



Şirket Değerleme Yöntemleri ve BIST Ulaştırma Sektöründe (XULAS) Bir Uygulama

Şakir Sakarya¹⁴⁹ , Ümit Yılmaz¹⁵⁰

Öz

Şirketlerin satın alma veya birleşmeleri, ilk defa halka arzı, özelleştirilmesi, tasfiyesi, finansal tablolarında rayiç değerlerinin hesaplanması, ortaklık yapılarının belirlenmesi ve yabancı kaynak arayışına girmesi gibi gerçekleştirdiği işlemler, şirket değerlemeye olan gereksinimi günden güne artırmaktadır. Bu tarz işlemlerin doğru bir şekilde yönetilebilmesi için, şirket yöneticilerinin veya analistlerin yapacakları şirket değerlemesi çalışmalarını gerçeğe en yakın şekilde yapmaları gerekmektedir. Ayrıca, karmaşıklığın ve belirsizliğin yoğun olduğu ekonomilerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesi çalışmalarında, şirket değerleme yaklaşımının seçimi de oldukça önemli hale gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, günümüzde yaygın olarak kullanılan şirket değerleme yöntemlerini karşılaştırmalı olarak BIST Ulaştırma Sektöründe (XULAS) işlem gören bir şirket üzerinde uygulamak ve elde edilen sonuçlara göre değerlendirme yaparak önerilerde bulunmaktır.

Anahtar Kelimeler: Şirket Değerleme, BIST, Ulaştırma

Company Valiation Methods and An Application on BIST Transportation Sector (XULAS)

Abstract

The operations of the companies such as acquisitions or mergers, initial public offering, privatization, liquidation, calculation of fair values in the financial statements, determination of partnership structures and the search for foreign resources are increasing the need for company valuation day by day. In order for such operations to be managed correctly, company executives or analysts are required to carry out the company valuation studies as close to reality as possible. Moreover, the selection of the company valuation approach has become very important in the valuation studies of the companies operating in economies where the complexity and uncertainty is intense. The aim of this study is to apply the company valuation methods, which are commonly used today, on a company that is traded in a BIST Transportation Sector (XULAS) and to make suggestions based on the results obtained.

Keywords: Company Valiation, BIST, Transportation

JEL: G30, G32, G34

Giriş

Ulaştırma; günümüz modern toplumunun günlük yaşamının vazgeçilmez bir parçasını oluşturan ve insan ihtiyaçlarının karşılanabilmesinde önemli role sahip çeşitli araçları bir araya getiren sistemi ifade etmektedir (Meçik, 2012: 23). Ulaştırma diğer tüm faaliyetlerle çift yönlü bir etkileşime sahiptir. Medeniyetlerin ve teknolojinin hızla gelişmesi, birçok sektörde de olduğu gibi ulaştırma sektörünü etkilemiş, sektördeki bu değişme ve gelişme sosyal ve ekonomik olarak

¹⁴⁹ Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, sakarya@balikesir.edu.tr

¹⁵⁰ Öğr. Gör., Balıkesir Üniversitesi, Bigadiç Meslek Yüksekokulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, umityilmaz@balikesir.edu.tr



insan yaşantısına kazanımlar sağlamıştır. Bir yandan kendi yapısı itibari ile diğer faaliyetlerin gelişimini ve yapısını biçimlendirirken diğer yandan bu faaliyetlerin özelliklerine göre kendisi de değişmektedir (Elker, 2002: 5).

