

Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.

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, Reba Denizcilik 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 mali tabloları ve Şirket üst yönetiminin bizimle paylaşmış olduğu finansal ve operasyonel bilgiler esas alınmış, çalışma kapsamında sunulan finansal 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 **5.275.340 TL**'dir.

08.05.2015

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


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
Makro Görünüm	
<i>Ekonomik Görünüm</i>	8
<i>Sektörel Görünüm</i>	10
Değerleme Yaklaşımı	12
Değerleme Analizleri	
<i>Pazar Yaklaşımı</i>	14
<i>Varlık Yaklaşımı</i>	16
<i>Gelir Yaklaşımı</i>	17
Sonuç	25
Baker Tilly Güreli Hakkında	26

RAPORUN KAPSAMI**Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, Verusaturk'ün talebi ve 16.04.2015 tarihli sözleşmeye istinaden, Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Reba") "**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**", 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 değerlendirilmesidir.

"**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, Şirketin 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 arasından 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**

Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş. "Reba Denizcilik", Rela İnşaat ve Turizm sanayi Ticaret Ltd. Şti. Unvanı ile 2000 yılında kurulmuştur. Reba Denizcilik 2004 yılında unvan değişikliğine gitmiş ve Reba Denizcilik Hizmetleri Ltd. Şti adı altında devam etmiştir. 29 Nisan 2014 tarihinde yayınlanan ticaret sicil gazetesinde şirketin ticaret unvanı Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş. Olmuştur.

Şirket'in iştiğal konusu: kara, deniz, demir ve havayolu ile Türkiye'den yurtdışına, yurtdışından Türkiye'ye ve Türkiye dahilinde ve yabancı ülkeler arasında taşımacılık yapmak, yaptırmak, taahütlere girmek, gemi acenteliği ve yük komisyonculuğu yapmaktır. Şirket aynı zamanda deniz ve kıyı suları ile iç sularda kılavuzluk ve rıhtıma yanaştırma faaliyetleri işlemlerini de yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla sermayesi 800.000 TL olup ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Profreight Taşımacılık Hizmetleri A.Ş.	800.000	100,00%
Toplam	800.000	100,00%

Finansal Tablolar

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

Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.—Gelir Tablosu (TL)	2012	2013	2014
Net Satışlar	7.934.065	6.236.265	9.764.647
Satışların Maliyeti (-)	-6.818.217	-5.158.612	-8.337.229
Brüt Kar	1.115.848	1.077.653	1.427.418
Faaliyet Giderleri (-)	-619.625	-768.806	-1.050.130
Faaliyet Karı	496.223	308.847	377.288
Olağan Gelir ve Giderler (+/-)	-5.149	68.221	13.301
Finansman Giderleri (-)	-10.511	-3.648	-10.875
Olağan Kar	480.563	373.421	379.714
Olağandışı Gelir ve Giderler	-39.629	-31.168	22.023
Dönem Karı	440.933	342.253	401.738
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	-98.023	-74.723	-89.714
DÖNEM NET KARI	342.910	267.530	312.024

ŞİRKET PROFİLİ

Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.—Bilanço (TL)	2012	2013	2014
DÖNEN VARLIKLAR	2.199.520	1.482.688	1.836.680
Hazır Değerler	132.676	19.676	203.059
Ticari Alacaklar	1.695.535	653.193	938.106
Diğer Alacaklar	4.396	49.292	838
Stoklar	94.922	530.411	386.789
Diğer Dönen Varlıklar	271.991	230.117	307.889
DURAN VARLIKLAR	88.577	301.960	598.638
Ticari Alacaklar	11.134	11.134	11.134
Maddi Duran Varlıklar	71.316	48.628	4.928
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.133	0	9.345
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	4.994	242.197	573.231
AKTİFLER	2.288.097	1.784.648	2.435.317
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	1.658.088	1.082.876	992.755
Mali Borçlar	0	0	60.625
Ticari Borçlar	1.354.533	181.115	545.713
Diğer Borçlar	54.586	202.501	100.972
Alınan Avanslar	148.348	628.151	216.837
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	100.621	65.188	68.609
Borç ve Gider Karşılıkları	0	5.921	0
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	31.670	11.668	288.395
Mali Borçlar	31.670	11.668	288.395
ÖZKAYNAKLAR	598.339	690.105	1.154.168
Ödenmiş Sermaye	251.429	401.429	801.429
Kar Yedekleri	4.000	21.146	40.715
Dönem Net Karı	342.910	267.530	312.024
PASİFLER	2.288.097	1.784.648	2.435.317

