
Değerleme: Değişkenler ve Varsayımlar

7 Ekim 2006

İtir ÖZMEN

Tuna TAŞPINAR

Değerleme

Rekabetin giderek arttığı günümüz iş dünyasında,

- Portföye yatırım yapma,
- Birleşme-Satın Alma kararı verirken ödenmesi gereken doğru fiyatın ne olduğuna karar verme
- Stratejik ortaklık anlaşması imzalama
- Halka arz
- Özelleştirme
- Şirket yeniden yapılanması

gibi stratejik kararlar verme aşamasında, bu karara konu olan varlığın değerini ve bu değer oluşmasına katkıda bulunan değişkenleri nelerin oluşturduğunu öğrenmek, karar verme sürecinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir.

Değerleme Süreci

Bir varlığa yatırım yapma kararı almanın sonucunda

- Gelecekte sağlanacağı beklenen getirilere dayanarak,
- Piyasada bulunan benzer nitelikteki varlıkların değerini
- Mevcut varlıklarının piyasa değerini

dikkate alarak yapılan hesaplamalar '*Değerleme Sürecini*' tanımlar.

Adil Değer – Piyasa Fiyatı

Bilinen ve kabul edilen çeşitli değerleme yöntemleri (indirgenmiş nakit akımları, benzer şirket yaklaşımları vb.) kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucu bulunan değer *'adil değer'* - *'fair market value'* olarak tanımlanır.

Bir varlığın *piyasa fiyatı* ise, o varlığın herhangi bir etki altında kalmadan ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasındaki değişimine esas kabul edilen tutardır.

Değerleme Yöntemleri

Bir şirketin değer tespiti çeşitli yöntemler kullanılarak yapılabilmektedir. Bunlar şirketin ;

➤ Gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemleri,

➤ Mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini öngören uygulamaları ,

➤ Mevcut varlıklarının *likidasyon ve ekspertiz değerleri* gibi çeşitli yaklaşımlara göre değerlerinin tespit edilmesine dayanan metodları,

içerebilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı

Bu yöntemde firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen;

- Faaliyet hacmi (satış hasılatı)
- Faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı+amortisman, temettü gelirleri vb.)
- Gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının
- Vergi ödemelerinin
- Sabit kıymet yatırımlarının

karşılanmasından sonra sağlayacağı ***serbest nakit akımları*** tahmin edilmektedir.

Yıllar itibariyle elde edileceği öngörülen bu nakit yaratımları, belirli bir getiri oranı üzerinden indirgenerek nakit akımlarınının bugünkü değerine ulaşılmaktadır

Benzer Şirket Yöntemi

Piyasada hali hazırda fiyatlanmış, değerlemeye konu şirkete benzer firmaların;

➤ Öncelikle mevcut piyasa değerleri ile belli başlı faaliyet sonuçları ilişkilendirilerek değerlendirmeye esas çarpanlar tespit edilmektedir.

➤ Bu çarpanlar değerlendirme konusu Firmanın faaliyet sonuçlarına uygulanarak bir *fiyat (değer)* bulunmaktadır.

Ancak şirketler aynı sektörde faaliyet gösterse bile;

- Büyüme oranları,
- Risk seviyeleri,
- Finansal yapıları
- Kâr marjları

gibi finansal karakteristikleri farklı olabileceği için karşılaştırılabilecek uygun şirketin tespiti önem kazanmaktadır.

Net Aktif Değeri (NAD)

- İşletmenin dönen varlıklarının tahmini *Likidasyon Değerleri* ve sabit varlıkların *Ekspertiz Değerleri* yani mevcut piyasa koşullarındaki öngörülen satılabilir değerleri tespit edilmekte,
- Bu değerden işletmenin borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

Diğer bir deyişle, *NAD* bilançoda yer alan tarihi maliyetli kalemlerin günümüzün cari piyasa değerlerine taşınması işlemini ifade etmektedir

Teknolojik yeterlilik, yıpranma ve satılabilirlik gibi kriterlerin dikkate alındığı bu yaklaşıma göre hesaplanan değerler, doğal olarak, yeniden inşa etme değerinden farklılık gösterebilecektir.