Ulaşım sektörünü etkileyen dışsal faktörlerden uluslararası ticaret olduğu kadar, ekonomik büyüme ile ulaşım sektörü arasında da yoğun bir ilişki ve bağıntı vardır (Kalaycı, 2017: 43). Sanayileşmenin bir sonucu olarak iç pazarın ihtiyacından fazla üretim gerçekleştirme eğilimine giren veya sundukları ürünün buldukları pazar haricinde diğer pazarlardan da pay alabileceğini düşünen işletmeler, daha geniş pazarlara ihtiyaç duymuşlardır. Bu ihtiyaçlarının giderilmesi için ülkeler arası ticaretin serbestleşmesi girişimlerinde bulunulmuştur (Yılmaz, 2015: 479). Ülkeler arası ticaretin serbestleşmesi, uluslararası ticaret hacmini artırmış, bu da ulaştırma sektörünün işlem hacmini artırmıştır. Bunların yanı sıra, ekonomide bir gelişme, potansiyel kaynak mevcutsa daha büyük zincirleme bir gelişmeye yol açmaktadır. Özellikle sanayinin gelişimi sürecinde üretim düzeyinin artması, ulaştırma sektöründeki faaliyet alanlarını etkileyerek, ulaştırma sektörü işlem hacmini artırmıştır (Nalçakan, 2009: 33).

2018 ağustos ayı itibariyle döviz kurlarındaki artış özellikle ulaştırma sektörü çatısı altında faaliyet gösteren karayolu taşımacılığı alt sektörünü olumsuz etkilemiştir. 2018 yılında ihracat taşımaları %1 azalmıştır. Döviz kurundaki artış sebebi ile ithalat azalmış, buna bağlı olarak 2018 yılı ithalat taşımaları 2017 yılı verilerine göre genel toplamda %10 düşüş yaşamıştır. Bu durum dönüş yükü yetersizliğine ve ihracat taşıma maliyetlerinin artmasına sebep olmuştur. Bu göstergeler, özellikle karayolu taşımacılığı sektörünün büyük bir gelir kaybıyla karşı karşıya geldiğini ve bu sektörde faaliyet gösteren firmaların belli bir kısmının zarar açıklayacağını işaret etmektedir (UND, 2019; Tanyaş, 2018).

Sektördeki olumsuz seyreden bu havadan dolayı bu sektörün amiral gemilerinden biri olan ve lojistik ve taşımacılık alanında faaliyet gösteren Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.'nin, BIST Ulaştırma Sektöründe faaliyet gösteren firmalardan elde edilen birtakım veriler yardımıyla İndirgenmiş Nakit Akış Yöntemi kullanılarak şirket değerlemesini yapmak amaçlanmıştır.

1. Şirket Değerleme

Finansal piyasaların gelişmesi ile şirketler daha likit hale gelmekte ve şirket sahipliği veya şirketin varlıkları çok sık el değiştirebilmektedir. Böylece, şirketlerin rasyonel yatırımcıların yönetim ve kontrolünde olması sağlanacak ve ekonomide kıt kaynakların etkin kullanılmasına ulaşılabilecektir. Şirketlerde bahsi geçen bu tip gelişmeler, şirket değerlemesi faaliyetinin gün geçtikçe öneminin artmasını beraberinde getirmiştir (Gözen, 2017: 389).

Günümüzde, sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasındaki en önemli hususların başında, firma değerinin tespitinin doğru bir şekilde yapılması ve böylece bulunan değer gerçeği yansıtması gelmektedir. Şirket değerinin tespiti gerek ilk halka arz sırasında gerekse borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın firmanın gerçek değerini ne ölçüde yansıttığının bilinebilmesi için firma değerinin doğru hesaplanması gerekmektedir. Aksi takdirde alınan risk, beklenenden çok daha büyük olacaktır (Önal, Karadeniz, ve Kandır, 2005: 370).

Şirket değerlemeye olan gereksinim genel olarak portföy yönetiminde, şirket satın alma, devralma ve birleşmelerinde, şirketlerin ilk defa halka arzında, tasfiye, iflas veya özelleştirme süreçlerinde, şirket içi stratejik kararların alınması aşamasında, yabancı kaynak sağlanmasında



ve miras hukukunda ortaya çıkabilmektedir (Sipahi, Aytürk, ve Yanık, 2016: 22). Genel olarak bir şirketin değer tespitinde aşağıda belirtilen aşamalar geçerlidir (Çelik, 2018: 346-47):

1. Aşama: Şirket yapısı iyi şekilde anlaşılır.
2. Aşama: Şirketin gelecekteki performansı tahmin edilir.
3. Aşama: Uygun değerlendirme modeli seçilir.
4. Aşama: Tahminler, bir değerlemeye dönüştürülür.
5. Aşama: Yatırım ya da yatırım tavsiyesi kararı alınır.