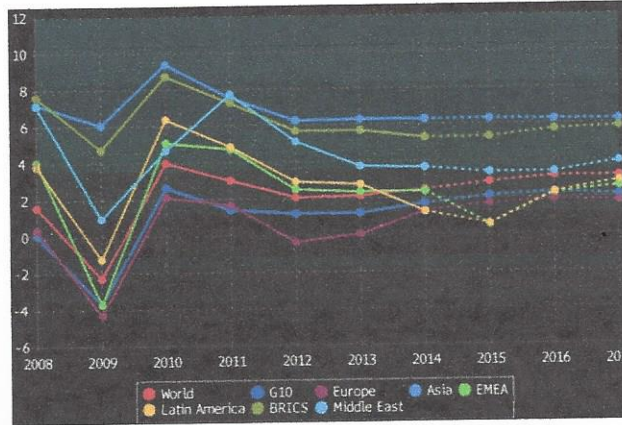
MAKRO GÖRÜNÜM

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.

90 Chart		97 Set as Default View		Economic Forecasts						
Region Comparison		Contributor		Contributor Composite		Real GDP				
World						Yearly				
						Quarterly				
						Actual / Forecasts				
Indicator	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

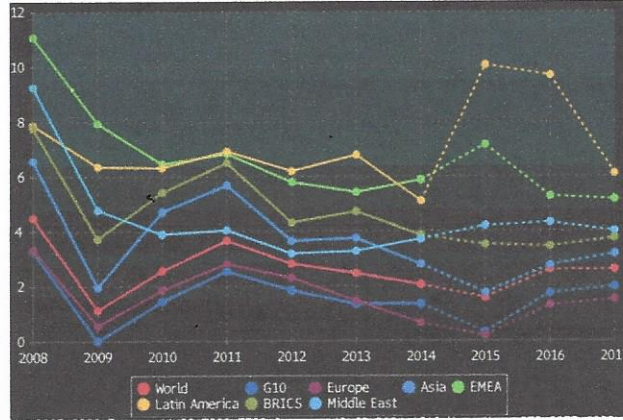


Tüketici fiyatlarına bakıldığında, gerek global gerekse bölgesel olarak ciddi dalgalanmalar öngörülmektedir. Özellikle Avrupa bölgesinde, resesyon tehlikesini işaret edecek şekilde düşüşün devam ettiği görülmektedir. Öte

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	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



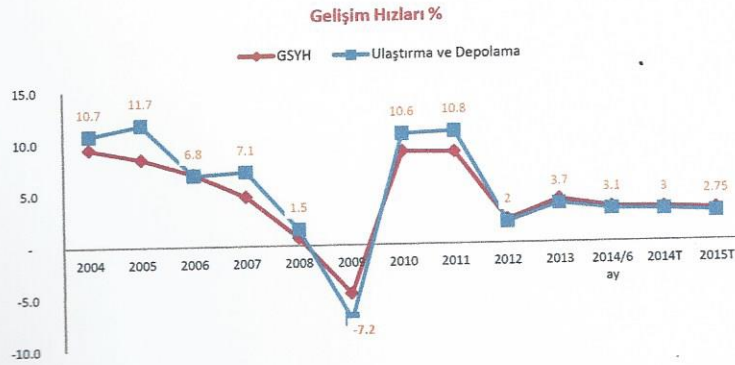
Türkiye ekonomisine gelindiğinde, büyüme beklentisinin artarak devam ettiği görülmektedir. 2014 yılında, kurlardaki ani artışın da etkisiyle %2,90 seviyesinde gerçekleşen reel büyümenin 2015 yılında %3,35 oranında, 2016 yılında %3,80 oranında ve 2017 yılında ise %4,00 oranında olacağı öngörülmektedir. 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	Yearly							
	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) US\$TRY	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.



