

Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.ř.

Değerleme Raporu

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'na;

Bu rapor, Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Verusaturk")'nin talebi üzerine, Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş. ("Şirket") "pazar değerinin" tespit edilmesi amacı ile tarafımızdan ("Değerleme Uzmanı") hazırlanmıştır. Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "pazar değeri", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla 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.

Pazar değerinin tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Çalışma sırasında Şirket'in 2012, 2013 ve 2014 tarihli Vergi Usul Kanununa uygun olarak hazırlanmış finansal tabloları ve Şirket üst yönetiminin bizimle paylaşmış olduğu finansal ve operasyonel bilgiler esas alınmış, çalışma kapsamında sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabii tutulmamıştır. Değerleme çalışmasında İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları), Karşılaştırılabilir Şirket Değeri ve Net Aktif Değer yöntemleri kullanılmış, geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirket yönetimi tarafından belirlenen hedefler ve stratejiler doğrultusunda oluşturulmuştur. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu tamamen Şirket'e aittir. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş ve gelecek döneme ait mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporunda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporunda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla pazar değeri **15.557.788 TL'dir**.

08.05.2015

Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. adına


GYM
G Ü R E L İ
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK VE
BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Dr. Hakkı Dede

Sorumlu Ortak Baş Denetçi

İÇİNDEKİLER

Raporun Kapsamı

<i>Değerlemenin Amacı</i>	3
<i>Değerlemenin Kapsamı</i>	3
<i>Değer Standardı ve Tanımı</i>	3
<i>Değerleme Tarihi</i>	4
<i>Kısıtlayıcı Koşullar</i>	4

Şirket Profili

<i>Genel Bilgiler</i>	6
<i>Ortaklık Yapısı</i>	6
<i>Finansal Tablolar</i>	6

Makra Görünüm

<i>Ekonomik Görünüm</i>	8
<i>Sektörel Görünüm</i>	10

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme Analizleri

<i>Pazar Yaklaşımı</i>	14
<i>Varlık Yaklaşımı</i>	16
<i>Gelir Yaklaşımı</i>	17

Sonuç

Baker Tilly Güreli Hakkında

26

27

RAPORUN KAPSAMI**Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, Verusaturk'ün talebi ve 16.04.2015 tarihli sözleşmeye istinaden, Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Profreight") "**pazar değeri**"ni tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporun amacı, Verusaturk'in Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde düzenlemek ile zorunlu olduğu Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na uygun finansal tablolarda iştirak etmiş olduğu tüzel kişilerin rayiç değerlerinin tespit edilmesi ve finansal tablolarına bu değerler ile yansıtılmasıdır.

Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "**Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)**" hükümlerine uygun hareket edilmiştir. Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.

Değerleme süreci, Şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, Şirket'in mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin Şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır. Genel olarak, Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içerisinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan "**pazar değeri**", değerlendirilen şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla 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 değerlendirilmesinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

"**Pazar değeri**"nin belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, Şirket'in yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Diğer taraftan, bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve

tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği de açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, pay alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık paylarının satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi, 31.12.2014 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- ⇒ Raporunda aksi belirtilmediği takdirde, Şirket'in ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporunda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- ⇒ Raporunda kullanılan veriler Şirket yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BİAŞ vb), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- ⇒ Rapor, talep eden müşterinin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor, Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- ⇒ Rapora dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasında gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir

parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

- ⇒ Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin yasal temsilcileri, sorumlu ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

ŞİRKET PROFİLİ

Genel Bilgiler

Şirket, Profreight Taşımacılık Hizmetleri Anonim Şirketi unvanı ile 2003 yılında kurulmuştur. Şirket, 2010 yılında nevi değişikliğine gitmiş ve yeni ticaret ünvanını **Profreight Taşımacılık Hizmetleri Anonim Şirketi** olarak belirlemiştir. Şirket karayolu taşıma yönetmeliği kapsamındaki faaliyetlerde bulunmak ve 22.12.2010 tarihinde tescil edilen Anonim Şirket esas mukavelesinde yazılı olan diğer işleri yapmak amacı ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket aynı zamanda karayolu taşımacılığıyla ilgili kargo yükleme boşaltma hizmetleri ve hava yolu yük nakliyat acentelerinin faaliyetleri ilgili işler de yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla sermayesi 5.000.000 TL olup, ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	2.200.000,00	44%
Haldun Gedizgener	2.800.000,00	56%
Toplam	5.000.000,00	100,00%

Finansal Tablolar

Şirket' in 2012, 2013 ve 2014 yıllarına dair Vergi Usul Kanunu uyarınca hazırlanmış özet finansal tabloları aşağıda gösterilmiştir:

Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.—Gelir Tablosu (TL)	2012	2013	2014
Net Satışlar	8.641.230	9.040.415	9.307.346
Satışların Maliyeti (-)	-7.052.067	-6.358.599	-7.067.978
Brüt Kar	1.589.163	2.681.816	2.239.368
Faaliyet Giderleri (-)	-2.138.808	-1.700.987	-1.537.949
Faaliyet (Zararı) / Karı	-549.645	980.829	701.418
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	-8.189	198.258	-42.570
Finansman Giderleri (-)	-281.062	-140.868	-149.748
Olağan (Zarar) / Kar	-838.896	1.038.219	509.101
Olağandışı Gelir ve Giderler	944.339	-431.409	-16.471
Dönem Karı	105.444	606.811	492.629
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	0	-49.520	-116.616
DÖNEM NET KARI	105.444	557.290	376.014

ŞİRKET PROFİLİ

Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.—Bilanço (TL)	2012	2013	2014
DÖNEN VARLIKLAR	3.411.528	4.963.258	3.005.920
Hazır Değerler	100.457	578.916	113.097
Ticari Alacaklar	2.902.471	3.495.222	2.125.480
Diğer Alacaklar	49.096	69.507	2.745
Stoklar	123.220	525.879	293.694
Diğer Dönen Varlıklar	236.283	293.733	470.905
DURAN VARLIKLAR	2.321.990	1.502.632	3.226.065
Mali Duran Varlıklar	-	-	2.978.184
Maddi Duran Varlıklar	530.677	77.312	57.759
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.702.911	1.249.557	121.033
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	88.402	175.763	69.090
AKTİFLER	5.733.518	6.465.890	6.231.985
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1.339.267	1.004.882	688.697
Mali Borçlar	-	539.874	221.321
Ticari Borçlar	1.252.074	361.705	225.388
Diğer Borçlar	61.395	21.833	22.720
Alınan Avanslar	625	8.967	-
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	25.173	22.984	102.652
Borç ve Gider Karşılıkları	-	49.520	116.616
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1.243.890	1.553.356	509.623
Mali Borçlar	1.243.890	1.553.356	509.623
ÖZKAYNAKLAR	3.150.361	3.907.651	5.033.665
Ödenmiş Sermaye	4.050.000	4.250.000	5.000.000
Geçmiş Yıllar Karları	-	-	557.290
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-1.005.083	-899.639	-899.639
Dönem Net Karı	105.444	557.290	376.014
PASİFLER	5.733.518	6.465.890	6.231.985