Firma değerlemesi yöntemleri genellikle üç grupta toplanır. Bunlar sırasıyla muhasebe değerine dayalı yöntemler, piyasa çarpanları yöntemi ve indirgenmiş nakit akımları yöntemleridir. Finans uzmanlarının değerlendirme çalışmalarında indirgenmiş nakit akımları yöntemlerini kullanma sebepleri diğer değerlendirme yöntemlerinin eksik yönleridir. Örneğin muhasebe değerine dayalı yöntemlerde, varlıklar muhasebe defterlerine tarihi maliyetleriyle kayıtlı olduklarından, bu varlıkların defter değerleri piyasa değerlerini yansıtmamaktadır. Bunun nedeni ekonomide yaşanan enflasyon ve teknolojik gelişmelerdir. Enflasyon duran varlığın piyasa değerinin yüksek olmasına sebep olurken, teknolojik gelişme tam tersi etki meydana getirir. Ayrıca piyasa çarpanları yönteminde ise karşılaştırılabilir şirket bulma zorluğu ve her firmanın halka açık olmamasından dolayı piyasaya dayalı verilere ulaşılamamasından dolayı son yıllarda şirket değerlendirme teorisinde ve uygulamalarında, indirgenmiş nakit akımları yöntemlerinin kullanımını yaygınlaştırmıştır (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 9).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanır. Başka bir ifadeyle, belli bir kazanç düzeyi için yatırımdan daha fazla getiri elde eden bir firma, daha az sermaye yatırma gereği duyacak ve daha yüksek nakit akımları sağlayarak daha çok değer yaratacaktır (Altan ve Karahan, 2016: 12). Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır. Bu değer şirketin, borsa koşullarından bağımsız olarak hesaplanan, gerçek değeridir (Öztepe ve Beylik, 2014: 120). Paranın zaman değerini dikkate alan İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin uygulanabilmesi için üç temel girdiye gereksinim vardır. Bunlar, yıllar itibariyle gerçekleşecek nakit akımları, bu nakit akımlarını bugüne indirgeyecek indirgeme oranı ve nakit akımlarının tahmin edildiği dönem sonundan sonsuza dek şirketin alacağı devam eden değerdir (Kırlı, 2005: 158).

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre şirket değerinin bulunmasında Denklem 1 - Denklem 4 arasında belirtilen formüllerden faydalanılmıştır (Çırak, 2018):

$$\text{ŞD} = \sum_{y=1}^n \frac{[\text{SNA}]_y / (1 + \text{AOSM})^y + [\text{SNA}]_{(n+1)} / ((\text{AOSM} - \text{YBÖ}))}{(1 + \text{AOSM})^n} \quad (1)$$

$$\text{AOSM} = (\text{SM} \times (\text{Ö} / (\text{FB} + \text{Ö})) + (\text{BM} \times (\text{FB} / (\text{FB} + \text{Ö}))) \quad (2)$$

$$\text{SM} = \text{RGO} + \beta \times \text{SPRP} \quad (3)$$

$$\text{BM} = \text{BO} \times (1 - \text{KVO}) \quad (4)$$

ŞD: Şirket Değeri

SNA: Serbest Nakit Akımı

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

YBÖ: Projeksiyon Sonrası Dönem İçin Yıllık Büyüme Öngörüsü

y: Yıl



SM: Sermaye Maliyeti
Ö: Özkaynaklar
FB: Finansal Borçlar
BM: Borçlanma Maliyeti
RGO: Risksiz Getiri Oranı
 β : Hesaplanan Beta
SPRP: Sermaye Piyasaları Risk Primi
BO: Borçlanma Oranı
KVO: Kurumlar Vergisi Oranı
FR: Finansal Risk