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 Denizcilik 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 esas 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 temettüleri (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 net aktif değeri yöntemi ve "gelir yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme çalışmamızda, karşılaştırılabilir şirketlerin tespit edilmesinde, Reba 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 değerlenmesine sebep olabilmektedir.

Bu nedenle, Reba'nın 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-CLA	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

Reba'nın karşılaştırılabilir şirket değeri yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.12.2014 tarihi itibarıyla **4.340.531 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer (TL)	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Şirket Değeri/Defter Değeri	3,59	1.154.168	4.144.195	33%	1.381.398
Şirket Değeri/FAVÖK	11,99	389.732	4.673.833	33%	1.557.944
Şirket Değeri/Satışlar	0,67	9.764.647	6.501.494	33%	2.167.165
Emsal Değeri				100%	5.106.507
Likidite İskontosu				15%	-765.976
Emsal Değeri (TL)					4.340.531

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'in net aktif değeri aşağıdaki gibidir:

Reba Finansal Tablolar (TL)	2014 (VUK)
Dönen Varlıklar	1.836.680
Duran Varlıklar	598.638
Aktifler	2.435.317
Yükümlülükler	1.281.149
Özsermaye	1.154.168
Pasifler	2.435.317

Şirket'in 31.12.2014 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesi 800.000 TL olup, 1.429 TL sermaye düzeltmesi olumlu farkları, 312.024 TL dönem karı ve 40.715 TL kar yedekleri bulunmaktadır.

Dolayısıyla, Reba'nın, 31.12.2014 tarihi itibarıyla net aktif değeri **1.154.168 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.

Reba'nın İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %12,80 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

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

formülünden hareketle %13,20 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde risksiz getiri oranı olarak, Şirketin 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 alınmıştır.

- r_f = risksiz getiri oranı
- r_p = pazar risk primi
- k_e = özsermaye maliyeti
- β = pazar korelasyonu (beta)

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 değerlendirilmede 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

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 ise Şirket'in kaldıraç oranı tespit edilmiş (Toplam Finansal Borçlar / Özkaynak 31.12.2014 itibari ile %30,24) ve Şirket'e özel kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Buna göre Şirket'in düzeltilmiş betası **0,90**'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

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

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%
Beta	0,90
Sermaye Maliyeti	13,20%
Toplam Pasif İçerisinde Borcun Oranı	14,33%
Borçlanma Maliyeti	13,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10,40%
AOSM	12,80%

<HELP> for explanation.
 #<Go> to see historical data, 90<Go> Save as Default Region
 99) Output to Excel Country Risk Premium
 9) Edit Regions

Date	Country	Region	Curr	Div Yld	Grwth Rate	Div Pay Mkt Return Ratio	RF Rate	Premium	
12/31/14	Turkey (CRP TR)	Custom	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 3395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P.
 SN 476459 EEST GMT+3 00 H818-2763-1 24-Apr-2015 12:17:24

Türkiye Risksiz Getiri Oranı (10 yıllık Devlet Tahvil Faiz Getiris) 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 baz 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, artış oranları da belirtilmiştir. Buna göre son üç yıldaki ortalama ciro artış oranı %18 olarak gerçekleşmiştir.

GERÇEKLEŞEN SATIŞLAR (TL)	2012	2013	Azalış Oranı	2014	Artış Oranı
Toplam Satışlar	7.934.065	6.236.265	%(21)	9.764.647	%57

Şirket Yönetiminin yapmış projeksiyon çalışmasında 2015 yılında satışların bir önceki yıla göre %4 oranında artacağı öngörülmüş, sırası ile 2016, 2017, 2018 ve 2019 yıllarında artışın %18, %25, %20 ve %22 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. Son üç yıllık ortalama artış oranının %18 olduğu gerçeğinde yıllar itibari ile tahmin edilen satış gelirleri ve artış oranları makul gözükmemektedir.