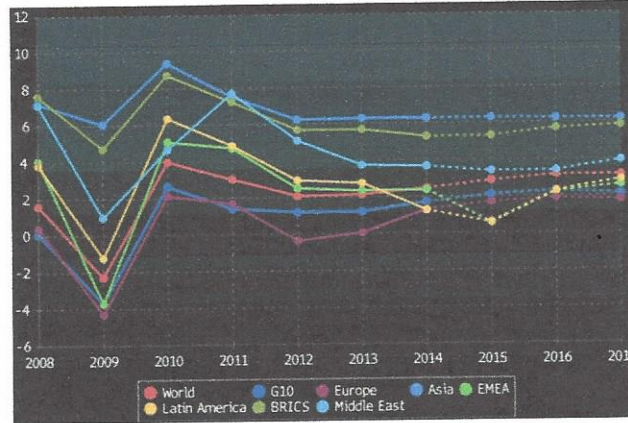
MAKRO GÖRÜNÜM

Ekonomik Görünüm

Bölgesel bazda gerilemeler öngörülmekle birlikte küresel ekonominin önümüzdeki iki yıllık süreçte son 3 yıllık performansının üzerinde büyüme göstermesi beklenmektedir. Bloomberg verilerine göre; büyümenin 2015 yılında %2,86 oranında ve 2016 yılında ise %3,16 oranında olacağı tahmin edilmektedir. 2017 yılında ise büyüme hızının yavaşlayacağı ve %3,14 seviyesinde kalacağı beklenmektedir. Büyümenin en büyük itici gücünün, durağanlık noktasına erişmiş görünümüne rağmen Asya ülkelerinde ve BRICS bölgesindeki gelişmeler olacağı beklenmektedir. Avrupa'nın durgunluktan sıyrılmaya başlaması ve siyasi karmaşa, petrol fiyatları vb. nedenlerle yavaşlayan Orta Doğu bölgesi büyüme oranları da global büyümeye katkı sağlayacaktır. Latin Amerika bölgesinde ise, 2015 yılında büyüme oranlarında düşüş beklenmektedir.

Indicator	Actual / Forecasts									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1) World (YoY%)	1.61	-2.29	3.99	3.02	2.07	2.14	2.45	2.86	3.16	3.14
Regions										
2) G10 (YoY%)	0.06	-3.71	2.64	1.42	1.19	1.21	1.70	2.10	2.27	2.12
3) Europe (YoY%)	0.39	-4.31	2.13	1.68	-0.37	0.05	1.30	1.69	1.89	1.78
4) Asia (YoY%)	7.21	6.05	9.38	7.53	6.24	6.29	6.28	6.29	6.24	6.22
5) EMEA (YoY%)	4.06	-3.71	5.08	4.72	2.50	2.34	2.37	0.56	2.23	2.59
6) Latin America (YoY%)	3.84	-1.24	6.36	4.84	2.92	2.76	1.26	0.59	2.28	2.88
7) BRICS (YoY%)	7.62	4.72	8.73	7.24	5.68	5.68	5.28	5.30	5.70	5.84
8) Middle East (YoY%)	7.13	0.96	4.66	7.71	5.11	3.74	3.66	3.38	3.38	3.94

Global ve Bölgesel Büyüme Oranları
Kaynak: Bloomberg

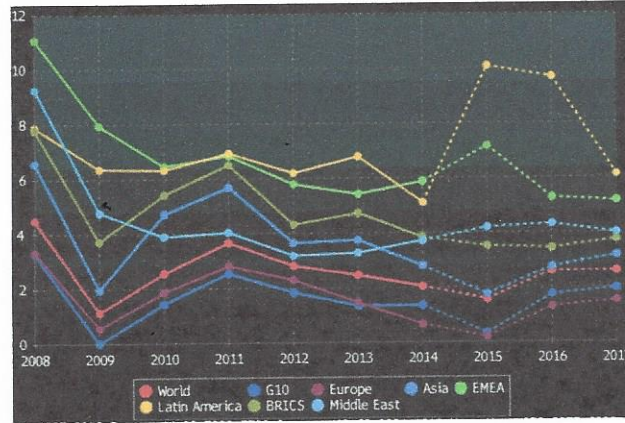


Tüketici fiyatlarına bakıldığında, gerek global gerekse bölgesel olarak ciddi dalgalanmalar öngörülmektedir. Özellikle Avrupa bölgesinde, resesyon tehlikesini işaret edecek şekilde düşüşün devam ettiği görülmektedir. Öte

yandan, orta vadeli beklentiler olumlu yönde gözükmektedir. Asya bölgesinde, büyüme beklentilerine paralel şekilde tüketici fiyatlarında artış olacağı öngörülmektedir. Latin Amerika'da ise, hızlı bir artışın ardından toparlanmaya gidileceği beklentisi hakimdir.

Indicator	Actual / Forecasts										
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
1) World (YoY%)	4.49	1.13	2.55	3.66	2.81	2.46	2.04	1.57	2.59	2.58	
Regions											
2) G10 (YoY%)	3.28	0.00	1.44	2.54	1.84	1.34	1.35	0.33	1.74	1.96	
3) Europe (YoY%)	3.32	0.56	1.85	2.81	2.29	1.46	0.66	0.20	1.30	1.51	
4) Asia (YoY%)	6.57	1.95	4.71	5.68	3.64	3.74	2.79	1.75	2.74	3.16	
5) EMEA (YoY%)	11.07	7.94	6.45	6.83	5.79	5.42	5.87	7.15	5.27	5.15	
6) Latin America (YoY%)	7.88	6.36	6.32	6.92	6.19	6.78	5.10	10.07	9.68	6.10	
7) BRICS (YoY%)	7.77	3.72	5.42	6.50	4.31	4.72	3.84	3.51	3.43	3.74	
8) Middle East (YoY%)	9.26	4.78	3.89	4.04	3.18	3.27	3.71	4.19	4.31	3.99	

Global ve Bölgesel Tüketici Fiyatları
Kaynak: Bloomberg



Türkiye ekonomisine gelindiğinde, büyüme beklentisinin artarak devam ettiği görülmektedir. 2014 yılında, kurlardaki ani artışın da etkisiyle %2,90 seviyesinde gerçekleşen reel büyümenin 2015 yılında %3,35 oranında, 2016 yılında %3,80 oranında ve 2017 yılında ise %4,00 'oranında olacağı öngörülmektedir. Büyümenin gerek enflasyon oranına, gerekse işsizlik oranına iyileşme olarak yansıtacağı da tahmin edilmektedir. Enflasyon oranlarının 2015-2017 döneminde sırasıyla %6,70, %6,50 ve %6,30 olarak gerçekleşeceği, işsizlik oranlarının ise %10,40 seviyelerinden %9,70 seviyelerine gerileyeceği beklenmektedir. Beklentiler dikkate alındığında, büyümenin işsizlik oranlarına olumlu etkisinin sınırlı olacağı görülmektedir. Bu durum, büyümenin yapısal olmaktan ziyade parasal olacağı anlamına geleceği gibi, artan nüfusun etkisi olarak da değerlendirilebilir.