2. Bulgular

Ele alınan çalışmada değerlemeye konu olarak alınan BIST Ulaştırma Sektörü'nde yer alan Reysaş Taşımacılık ve Lojistik A.Ş.'nin, sektörde yer alan diğer şirketlerin temel göstergelerinden faydalanılarak İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ile şirket değerlendirme çalışması yapılmıştır. Reysaş ve diğer şirketlere ilişkin finansal tablolar Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinden elde edilmiştir.

Borsa İstanbul'da ulaştırma sektörü bazında işlem gören şirket sayısı 8 adettir. Bunlara ilişkin şirket isimleri ve BIST hisse kodu Tablo 1.'de gösterilmiştir (KAP, 2019).

Tablo 1. BIST Ulaştırma Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketler ve BIST Hisse Kodları

Şirket Unvanı	BIST Hisse Kodu
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	BEYAZ
Çelebi Hava Servisi A.Ş.	CLEBI
Do & Co Aktiengesellschaft	DOCO
GSD Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	GSDDE
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	PGSUS
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	RYSAS
Türk Hava Yolları A.O.	THYAO
Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.	TLMAN

Hisseleri RYSAS kodu ile BIST'de temsil edilen Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş., lojistik sektöründe faaliyet göstermekte olup, yurtiçi nakliye ve dağıtım, otomotiv lojistiği, depolama hizmeti, demiryolu taşımacılığı, akaryakıt taşımacılığı ve antrepo gibi lojistik çözümleri sunmaktadır (Reysaş, 2019). Borsada ilk kez 10.02.2006 tarihinde işlem gören RYSAS'ın halka açık hisse oranı %64,46'dır.

Şirket değerlendirme çalışması yapılan RYSAS'a ait 2014 - 2018 yılları arası serbest nakit akımları tablosu Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2. RYSAS 2014 - 2018 Yılları Arası Serbest Nakit Akımları

REYSAŞ SERBEST NAKİT AKIMLARI	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	331.008.701	339.665.751	379.744.743	449.649.155	541.498.558
Satışların Maliyeti (-)	-255.011.103	-277.740.529	-296.031.667	-342.352.835	-388.859.046



BRÜT ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	75.997.598	61.925.222	83.713.076	107.296.320	152.639.512
Faaliyet Giderleri (-)	-13.641.858	-9.194.013	-12.336.412	-6.368.215	-9.116.518
Genel Yönetim Giderleri	-12.613.136	-8.241.858	-10.895.814	-4.825.971	-6.670.870
Pazarlama Giderleri	-1.028.722	-952.155	-1.440.598	-1.542.244	-2.445.648
NET ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	62.355.740	52.731.209	71.376.664	100.928.105	143.522.994
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15.943.481	16.393.134	13.741.581	20.249.325	36.914.300
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-14.761.910	-18.810.152	-24.274.541	-10.234.521	-24.890.545
FAALİYET KARI (ZARARI)	63.537.311	50.314.191	60.843.704	110.942.909	155.546.749
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-2.891.719	-1.736.875	-3.379.174	-4.578.379	-3.860.385
VERGİ SONRASI NET FAALİYET KARI	60.645.592	48.577.316	57.464.530	106.364.530	151.686.364
Amortisman	20.287.702	26.538.719	33.245.586	34.421.952	36.582.386
Yatırımlar	-182.013.146	-124.782.650	-120.283.530	-157.749.591	-128.632.722
Net İşletme Sermayesi	8.365.517	18.503.664	40.818.492	-11.827.604	22.260.960
Net İşletme Sermayesi Değişim	-19.478.643	10.138.147	22.314.828	-52.646.096	34.088.564
SERBEST NAKİT AKIMLARI	-120.558.495	-39.528.468	-7.258.586	-69.609.205	93.724.592