TAHMİNİ SATIŞLAR (TL)	2015	2016	2017	2018	2019
Toplam Satışlar	10.150.000	12.000.000	15.000.000	18.000.000	22.000.000

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	2.944.280	7.934.065	6.236.265	9.764.647
Satışların Maliyeti	-2.343.368	-6.818.217	-5.158.612	-8.337.229
Brüt Kar	600.912	1.115.848	1.077.653	1.427.418
Brüt Kar Marjı Oranı	20,41%	14,06%	17,28%	14,62%
Ortalama Satışların Maliyeti / Satışlar	%16.593			

Buna göre 2015 ve sonrasında gerçekleşmesi planlanan satışların %83,407'si (1 - 0,1659) 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 arttırılarak, değişken yapıda giderler ise satış gelirlerine oranı üzerinden tahmin edilmiştir. Tek seferlik ve yenilenmeyen harcamalar ise projeksiyonlara dahil edilmemişlerdir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
OFİS KİRA GİDERİ	102.825	117.843	191.590	204.044	216.898	230.563	245.088
KIRTASIYE GİDERİ	1.509	2.913	3.108	3.310	3.519	3.740	3.976
BÜRO DONANIM BAKIM ONARIM SARF GİDER	5.493	5.091	5.432	5.785	6.150	6.537	6.949
BÜRO DONANIM SARF MALZ. GİDERİ	149	1.579	1.685	1.794	1.907	2.028	2.155
ÇAY KAHVE MESRUBAT VE SU GİDERİ	2.305	1.602	1.709	1.820	1.935	2.057	2.187
TEMİZLİK MALZEMELERİ GİDERLERİ	67	257	274	292	311	330	351
TELEFON VE HABERLEŞME GİDERLERİ	21.910	13.428	14.328	15.259	16.221	17.243	18.329
PTT APS POSTA GİDERLERİ	1.810	1.456	1.554	1.655	1.759	1.870	1.988
KARGO VE KURYE GİDERLERİ	2.270	2.846	3.036	3.234	3.437	3.654	3.884
MALİ VE MUHASEBE GİDERLERİ	35.050	45.950	49.029	52.216	55.505	59.002	62.719
VERGİ RESİM VE HARÇLAR	6.763	8.931	9.529	10.148	10.788	11.467	12.190
NOTER GİDERLERİ	239	9.210	9.814	10.466	11.126	11.827	12.572
BANKA MASRAF VE KOMİSYONLARI	28.010	28.105	29.988	31.937	33.949	36.088	38.361
HAVALE EFT MASRAFLARI	3.852	4.856	5.181	5.518	5.865	6.235	6.628
OTO PARK GİDERLERİ	5.241	286	305	325	345	367	390
BENZİN VE MAZOT GİDERLERİ	46.465	53.703	57.301	61.025	64.870	68.957	73.301
OTO BAKIM ONARIM GİDERLERİ	5.280	12.372	13.201	14.059	14.945	15.886	16.887
TRAFİK KASKO POLİÇE GİDERLERİ	3.041	1.760	1.878	2.000	2.126	2.260	2.402
TAŞIT OTOYOL KGS VE OGS GİDERLERİ	24.698	2.180	2.326	2.478	2.634	2.800	2.976
TAŞIT KİRA GİDERLERİ	40.958	63.761	52.360	55.763	59.276	63.010	66.980
ELEKTRİK GİDERLERİ	2.636	1.211	1.292	1.376	1.463	1.555	1.653
SU GİDERLERİ	4.280	430	459	489	519	552	587
TİCARET ODA AİDAT GİDERLERİ	2.717	2.288	2.441	2.599	2.763	2.937	3.122
DERNEK AİDATLARI GİDERLERİ	1.840	2.730	2.913	3.102	3.298	3.505	3.726
DOĞAL GAZ GİDERLERİ	666	881	774	824	876	931	990
SEYAHAT VE KONAKLAMA GİDERLERİ	672	5.772	7.502	7.989	8.493	9.028	9.585
DANIŞMANLIK VE TERCÜME GİDERLERİ	2.285	1.749	1.866	1.988	2.113	2.246	2.388
FERDİ KAZA SİGORTASI	406	384	410	436	464	493	524
PERSONEL YEMEK GİDERLERİ	1.400	34.328	27.179	28.946	30.769	32.708	34.768
PERSONEL ÜCRET GİDERLERİ	225.262	431.393	433.821	462.019	491.127	522.068	554.958
PERSONEL YILLIK ÜCRETLİ İZİN GİDERLERİ	-	710	758	807	858	912	969
BÜRO YAZAHANE SİGORTA GİDERLERİ	200	2.924	3.120	3.323	3.532	3.755	3.992
OFİS MUTFAK GİDERLERİ	-	472	504	536	570	606	644
DERNEK BAĞIŞ VE YARDIMLAR	-	1.700	1.814	1.932	2.054	2.183	2.320
KURULUŞ VE ÖRGÜTLENME GİDERLERİ	-	2.336	-	-	-	-	-
DEMİRBAŞLAR AMORTİSMAN	-	1.976	1.976	1.976	1.976	1.976	-
TAŞITLAR AMORTİSMAN	-	16.444	-	-	-	-	-
HAKLAR AMORTİSMAN	1.133	-	-	-	-	-	-
YÖNETİM KURULU ÜCRETLERİ	139.200	115.718	133.076	153.037	175.993	202.392	232.750
SİGORTA GİDERLERİ	-	900	960	1.023	1.087	1.156	1.228
TOPLAM GENEL YÖNETİM GİDERLERİ	720.633	1.002.474	1.074.492	1.155.532	1.241.520	1.334.923	1.434.519