Country/Region/World	Contributor	Contributor Composite	Economic Forecasts							
Turkey	Private	Official	Actual / Forecasts							
Country	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Economic Activity										
1) Real GDP (YoY%)	0.70	-4.80	9.20	8.80	2.10	4.20	2.90	3.35	3.80	4.00
2) CPI (YoY%)	10.43	6.28	8.58	6.45	8.94	7.49	8.85	6.70	6.50	6.30
3) Unemployment (%)	10.03	13.04	11.15	9.16	8.43	9.05	9.96	10.40	9.70	-
External Balance										
4) Curr. Acct. (% of GDP)	-5.38	-1.95	-6.24	-9.66	-6.13	-7.96	-5.78	-4.80	-5.20	-4.35
Fiscal Balance										
5) Budget (% of GDP)	-1.80	-5.48	-3.71	-1.42	-2.09	-1.21	-1.28	-1.65	-1.55	-2.60
Interest Rates										
6) Central Bank Rate (%)	-	-	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.15	-	-
7) 3-Month Rate (%)	16.99	7.01	7.46	11.30	5.79	9.12	9.79	8.84	-	-
8) 2-Year Note (%)	17.10	9.30	7.25	10.45	6.02	9.94	7.86	7.49	-	-
9) 10-Year Note (%)	-	-	8.40	9.72	6.55	-	-	8.03	-	-
Exchange Rates										
10) USDTRY	1.54	1.50	1.54	1.89	1.78	2.15	2.34	2.72	2.74	2.65

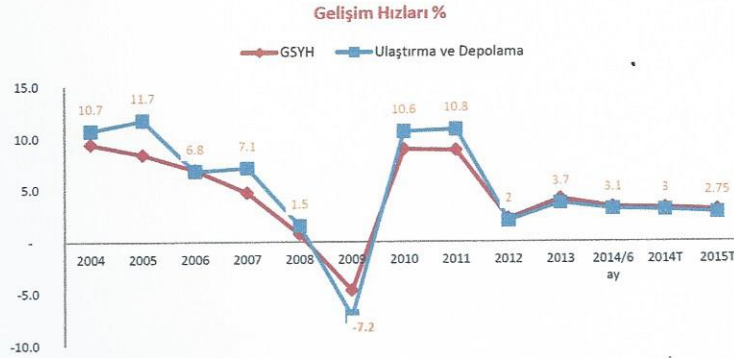
Türkiye Ekonomik Göstergeler

Kaynak: Bloomberg

Sektörel Görünüm

Türkiye’de 2013 yılında lojistik sektörü, 98 milyar dolar büyüklüğe ulaşmış, GSYH içindeki payı yüzde 12,3 olmuştur. İç-dış ticarete ve iç-dış yolcu sayılarındaki gelişmelere bağlı olarak 2004-2013 döneminde sektörün yıllık ortalamaya büyümesi %5,7’dir. Sektörün 10 yıllık performansı, yıllık ortalama % 4,93 olarak gerçekleşen GSYH büyümesinin üzerindedir. GSYH büyümesinin yüksek olduğu dönemlerde lojistik sektörü, GSYH’den daha fazla büyümektedir. Daralma dönemlerinde ise GSYH’den daha fazla daralmaktadır. Yurtiçi ticaretin bir bölümü de dış ticarete yönelik olduğu için sektörün dış ticaret daralmalarına duyarlılığı yüksektir. 2014 yılının ilk yarısında ulaştırma ve depolama faaliyetleri %3,1 ile GSYH büyümesine yakın bir büyüme sergilemiştir.

Lojistik Sektörü Raporu
Kaynak: TSKB—Kasım 2014



Kaynak: TÜİK, Ulaştırma ve Haberleşme Bakanlığı

Lojistik sektörü büyümesi ile yurtiçi ticaret ve dış ticaret büyümeleri arasında kuvvetli bir korelasyon bulunmaktadır. Ancak yıllar bazında yük kompozisyonundaki ve taşımaların coğrafi dağılımdaki değişmelere paralel olarak ilişkide farklılıklar görülmekte, bazı yıllarda lojistik büyümesi yurtiçi ticaret ve dış ticaret büyümesinin üzerine çıkarken, bazı yıllarda altında kalabilmektedir. Dış ticarete sanayi üretim ihracatı ve ithalatı ile enerji ithalatı en büyük belirleyiciler iken yurtiçi ticarete inşaat malzemeleri, madencilik ürünleri, akaryakıt, tarımsal ürünler, gıda, tekstil-giyim, dayanıklı tüketim mallarının ağırlığı fazladır.

Yurtiçi yolcu ve yük taşımalarında karayolu ağırlığı oluşturmaktadır, milyon-km bazında yolcu taşımalarının %91'i, yük taşımalarının ise %88'i karayoluyla yapılmaktadır. Demiryolu son yıllarda hız kazanan yatırımlara rağmen yolcu ve yük taşımacılığında çok düşük pay almaktadır. Denizyolu ise yurtiçi taşımalardan az pay almakla birlikte, uluslararası taşımalarda %85'lik payla en çok tercih edilen taşıma şekli durumundadır.

Lojistik sektörünün geliştirilmesi ile ilgili en güncel strateji belgesi olan 10. Kalkınma Planı'nda ulusal ölçekte Lojistik Master Plan çalışmasının yapılacağı ve kurulacak lojistik merkezlerin yer seçiminde rehber niteliği olacak bu çalışma ile ulaştırma koridor haritalarının çıkarılacağı belirtilmiştir. Lojistik altyapısı gelişmiş ülkelerin ticaret faaliyetlerinde daha etkili ve verimli olduğu ifade edilen Kalkınma Planı'nda kombine taşımacılık uygulamalarının geliştirilerek demiryolu ve denizyolu paylarının artırılması, kalitenin ve güvenliğin yükseltilmesi ve ulaştırma planlamasında koridor yaklaşımına geçilmesi esas alınmıştır.

2014-2018 yılları arasında lojistik sektörüne ilişkin hedef göstergelere de yer verilen Kalkınma Planı'nda, karayolu yük taşımacılığında %4,9, demiryolu taşımacılığında %18 ve denizyolu yükleme boşaltma kapasitesinde %8 yıllık ortalama artış öngörülmüştür. Bu verilerden, yük taşımacılığında %87 olan karayolu payının, lojistik sektöründeki gelişme ve yatırım hedefleri ile birlikte demiryolu ve denizyolu lehine azaltılması hedeflendiği görülmektedir.