Taşınmaz Varlıkların Değerlemesi

İşletmelerin yerel ve global piyasalarda varlıklarını sürdürebilmeleri için maddi olarak ifade edilebilen varlıklarının yanı sıra *taşınmaz varlıkları* da, sahip olunan sermayenin önemli bir unsuru olarak tanımlanmış ve böylece ‘*entellektüel sermaye*’ kavramı ortaya çıkmıştır.

Entellektüel sermaye,

- “Bir kuruluşun içinde bulunan ve ilave avantaj yaratmada kullanılabilen bilgi birikimi”,
- “Bir şirket içindeki bireyler tarafından bilinen ve şirkete bir rekabet üstünlüğü kazandıran varlıkların toplamı” [1] olarak tanımlanmıştır.

[1] Stewart, 1997

Marka Değerleme Yöntemleri

- Maliyete dayalı değerleme
- Royaltilerden kurtulma metodu
- Fiyat primi metodu
- Aswath Damadoran Metodu:

Markalı ve markasız ürünlere sahip şirketler arasında fiyat-satış ve sermaye-satış oranlarının farkı, firmaların piyasa ve finansal verilerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Hangi Yöntem?- Ne Zaman?

İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı(İNAY) - Komple Satın Almalar

➤ Adil değeri tespit etmek için genel olarak faal durumda olan sanayi ve bazı hizmet sektörü şirketlerinde

Temettü Verimi Yaklaşımı

➤ Banka ve finansal kuruluş değerlemelerinde

Benzer Şirket Yaklaşımı – Halka Arzlarda Ön Planda

➤ İNAY ya da Temettü Verimi yaklaşımında bulunan adil değerin piyasa koşullarında nasıl şekilleneceğini test etmek için

➤ Geleceğe dönük nakit yaratımı projeksiyonunun mümkün olmadığı durumlarda

Net Aktif Değeri Yöntemi

➤ Firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarına bir baz teşkil etmek için,

➤ İNAY ve Benzer Şirket Yönteminin kullanılamayacağı durumlarda ve gayri faal şirketlerin değerinin hesaplanmasında

Değerlemede TSKB Farkı: Değişkenler-Varsayımlar

TSKB'nin değerlendirme konusundaki *mukayeseli üstünlüğü*, değerlemenin en önemli unsurlarından biri olan gelecekteki faaliyet performansının ve nakit yaratımının tahmini aşamasında, 56 yıllık faaliyet hayatı boyunca geliştirdiği sektör uzmanlığından ve iktisadi, teknik ve mali açılardan yapılan üçlü bir değerlendirmenin getirdiği sağlam temellere dayanan güvenilir *varsayımlardan* oluşan projeksiyonlardan kaynaklanmaktadır.



Değerleme Projeleri 2002-2006

Değerleme	30
Mali Yapılandırma	33
Birleşme Satın Alma	26
HalkaArz	3
Özelleştirme	4
Toplam	96

Değerlemede TSKB Farkı: Değişkenler-Varsayımlar

- İktisadi Analiz
- Mühendislik
- Mali Analiz

Alanlarında uzmanlaşmış 40 kişilik teknik kadro



İktisadi Analiz

Firmanın sektördeki yerinin tespiti ve sektöre göre performans karşılaştırması yaparak sağlıklı gelir tahmini oluşturmak

➤ MAKRO ANALİZ

Sektörün Durumu ve Pazar → Geçmiş-Gelecek

➤ MİKRO ANALİZ

Firma → Geçmiş-Gelecek

Sektörün Durumu ve Pazar

Bilgi Kaynakları

–TÜİK (DİE), DPT, İhracatçı Birlikleri, İSO, İTO,
Sektörel Dernekler
(OSD,TAYSAD,BESD,BEYSAD,TALSAD, vb)

–Verisor, basılı dokümanlar, internet, telefon görüşmeleri, firma ziyaretleri

–Anket formları

****Çapraz sorgulama-doğrulama

Sektörün Durumu ve Pazar

Arz

- **Kapasite**
- **Üretim**
- **KKO (%)**
- **İthalat**

Talep

- **İhracat**
- **İç Tüketim (İç Talep)**

Arz-Talep Dengesi

- **Dünya – Türkiye / Geçmiş - Gelecek**

Üretim Maliyeti (1)