Şirket, 2014 yılının sonu itibari ile Şirket içerisinde çalışan personel sayısı 8'dir. Projeksiyon dönemlerinde 2015'den itibaren başlayarak çalışan personel sayısını her sene enflasyon oranında artacağı ve yeni personel istihdam edilmeyeceği öngörülmüştür. Aynı personel sayısı ile daha fazla ciro yapmanın mümkün olduğu belirtilmiş bu nedenle projeksiyona herhangi ilave maliyet konmamıştır. Brüt Ücretlerin içinde ayrıca SGK işveren payı ve İşveren İşsizlik sigorta payları olup toplam ücretin %17,5'i kadar hesaplanmıştır.

Şirket 2015 yılı için 180.000 TL'lik kira sözleşmesi akdetmiş ve bu kira sözleşmesi her sene tahmini enflasyon oranı ile arttırılmıştır. Buna ilave olarak Derince'de bulunan ofisin kirası içinde 11.590 TL kira ödemektedir. Buna göre kira giderlerinin enflasyon oranında artacağı öngörülmüştür.

Yönetim Kurul Ücret Giderleri ise Şirket üst yönetiminin verdikleri hizmetlerden dolayı aldıkları tutarları temsil etmekte olup 2014 yılında 133.076 TL'lik bir ödeme yapılmıştır. Şirket yönetimi bu tutarın her sene %15 oranında arttıracağını beyan etmiştir.

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

Diğer Genel Yönetim Gideri kalemleri tahmini enflasyon oranında artacak şekilde modele dahil edilmiştir.

Son iki yılda gerçekleşen Pazarlama ve Satış Giderlerinin ciroya oranı hesaplanmış ve ağırlıklı ortalaması alınmıştır. Buna göre son iki yılın ortalaması %0,631' olup her yıla tahmin edilen ciro ile çarpılarak projeksiyon döneminde gerçekleşmesi planlanan gider hesaplanmıştır. Buna göre Satış ve Pazarlama Giderleri aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Pazarlama ve Satış Giderleri	48.173	47.656	64.049	75.723	94.653	113.584	138.825

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 30 gün, borç ödeme süresinin 16 gün ve stok elde tutma süresinin 20 gün olacağı varsayılmıştır.