DEĞERLEME YAKLAŞIMI**Temel Yaklaşımlar**

Şirket değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Varlık Yaklaşımı
3. Gelir Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık pay senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

Varlık Yaklaşımı

Şirket değerlemelerinde varlık yaklaşımı, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık yaklaşımının temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık yaklaşımının uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir, temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, Şirkete sağlanan net nakit akışları veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Pazar Yaklaşımı

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir şirket değeri yönteminde, değerlemeye konu olan şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Değerleme çalışmasında "pazar yaklaşımı" kapsamında karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "varlık yaklaşımı" kapsamında düzeltilmiş net aktif değeri yöntemi ve "gelir yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme çalışmamızda, karşılaştırılabilir şirketlerin tespit edilmesinde, Progreight ile aynı faaliyet konusuna sahip firmalar araştırılmış, Türkiye'de halka açık herhangi bir firma bulunamamış; buna karşılık Bloomberg'den yapılan araştırmada Amerika Birleşik Devletleri'nde hisseleri halka açık firmalar tespit edilmiş, bu firmaların finansal bilgileri temin edilerek değerlemede kullanılmıştır.

Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde toplam (i) defter değerleri, (ii) FAVÖK, ve (iii) satış gelirleri parametreleri kullanılmıştır. Değerlemede baz alınan çarpanlar, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Çarpanlar yoluyla hesaplanan şirket değerleri, varlık ve faaliyet bazlı çarpanların etkisini sağlıklı bir biçimde yansıtmak amacıyla ağırlıklandırılmıştır.

Diğer taraftan, tüm şartların eşit olduğu durumlarda, likidite düzeyinin düşüklüğüne bağlı olarak ortaya çıkan pazarlanabilme yetersizliği, özellikle halka açık olmayan şirketlerin, kolayca alınıp satılabilen halka açık şirketlerin hisse senetlerine yapılan yatırımlardan daha düşük değerlendirilmesine sebep olabilmektedir.

Bu nedenle, Profreight'in pazar değerinin karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemine göre belirlenmesinde, %15 oranında likidite iskontosu uygulanmıştır. İskonto oranının seçilmesinde, Şirket'in faaliyet konusu, geçmiş yıllar finansal performans, finansman yapısı ve aktif büyüklüğü vb. kriterler gözönüne alınmıştır.

FAVÖK = Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar
 ŞD = Şirket Değeri
 DD = Defter Değeri

Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Değeri (USD)	ŞD/DD	FAVÖK	ŞD/FAVÖK	Satışlar (USD)	ŞD/Sat
C.H. ROBINSON WORLDWIDE INC	CHRW US Equity	12.022.900.736	11,5	805.427.008	14,9	13.470.066.688	0,9
EXPEDITORS INTL WASH INC	EXPD US Equity	7.585.517.568	4,1	643.939.968	11,8	6.564.721.152	1,2
FORWARD AIR CORP	FWRD US Equity	1.484.075.520	3,2	127.539.000	11,6	780.958.976	1,9
HUB GROUP INC-CL A	HUBG US Equity	1.406.269.312	2,3	113.257.000	12,4	3.571.126.016	0,4
UTI WORLDWIDE INC	UTIW US Equity	1.726.628.992	3,5	-30.967.000	-55,8	4.179.774.976	0,4
ROADRUNNER TRANSPORTATION SY	RRTS US Equity	1.304.203.776	2,3	122.831.000	10,6	1.872.816.000	0,7
ECHO GLOBAL LOGISTICS INC	ECHO US Equity	645.103.744	3,5	41.404.760	15,6	1.173.382.784	0,5
RADIANT LOGISTICS INC	RLGT US Equity	110.473.464	2,7	13.015.627	8,5	349.133.056	0,3
Geometrik Ortalama			3,59		11,99		0,67

Kaynak: Bloomberg

Profreight'ın karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.12.2014 tarihi itibarıyla **9.554.376 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge (TL)	Emsal Değer (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Şirket Değeri/Defter Değeri	3,59	5.033.665	18.074.055	33,33%	6.024.685
Şirket Değeri/FAVÖK	11,99	788.019	9.450.258	33,33%	3.150.086
Şirket Değeri/Satışlar	0,67	9.307.346	6.197.014	33,33%	2.065.671
Emsal Değeri				100,00%	11.240.442
Likidite İskontosu				15%	-1.686.066
Emsal Değeri (TL)					9.554.376

DEĞERLEME ANALİZLERİ**Varlık Yaklaşımı****Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net aktif değeri, sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. Bilançonun muhasebe defterlerine dayanması nedeniyle bu isim verilmiştir. İki nedenden ötürü şirketin piyasa değerini tam anlamıyla ifade etmemektedir. Birincisi, gerek varlık, gerekse borçların bilgi kalitesi ancak ülkede kullanılan muhasebe standartlarının kalitesi kadar anlamlıdır.

İkincisi şirketin bilançoda yer almayan, yönetim kadrosunun bilgi ve tecrübesi, müşteri yapısı, sektöründe yarattığı olumlu imaj gibi değerleri, kısaca şirket peştemaliesini kapsamamasıdır. Bununla birlikte, bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, net aktif değeri (defter değeri veya özkaynak değeri) uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır.

Şirket, Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.'ye (Reba) iştirak etmiş olup, Reba'nın hisselerinin 100%'ne sahip durumdadır. Şirket'in bilançosunda mukayyet değeri ile takip edilen bağlı ortaklığı; Reba'nın rayiç değeri 08.05.2015 tarihinde verilen ayrı bir rapor ile tarafımızdan **5.275.339 TL** olarak hesaplanmış, Şirket'in net aktif değeri düzeltilmiştir. Buna göre Şirket'in düzeltilmiş net aktif değeri aşağıdaki gibidir:

Profreight Finansal Tablolar (TL)	2014 (VUK)		2014 (Düzeltilmiş)
Dönen Varlıklar	3.005.920		3.005.920
Maddi Duran Varlıklar	57.759		57.759
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	121.033		121.033
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	69.090		69.090
Mali Duran Varlıklar (Reba Denizcilik)	2.978.184	2.297.155	5.275.339
Aktifler	6.231.985		8.529.140
Yükümlülükler	1.198.321		1.198.321
Özsermaye	5.033.665	2.297.155	7.330.820
Pasifler	6.231.985		8.529.140

Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 5:000.000 TL olup, 557.290 TL geçmiş yıl karı ve (889.639) TL geçmiş yıl zararları bulunmaktadır.

Dolayısıyla, Profreight'in, 31.12.2014 tarihi itibarıyla düzeltilmiş net aktif değeri **7.330.820 TL** olarak hesaplanmaktadır.

