.000)	(1.518.000)	(1.669.800)	(1.836.780)	
İşletme Sermayesindeki Değişim (+ / -)	(41.519)	(207.720)	318.763	1.166.663	2.121.930	
Serbest Nakit Akışı	183.481	(415.440)	637.526	2.333.326	4.243.860	37.227.250
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%
İndirgeme Katsayısı	100,00%	88,46%	78,26%	69,23%	61,25%	54,18%
İndirgenmiş Nakit Akışları	183.481	(367.516)	498.923	1.615.396	2.599.157	20.169.736
						24.699.177

(*) 01 Ekim – 31 Aralık Dönemi



I. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

I.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

	31 Mart 2017
Projeksiyon Dönemi İndirgenmiş Nakit Akışları	4.529.441
Uç Değer İndirgenmiş Nakit Akışları	20.169.736
Toplam İNA	24.699.177
Nakit ve nakit benzerleri (+)	195.779
Finansal borçlar (-)	--
Şirket Değeri	24.894.956



J. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

İstanbul Marka Tekstil Anonim Şirketi'nin piyasa değeri Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtilen varsayımlar ve sınırlayıcı koşullar altında 2 farklı değerlendirme yöntemine göre hesaplanmıştır.

Şirket Değerleme Yöntemi	31 Mart 2017
--------------------------	--------------

Öz varlık Değeri	1.576.422
------------------	-----------

İndirgenmiş Nakit Akışları	24.894.956
----------------------------	------------

Yukarıda belirtilen yöntemlerden İNA yaklaşımı ile hesaplanan **24.894.956.-TL**'nin Şirket'in piyasa değerini yansıtacağı kanaatine varılmıştır.

İstanbul, 22 Mayıs 2017

ALTERNATİF BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Tayfun Şenol
Ortak