ÇALIŞMA SERMAYESİ (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Operasyon							
Gelirler	6.236.265	9.764.647	10.150.000	12.000.000	15.000.000	18.000.000	22.000.000
Giderler	5.158.612	8.337.229	8.465.807	10.008.836	12.511.045	15.013.253	18.349.532
D.B. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	1.706.669	664.327	949.240	838.622	991.475	1.239.343	1.487.212
Ticari Borçlar	1.354.533	181.115	545.713	369.018	436.278	545.347	654.417
Stoklar	94.922	530.411	386.789	465.673	550.549	688.186	825.823
D.S. Cari Hesaplar							
Ticari Alacaklar	664.327	949.240	838.622	991.475	1.239.343	1.487.212	1.817.704
Ticari Borçlar	181.115	545.713	369.018	436.278	545.347	654.417	799.843
Stoklar	530.411	386.789	465.673	550.549	688.186	825.823	1.009.340
Cari Oranlar							
Alacak Tahsil Süresi	69	30	30	30	30	30	30
Borç Ödeme Süresi	54	16	16	16	16	16	16
Stok Elde Tutma Süresi	22	20	20	20	20	20	20
Nakit Değişimi							
Ticari Alacaklar	1.042.342	-284.913	110.617	-152.852	-247.869	-247.869	-330.492
Ticari Borçlar	-1.173.418	364.598	-176.694	67.260	109.069	109.069	145.426
Stoklar	-435.489	143.622	-78.884	-84.876	-137.637	-137.637	-183.516
Çalışma Sermayesi Değişimi	-566.565	223.307	-144.960	-170.469	-276.436	-276.436	-368.582

Projeksiyon Nakit Akışları

Reba'nın 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	10.150.000	12.000.000	15.000.000	18.000.000	22.000.000
Satışların Maliyeti (-)	-8.465.807	-10.008.836	-12.511.045	-15.013.253	-18.349.532
Brüt Kar	1.684.193	1.991.164	2.488.955	2.986.747	3.650.468
Faaliyet Giderleri (-)	-1.138.541	-1.231.254	-1.336.173	-1.448.507	-1.573.344
Net Faaliyet Karı	545.652	759.910	1.152.782	1.538.240	2.077.124
Vergi (-)	-109.130	-151.982	-230.556	-307.648	-415.425
Amortisman Giderleri (+)	1.976	1.976	1.976	1.976	0
Çalışma Sermayesi (+/-)	-144.960	-170.469	-276.436	-276.436	-368.582
Sermaye Harcamaları (-)	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışları	293.537	439.435	647.765	956.131	1.293.117
İskonto Oranı	1,128	1,272	1,435	1,619	1,826
İndirgenmiş Nakit Akışları	260.229	345.365	451.330	590.590	708.106
İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri			2.355.620		
2019 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri			6.061.074		
Şirketin Pazar Değeri			8.416.694		
Net Borç veya Nakit (+/-)			-145.961		
Nakit ve Nakit Benzerleri			203.059		
Kısa Vadeli Borçlanmalar			-60.625		
Uzun Vadeli Borçlanmalar			-288.395		
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri			8.270.733		

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 düşölmüştür.

V_t = limit değeri
 CF_n = n yılđaki serbest nakit akışı
 B_t = uzun vadeli büyüme oranı
 k_w = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
 f_n = n yılđaki iskonto faktörü

$$V_t = [CF_n \times (1 + g_t) / (k_w - g_t)] / f_n$$

Buna göre, Reba'nın indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre hesaplanan pazar değeri 31.12.2014 tarihi itibarıyla **8.270.733 TL** olarak hesaplanmaktadır.

SONUÇ

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

Reba Denizcilik Hizmetleri (TL)	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
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 (TL)		100%	5.275.340

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 Reba'nın iştişal konusuna benzerlik gösteren şirketlerin faaliyet sonuçları yansıtır 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 Reba Denizcilik Hizmetleri A.Ş.'nin pazar değeri **5.275.340 TL**'dir.

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.

Gürelî 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

Bursa Ofis

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

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

Ankara Ofis

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

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

İzmir Ofis

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

+90 232 463 88 63
gymizmir@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

Antalya Ofis

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

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

Trakya Ofis

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

+90 282 261 25 30
gymtrakya@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