DEĞERLEME ANALİZLERİ

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışları ("İNA") analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, şirketin satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, Şirket'in sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları Şirket'in bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden Şirket'in tüm borçlarının değeri düşülerek Şirket'in ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden pay senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı Şirket'in değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Profreight'ın İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %14,62 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

$$k_e = r_f + (r_p \times \beta) + ADR$$

formülünden hareketle %15,18 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde risksiz getiri oranı olarak, Şirket'in merkezinin ve faaliyetinin Türkiye'de olması ve projeksiyon çalışmalarının TL para birimi üzerinden yapılması nedeniyle, Türkiye'nin ortalama risksiz getiri oranı (%8,02) kullanılmıştır.

Pazar risk primi olarak Türkiye için Bloomberg tarafından hesaplanan pazar risk primi (%5,76) kullanılmıştır. Ek risk primi, değerlendirme uzmanlarımızın değerlendirmelerine dayanmakta olup, projeksiyon çalışmasında bazı sözleşmelerin henüz imzalanmamış olmasından dolayı, sözleşmelerin gerçekleşmemesi olasılığı değerlendirilmiş ve buna göre %2,5'lik ek bir oran AOSM'ye eklenmiştir.

r_f = risksiz getiri oranı
 r_p = pazar risk primi
 k_e = özsermaye maliyeti
 β = pazar korelasyonu (beta)
 ADR = Ek Risk Primi

Beta

Halka açık şirketlerin betasının hesaplanmasında ilgili pay hisse senetlerinin getirisi ile endeks getirisi arasında regresyon çalıştırılmakta ve regresyon analizi sonucunda çıkan doğru çözümlenmesinin eğimi beta değerini vermektedir. Bu değer şirketin sistematik riskini (piyasa riski) yansıtmaktadır.

Halka açık olmayan şirketlerin betalarının hesaplanmasında ise, halka açık benzer firmaların özkaynak betalarından faydalanılmakta; beta katsayısı hesaplanırken Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde Şirket ile benzerlik gösteren Varlık yaklaşımı modelinde de kullanılmış olan emsal halka açık şirketlerin beta katsayıları esas alınarak Şirket'in beta katsayısı hesaplanmıştır.

Emsal olarak kullanılan şirketlerin kaldıraçlı betaları aşağıdaki gibi olup, kaldıraçlı betaların aritmetik ortalaması alınmış; daha sonra da her bir emsal firmanın finansal kaldıraç oranlarının aritmetik ortalaması kullanılarak ortalama kaldıraçsız beta hesaplanmıştır. Buna göre değerlemede kullanılan beta oranları aşağıdaki gibidir:

Şirket Unvanı	Şirket Kodu	Borç / Özkaynak	Beta
C.H. ROBINSON WORLDWIDE INC	CHRW US Equity	113,045%	1,02
EXPEDITORS INTL WASH INC	EXPD US Equity	0,000%	0,89
FORWARD AIR CORP	FWRD US Equity	0,335%	0,92
HUB GROUP INC-CL A	HUBG US Equity	18,396%	0,97
UTI WORLDWIDE INC	UTIW US Equity	76,183%	1,18
ROADRUNNER TRANSPORTATION SY	RRTS US Equity	76,954%	1,16
ECHO GLOBAL LOGISTICS INC	ECHO US Equity	0,000%	0,90
RADIANT LOGISTICS INC	RLGT US Equity	17,699%	0,52
Aritmetik Ortalama		37,83%	0,94
Kaldıraçsız Beta			0,72

Kaynak: Bloomberg

B_U = Kaldıraçsız Beta
 B_L = Kaldıraçlı Beta (Aritmetik Ortalama)
 T_c = Kurumlar Vergisi Oranı
 D/E = Finansal Borçlar / Özkaynak

Kaldıraçsız beta formülünün hesaplanması için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$B_U = B_L / [1 + (1 - T_c) \times (D/E)]$$

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde kullanılan betanın hesaplanması için Şirket'in kaldıraç oranı tespit edilmiş (Toplam Finansal Borçlar / Özkaynak 31.12.2014 itibari ile %14,52) ve Şirket'e özel kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Buna göre Şirket'in düzeltilmiş betası **0,81**'dir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_w = (D/L_t \times k_d) + (E/L_t \times k_e)$$

formülü kullanılarak borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, Şirket'in

k_e = özsermaye maliyeti
 k_d = borçlanma maliyeti (vergi sonrası)
 k_w = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
 D = finansal yükümlülükler
 E = özsermaye
 L_t = toplam yükümlülükler (pasif)

finansmanında borcun ve özsermayenin aldığı pay dikkate alınarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. Bu varsayımlar altında Şirket'in projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

İskonto Oranı	
Risksiz getiri Oranı	8,020%
Pazar Risk Primi	5,755%
Ek Risk Primi	2,500%
Beta	0,81
Sermaye Maliyeti	
Toplam Pasif İçerisinde Borcun Oranı	11,73%
Borçlanma Maliyeti	13,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10,40%
AOSM	14,62%

<HELP> for explanation.
#<Go> to see historical data, 90<Go> Save as Default Region
95 Output to Excel Country Risk Premium

Date	Country	Region	Custom	Div Yld	Grwth Rate	Div Pay Mkt Return RF Rate	Premium Ratio
12/31/14	Turkey (CRP TR)	TRY		1.848%	15.009%	28.458% 13.775%	8.020% 5.755%

Data is updated daily. Click on a row to see historical data
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
SN 476459 EEST GHT+3 00 H610-2763-1 24-Apr-2015 12:17:24

Türkiye Risksiz Getiri Oranı (10 yıllık Devlet Tahvil Faiz Getirisi) ve Risk Primi
Kaynak: Bloomberg

Enflasyon Oranı

Çalışmamızda, Türkiye için Bloomberg tarafından öngörülen enflasyon oranları dikkate alınmıştır. Enflasyon oranının 2015 yılı için %6,7 seviyesinde, 2016 yılı için %6,5 seviyesinde ve 2017 yılı için %6,3 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir. 2017 yılı enflasyon oranı beklentisinin projeksiyon döneminin sonuna kadar sabit kalacağı varsayılmıştır.

Satış Gelirleri

2015 ve sonrası gerçekleşmesi planlanan satışlar hesaplanırken önceki yıllarda elde edilen satışlar temel alınmış buna ilave olarak müşteri bazında yıllar itibari ile elde edilmesi muhtemel gelirler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Şirket'in 2012, 2013 ve 2014 yılları satışları aşağıdaki gibi olup, bu satışların içinde hangi müşterilerden ne kadar ciro elde edildiği irdelenmiş; yüksek tutarlı satışların muhattapları için ayrı ciro tahminleri yapılmıştır. Buna göre ABB ve KARUN şirketleri için ayrı ciro tahminleri yapılmış geriye kalan şirketlerden elde edilen gelirler için ise enflasyon oranında büyüme tahmin edilmiştir.