Ham ve yardımcı madde

- ➔ Yurtiçinden ve yurtdışından temin edilen temel girdiler ve tedarikçiler
- ➔ Birim alış fiyatlarının kontrol ve dokümantasyonu
- ➔ Projeksiyon yıllarında malzeme temininde yaşanabilecek riskler ve sorunlar

Ambalaj

Personel

İdari ve teknik yönetim kadrolarında çalışan beyaz yakalı personele ait giderler (Brüt ücret, SSK primi, işveren payı, işsizlik fonu, sosyal yardımlar, yemek ve ulaşım)

İşçilik

Üretim sahasında çalışan direkt ve endirekt mavi yakalı işçi grubuna ait giderler (Brüt ücret, SSK primi, işveren payı, işsizlik fonu, sosyal yardımlar, yemek ve ulaşım)

Üretim Maliyeti (2)

İşletme

- ➔ Enerji giderleri
- ➔ Yakıt (LPG, doğalgaz, fuel-oil, v.s.) giderleri
- ➔ İşletme malzemesi giderleri (Kalıplar, yağlar, kesici takım ve uçlar, sarf malzemeleri, v.s.)
- ➔ Bakım-onarım giderleri

Genel yönetim

Kira, sigorta, vergi-resim-harç, kırtasiye, haberleşme, ulaşım, temizlik, güvenlik vb. ile genel yönetime ait her türlü giderler

Amortisman

İnşai işler ile makine-teçhizat ve demirbaşlara ait yıpranma payı giderleri

Üretim Maliyeti-Satış Maliyeti

Sabit/Değişken Oranı

Hammadde	0/100
Ambalai	0/100
İşletme malzemesi	0/100
İscilik	30/70
Personel	40/60
Genel giderler	40/60
Amortisman	100/0
Üretim Maliyeti	
Stok Farkı	
Satış Giderleri	
Satış Maliyeti	

Serbest Nakit Akımı

	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+n
Net Satışlar						
Satışların Maliyeti						
Esas Faaliyet Kârı(EBIT)						
Vergi oranı(t)						
Esas Faaliyet Kârı*(1-t)						
Amortisman						
Sabit Kıymet Yatırımı						
İşletme Sermayesi						
Serbest Nakit Akımı						

Değerde ve Fiyatta Değişkenlik

➤ ALICI-SATICI OLMA (BUYER SIDE-SELLER SIDE)

Satışta fair value hesaplanabilir ancak alıcının beklentilerine göre yaratacağı sinerji ve öngörülen iş planı değeri artırabilir:

- Medya şirketleri ihaleleri
- Çimento ihaleleri
- Liman ihaleleri

➤ HALKA ARZLARDA, ARZIN BÜYÜKLÜĞÜ

Küçük hacimli arzlarda yoğun talep fiyatı aşırı yükseltebilir veya tersi

➤ ZAMANA GÖRE DEĞİŞKENLİK

Kur, parite, iskonto oranı, büyüme oranı, β , yatırımcı iskonto oranı vb.

Örnek Değerlemeler

- Birleşme Satın Alma:
Alfa Oto Filo Kiralama
Euromoney Awards for Excellence 2005:
Best M&A House

Otomotiv Yan Sanayi Firması NAD

(Bin \$)	
(+) Likit Değerler	595
-Bankalar	595
(+) Ticari Alacaklar	3.741
(+) Diğer Dönen Varlıklar	4.207
(=) Dönen Varlıklar	8.543
(+) Duran Varlıklar	7.752
(=) Brüt Aktif Değeri	16.295
(-) Borçlar	19.225
(=) Net Aktif Değeri	2.930

I



Otomotiv Yan Sanayi Firması İNAY

(000 \$)	2006	2007	2008	2009	2010
Net Satışlar	34.542	40.089	47.795	54.795	61.645
Satış Maliyeti	32.620	38.045	44.981	51.281	57.466
Esas faaliyet kârı	1,922	2,044	2,814	3,514	4,179
AÖEFK(*)	3,454	4,009	4,780	5,480	6,165
Amortisman	1,533	1,965	1,965	1,965	1,985
Vergi	384	409	563	703	836
Sabit kıymet yat.	6.291	4.461	-	-	-
İşletme sermayesi	3,780	434	809	742	326
Serbest nakit girişi	(7,002)	(1,295)	3,407	4,034	5,002