SATIŞLAR (TL)	2012	2013	Artış Oranı	2014	Artış Oranı
ABB firmasından elde edilen Gelir	1.382.955	2.602.994		1.528.045	
KARUN firmasından elde edilen Gelir	1.842.846	109.557		1.486.815	
Diğer firmalardan elde edilen Gelir	5.415.429	6.327.864	%16,85	6.292.562	%-0,56
Toplam Satışlar	8.641.230	9.040.415		9.307.422	

Buna göre ABB ve KARUN şirketleri dışında kalan şirketlerden elde edilen gelirler 2013 yılında bir önceki yıla göre %16,85 artmış, buna karşılık 2014 yılında ise bu firmalardan elde edilen ciro 35.302 TL veya %0,56 azalış yaşamıştır. Şirket'in son 3 yıldaki ciroları birbirine yakın seyrettiğinden, aritmetik artış oranı hesaplanmış (%8,15) ve 2015 yılından itibaren satışlar bu oranda artırılmıştır.⁴

Buna ilave olarak Şirket'in ABB ve KARUN ile gerçekleştirmesi muhtemel ciroları tahmin edilmiş; bu tutarların üzerine yukarıda bahsettiğimiz diğer şirketlerden elde edilen cirolar eklenerek toplam ciro tahmini yapılmıştır. Buna göre ABB ve KARUN şirketlerinden elde edilmesi tahmin edilen cirolar yıllar itibari ile aşağıdaki gibidir:

TAHMİNİ SATIŞLAR (USD)	2015	2016	2017	2018	2019
ABB—I. Faz ¹	1.800.000	2.520.000	-	-	-
ABB—II. Faz ²	-	1.000.000	1.000.000	-	-
ABB—III. Faz ³	-	-	4.000.000	4.000.000	4.000.000
KARUN ⁴	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Toplam Satışlar	2.300.000	4.020.000	5.500.000	4.500.000	4.500.000

¹ Şirket, ABB firması ile uzun yıllardır çalışmakta olup, 2015 yılında 4.320.000 USD + KDV değerinde sözleşme imzalamıştır. Bu sözleşmeye göre 120 adet trafonun Suudi Arabistan'a naklini kapsamakta olup; sözleşme tutarının 1.800.000 USD'lik kısmı 2015 yılında geri kalan 2.520.000 USD'si ise 2016 yılında faturalanacaktır.

² Yukarıda bahsedilen sözleşmenin ayrıca 2.000.000 USD değerinde bir uzatması bulunmakta olup, bu tutarın yarısının 2016, diğer yarısının ise 2017 yılında kayıtlara geçeceği tahmin edilmektedir.

³ ABB ile henüz bir anlaşma yapılmamış olmasına rağmen 2017, 2018 ve 2019 yıllarını kapsayacak toplam 12.000.000 USD değerinde bir proje üzerinde konuşulmakta olup, bu sözleşmenin hayata geçmesi durumunda 2017-2019 yılları arasında yıllık 4.000.000 USD gelir edilmesi planlanmaktadır. Şirket yukarıda belirtildiği üzere uzun süredir ABB ile çalışmakta olup, en son olarak 4.320.000 USD + 2.000.000 USD tutarında sözleşme akdetmiş; bu nedenle imzalanmamış bahsedilen bu proje değerlemeye dahil edilmiştir.

⁴ KARUN şirketi ile 2015 yılında İran'a yapılması planlanan lojistik işleri ile alakalı 1.000.000 USD değerinde bir kontrat imzalanmış; bu tutarın yarısı 2015 geri kalan tutar ise 2016 yılında projeksiyona dahil edilmiştir. Profreight, KARUN şirketi ile son 3 yılda 3.5 milyon TL'lik işlem hacmine ulaşmış, buna istinaden de 2017 yılından sonra her yıl 500.000 USD ciro elde edeceği tahmin edilmiştir.

Bunlara ilave olarak Almanya'da kurulu Samskip şirketi ile %49 pay ile bir ortaklık kurulmuştur. Bu firma Türkiye ile Hazar denizi arasında gemi kiralama ve işletme organizasyonları yapacaktır. Bu firma henüz yeni kurulmuş olup, rapor tarihi itibari ile cirosu bulunmamaktadır. Şirket yönetiminin bu ortaklıktan ciddi ciro beklentileri olup, her seneki büyüme oranı %50 olarak kabul edilerek, yıllar itibari ile elde edilecek ciro aşağıdaki gibidir.

TAHMİNİ SATIŞLAR (USD)	2015	2016	2017	2018	2019
Samskip	-	1.000.000	1.500.000	2.250.000	3.375.000
Toplam Satışlar	-	1.000.000	1.500.000	2.250.000	3.375.000

Buna göre Şirket'in TL cinsinden tahmini ciroları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TAHMİNİ SATIŞLAR (TL)	2015	2016	2017	2018	2019
ABB—I. Faz	4.896.000	6.904.800	-	-	-
ABB—II. Faz	-	2.740.000	2.650.000	-	-
ABB—III. Faz	-	-	10.600.000	10.600.000	10.600.000
KARUN	1.360.000	1.370.000	1.325.000	1.325.000	1.325.000
Samskip	-	2.740.000	3.975.000	5.962.500	8.943.750
Diğer Firmalar	6.805.119	7.359.427	7.958.886	8.607.174	9.308.267
Toplam Satışlar	13.061.119	21.114.227	26.508.886	26.494.674	30.177.017

USD / TL Kur:

2015 USD/TL = 2,72

2016 USD/TL = 2,74

2017 USD/TL = 2,65

2018 USD/TL = 2,65

2019 USD/TL = 2,65

Kaynak: Bloomberg

Satış Maliyetleri

Şirket'in satış maliyetleri, tek bir başlık altında tahmin edilmiştir. Son 4 yıllık maliyet kalemlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması dikkate alınarak, gider öngörülmesi yapılmıştır. Buna göre 2011, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında satışların maliyetinin satışlara oranı aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

	2011	2012	2013	2014
Toplam Satışlar (TL)	2.740.614	8.641.230	9.040.415	9.307.422
Satışların Maliyeti (TL)	-2.056.911	-7.052.067	-6.358.599	-7.067.978
Brüt Kar (TL)	683.703	1.589.163	2.681.816	2.239.443
Brüt Kar Marj Oranı	%24,95	%18,39	%29,66	%24,06
Ortalama Satışların Maliyeti / Satışlar	%24.266			

Buna göre 2015 ve sonrasında gerçekleşmesi planlanan satışların %75,74'ü (1-0,2426) satışların maliyeti olarak hesaplanmıştır.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri, satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderleri olmak üzere 2 başlık altında gösterilmiştir. Her bir gider grubu altındaki harcamalar tahmin kolaylığı sağlamak amacıyla yeniden sınıflandırılmıştır. Sınıflandırmalar, harcamaların sabit veya değişken yapıda olmasına dikkat edilerek gerçekleştirilmiştir. Ayrıca tek seferlik ve/veya yenilenmeyen harcamaların ayrıştırılmasına gayret edilmiştir. Sabit yapıda giderler enflasyon oranında artırılarak, değişken yapıda giderler ise satış gelirlerine oranı üzerinden tahmin edilmiştir. Tek seferlik ve yenilenmeyen harcamalar ise projeksiyonlara dahil edilmemişlerdir.

GENEL YÖNETİM GİDERLERİ (TL)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Personel Ücretleri	683.729	553.960	596.654	672.706	783.138	878.074	994.993	1.122.844
Büro Giderleri	142.670	284.303	364.241	483.454	538.338	599.867	669.415	748.330
Temizlik ve Mutfak Giderleri	4.294	8.450	7.457	7.956	8.473	9.007	9.575	10.178
Haberleşme Giderleri	36.963	38.666	52.417	55.922	59.557	63.309	67.298	71.537
Mali ve Hukuki Giderler	101.550	88.783	118.287	126.212	134.416	142.884	151.886	161.455
Taahhüt Giderleri	128.848	129.728	104.949	112.738	120.066	127.630	135.671	144.218
Dışardan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	32.731	42.785	53.832	59.988	67.145	73.684	81.393	89.782
MDV Amortisman Giderleri	740.090	481.259	86.601	80.901	77.417	7.941	5.743	2.450
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	243.421	44.537	90.450	90.450	90.450	90.450	90.450	90.450
	2.114.295	1.672.470	1.474.887	1.690.328	1.879.001	1.992.846	2.206.422	2.441.244

Şirket, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında toplam 14, 12 ve 11 personel istihdam etmiştir. Projeksiyon dönemlerinde 2015'den itibaren başlayarak çalışan personel sayısını her sene 1 yeni personel olarak arttıracaktır. 2014 yılında bir personelin ortalama maliyeti tespit edilmiş, bu tutar yıllık enflasyon oranı ile her yıl artırılmış ve personel sayısı ile çarpılmıştır. Brüt ücretlerin içinde ayrıca SGK işveren payı ve işveren işsizlik sigorta payları olup toplam ücretin %17,5'i kadar hesaplanmıştır.

Büro giderlerininin büyük kısmı Kira ve Yönetim ödemelerinden oluşmaktadır. Şirket 2015 yılı için 180.000 TL'lik kira sözleşmesi akdetmiş ve bu kira sözleşmesi her sene tahmini enflasyon oranı ile arttırılmıştır. Yönetim Ücret Giderleri ise Şirket üst yönetiminin verdikleri hizmetlerden dolayı aldıkları tutarları temsil etmekte olup, 2014 yılında 240.000 TL'lik bir ödeme yapılmıştır. Şirket yönetimi bu tutarın her sene %15 oranında arttıracağını beyan etmiştir.

Temizlik ve Mutfak Giderleri, Mali ve Hukuki Giderler, Taşıt Giderleri, Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler Giderleri, Haberleşme Giderleri enflasyon oranında arttırılmıştır.

Amortisman giderleri ile alakalı Şirket'in aktifinde kayıtlı maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıkların listesi temin edilmiş, projeksiyona konu olan her yıla isabet eden amortisman giderleri hesaplanmıştır.

Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler ise, 2014 yılında gerçekleşen rakam projeksiyona konu olan tüm yıllarda sabit kalacak şekilde varsayılmıştır.

Son üç yılda gerçekleşen Pazarlama ve Satış Giderlerinin ciroya oranı hesaplanmış ve ağırlıklı ortalaması alınmıştır. Buna göre son üç yılın ortalaması %0,505 olup her yıla tahmin edilen ciro ile çarpılarak projeksiyon döneminde gerçekleştirilmesi planlanan gider hesaplanmıştır. Bu şekilde Satış ve Pazarlama Giderleri aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pazarlama ve Satış Giderleri (TL)	24.513	28.516	63.062	66.015	106.718	133.985	133.913	152.525

Kurumlar Vergisi

Projeksiyon Gelir Tablosu'ndaki faaliyet karları üzerinden %20 oranında Kurumlar Vergisi gideri hesaplanmıştır.

Çalışma Sermayesi

Projeksiyon döneminde çalışma sermayesindeki değişimlerin yarattığı nakit akışlarının belirlenmesinde, 2014 yılı oranlarından hareketle, alacak tahsil süresinin 110 gün, borç ödeme süresinin 15 gün ve stok elde tutma süresinin 21 gün olacağı varsayılmıştır.

ÇALIŞMA SERMAYESİ (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Operasyon							
Gelirler	9.040.415	9.307.346	13.061.119	21.114.227	26.508.886	26.494.674	30.177.017
Giderler	6.358.599	7.067.978	9.891.737	15.990.695	20.076.298	20.065.534	22.854.328
D.B. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	2.902.471	3.495.222	2.125.480	3.943.802	6.375.436	8.004.351	8.000.060
Ticari Borçlar	1.252.074	361.705	225.388	410.823	664.124	833.807	833.360
Stoklar	123.220	525.879	293.694	573.502	927.107	1.163.982	1.163.358
D.S. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	3.495.222	2.125.480	3.943.802	6.375.436	8.004.351	8.000.060	9.111.943
Ticari Borçlar	361.705	225.388	410.823	664.124	833.807	833.360	949.184
Stoklar	525.879	293.694	573.502	927.107	1.163.982	1.163.358	1.325.046
Cari Oranlar							
Alacak Tahsil Süresi	129	110	110	110	110	110	110
Borç Ödeme Süresi	46	15	15	15	15	15	15
Stok Elde Tutma Süresi	19	21	21	21	21	21	21
Nakit Değişimi							
Ticari Alacaklar	-592.751	1.369.743	-1.818.322	-2.431.634	-1.628.916	4.291	-1.111.883
Ticari Borçlar	-890.369	-136.316	185.434	253.301	169.683	-447	115.824
Stoklar	-402.659	232.185	-279.808	-353.605	-236.875	624	-161.688
Çalışma Sermayesi Değişimi	-1.885.779	1.465.611	-1.912.696	-2.531.937	-1.696.108	4.468	-1.157.747

Projeksiyon Nakit Akışları

Profreight'ın projeksiyon dönemindeki tahmini nakit akımları aşağıda gösterilmiştir. Serbest nakit akışlarının yanısıra, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında, Şirket'in faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza dek süreceği varsayımıyla, limit değer hesaplaması yapılmıştır. Limit değer, projeksiyon dönemi sonrası dönemde Şirket'in yaratacağı nakit akışlarını ifade etmektedir.

İNA Analizi (TL)	2015	2016	2017	2018	2019
Net Satışlar	13.061.119	21.114.227	26.508.886	26.494.674	30.177.017
Satışların Maliyeti (-)	-9.891.737	-15.990.695	-20.076.298	-20.065.534	-22.854.328
Brüt Kar	3.169.383	5.123.532	6.432.589	6.429.140	7.322.689
Faaliyet Giderleri (-)	-1.756.343	-1.985.719	-2.126.831	-2.340.335	-2.593.769
Net Faaliyet Karı	1.413.040	3.137.814	4.305.758	4.088.804	4.728.920
Vergi (-)	-282.608	-627.563	-861.152	-817.761	-945.784
Amortisman Giderleri (+)	80.901	77.417	7.941	5.743	2.450
Çalışma Sermayesi (+/-)	-1.912.696	-2.531.937	-1.696.108	4.468	-1.157.747
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	-701.363	55.731	1.756.439	3.281.255	2.627.839
İskonto Oranı	1,146	1,314	1,506	1,726	1,978
İndirgenmiş Nakit Akışları	-611.922	42.423	1.166.525	1.901.318	1.328.518

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	3.826.862
2019 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	9.854.400
Şirketin Pazar Değeri	13.681.262
Net Borç veya Nakit (+/-)	-617.848
Nakit ve Nakit Benzerleri	113.097
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-221.321
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-509.623
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	13.063.414

Limit değerın hesaplanmasında, %1 oranında uzun vadeli büyüme öngörölmüş olup, aşağıda verilen formülden faydalanılmıştır. Elde edilen sonuçlara Şirket'in bilançosunda yer alan nakit tutarı eklenmiş, ilişkili taraflardan alacak ve/veya ilişkili taraflara borç tutarları dahil edilmiş ve faiz yükü taşıyan finansal borçları düşölmüşdür.

V_t = limit değeri
 CF_n = son yıldaki serbest nakit akışı
 g_n = uzun vadeli büyüme oranı
 k_w = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
 f_n = son yıldaki iskonto faktörü

$$V_t = [CF_n \times (1 + g_{it}) / (k_w - g_{it})] / f_n$$

Buna göre, Profreight'in indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.12.2014 tarihi itibarıyla **13.063.414 TL** olarak hesaplanmaktadır.

SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 31.12.2014 tarihi itibarıyla 3 farklı yöntemle göre hesaplanan solo şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Solo Profreight Taşımacılık Hizmetleri (TL)	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer (TL)
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	13.063.414	%40	5.225.367
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	9.554.376	%40	3.821.751
Varlık Yaklaşımı (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri)	7.330.820	%20	1.466.164
Özsermaye Pazar Değeri		100%	10.513.282

Profreight'ın %100 bağlı ortaklığı olan Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.'nin (Reba) de 31.12.2014 tarihi itibarı ile ayrı Şirket değerlemesi yapılmış; 3 farklı yöntem kullanılarak hesaplanan şirket değerleri tespit edilmiştir:

Reba Denizcilik Hizmetleri (TL)	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer (TL)
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	8.270.733	%40	3.308.294
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	4.340.531	%40	1.736.212
Varlık Yaklaşımı (Özvarlık Değeri)	1.154.168*	%20	230.834
Özsermaye Pazar Değeri		100%	5.275.340

Buna göre Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.'nin Reba ile konsolide edilmiş şirket değerleri aşağıdaki gibidir:

Konsolide Profreight Taşımacılık Hizmetleri (TL)	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer (TL)
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	21.334.147	%40	8.533.661
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri) ⁴	13.894.907	%40	5.557.963
Varlık Yaklaşımı (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri)	7.330.820*	%20	1.466.164
Özsermaye Pazar Değeri		100%	15.557.788

* Profreight'ın varlık yaklaşımı yöntemi ile değerinin hesaplanması sırasında Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.'nin hesaplanan şirket değeri içinde özvarlık değeri kullanılmış; bu nedenle, konsolide değer hesaplanma sırasında Reba'nın özvarlık değeri hesaplanmanın dışında tutulmuştur.

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

Görüşümüze göre, gelir yaklaşımı Şirket'in faaliyetlerinden elde edeceği nakit akımlarının bugünkü değerini gösterdiğinden; Pazar yaklaşımı ise Profreight'ın işgal konusuna benzerlik gösteren şirketlerin faaliyet sonuçları yansıtıyor olmasından dolayı; bu değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit oranda (%40) ağırlıklandırılması; ayrıca Şirket'in operasyonları gerçekleştirmek için aktif değerlere ihtiyaç duymamasından dolayı, varlık yaklaşımı ile tespit edilen değer ağırlıklandırmasının %20 olarak uygulanması uygun bulunmuştur. Yapılan değerlendirme çalışmasının sonucunda Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.'nin pazar değeri **15.557.788 TL** olarak tespit edilmiştir.

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

YMM Tasdik Hizmetleri
Bağımsız Dış Denetim Hizmetleri
Vergi Danışmanlığı Hizmetleri
Bilgi Sistemleri Denetim Hizmetleri
Hukuk Danışmanlığı Hizmetleri
İK Danışmanlığı Hizmetleri
Kurumsal Finansman Hizmetleri

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 154 ortak firma ile 133 ülkede, 693 ofisle hizmet vermektedir. 2014 yılı global cirosu 3.6 milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında yaklaşık 27.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelİ Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Bursa, Gaziantep, Trakya, Ankara ve Batı Karadeniz ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın sözkonusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Merkez Ofis

Spine Tower Büyükdere
Cad. Kat: 25 ve 26 PK.34398
Maslak - İSTANBUL

+90 212 285 01 50
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

ASO Kule Atatürk Bulvarı
No: 193 PK.06680
Kavaklıdere - ANKARA

+90 312 466 84 20
gymankara@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Çağlayan Mah. Barınaklar
Bulvarı No: 48 K: 2 PK.07160
ANTALYA

+90 242 324 30 14
gymantalya@gureli.com.tr

Bursa Ofis

Odunlu Mah. Akademi Cad.
Zeno İş Mrk. No:31 D Blk. K:7
BURSA

+90 224 451 27 10
gymbursa@gureli.com.tr

İzmir Ofis

1379 Sok. No: 19
D: 8 PK.35220
Alsancak - İZMİR

+90 232 463 88 63
gymizmir@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Atatürk Bulvarı
No: 44 D: 9-10 PK.59100
TEKİRDAĞ

+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr

Batı Karadeniz Ofis

Karaçayır Mah. Hoca Ahmet
Yesevi Sok. 3K İş Mrk. No:2/2
BOLU

+90 374 215 63 73
gymbolu@gureli.com.tr

Gaziantep Ofis

İncilipınar Mah. Nişantaşı Sk.
F&H İş Mrk. K:5 No:6
Şehitkamil - GAZİANTEP

+90 342 215 10 70
gymgaziantep@gureli.com.tr