Yıllara göre serbest nakit akımlarına bakıldığında birleşik yıllık büyüme hızının hesaplanamaması ve yıllık artış veya azalış değerlerinin yıllara göre aşırı derecede farklılık göstermesinden dolayı, sonraki 5 yıl için serbest nakit akımlarındaki artış, 2009 - 2018 yılları arası ortalama enflasyon oranı olan %9,67 olarak varsayılmıştır (TÜİK, 2019). Bu veriler ışığında RYSAS'ın 2019 - 2023 yılları arası serbest nakit akımları Tablo 3.'teki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 3. RYSAS 2019 - 2023 Yılları Arası Serbest Nakit Akımları

REYSAŞ SERBEST NAKİT AKIMLARI	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Artış Varsayımı	-	9,67%	9,67%	9,67%	9,67%	9,67%
SERBEST NAKİT AKIMLARI	93.724.592	102.787.760	112.727.336	123.628.070	135.582.904	148.693.771

Risksiz getiri oranının hesaplanmasında Türk Lirası getirili 10 yıllık devlet tahvillerinin getirisi dikkate alınmıştır. 5 Nisan 2019 tarihi itibarıyla, vade tarihi 08 Mart 2028 olan bir devlet tahvilinin getirisi %16,64'tür (Investing 2019). Bahsi geçen devlet tahvilinin getirisine ilişkin detaylı bilgiler Şekil 1.'de gösterilmiştir.



Türkiye 10Y 16,640 0,000 (0,00%)



Ö. Kapanış	16,64	Fiyat	80.600	Kupon	12.400
Gün Aralığı	16,64 - 16,64	Açılış Fiyatı	79.500	Vade Tarihi	08 MAR 2028
52 Hafta	12,15 - 22,82	Fiyat Aralığı	79.500 - 81.000	1 Yıllık Değişim	30,41%

Şekil 1. Türkiye 10 Yıllık Tahvil Verimi

Türk Lirası cinsinden gerçek anlamda risksiz getiri oranının hesaplanması için Türkiye'nin ülke risk priminin elde edilen devlet tahvili getirisinden çıkarılması gerekmektedir. Yatırımcıların Türkiye'ye yatırım yapmakla gelişmiş bir ekonomiye sahip ülkeye göre ne kadarlık bir ek riske katlanmalarını belirlemek için devlet tahvilleri arasındaki fark yöntemi kullanılmıştır (Çırak, 2018: 101). Bu yöntemle göre ilk olarak Türk Eurobondlarının getirisi ile ABD tahvillerinin getirisi arasındaki fark alınarak, Türk Eurobondlarına yatırım yapan bir yatırımcının ABD tahvillerine yatırım yapan bir yatırımcıya kıyasla ne kadarlık bir ülke riskine katlanmak zorunda olduğu tespit edilir. 5 Nisan 2019 itibariyle, vade tarihi 15 Şubat 2029 olan 10 yıllık bir ABD tahvilinin getirisi %2,499'dur (Investing, 2019b). Bahsi geçen devlet tahvilinin getirisine ilişkin detaylı bilgiler Şekil 2.'de gösterilmiştir.



ABD 10Y 2,499 -0,000 (-0,00%)



Ö. Kapanış	2,499	Fiyat	101.090	Kupon	2.625
Gün Aralığı	2,499 - 2,499	Açılış Fiyatı	100.950	Vade Tarihi	15 FEB 2029
52 Hafta	2,34 - 3,261	Fiyat Aralığı	100.700 - 101.140	1 Yıllık Değişim	- 11,82%

Şekil 2. ABD 10 Yıllık Tahvil Verimi

5 Nisan 2019 tarihi itibarıyla, vade tarihi 15 Şubat 2029 olan 10 yıllık bir Türk Eurobond'unun (US912810FG86) getirisi ise %5,25 olarak elde edilmiştir (Paragaranti, 2019).

Elde edilen verilere göre Türk Eurobondlarına yatırım yapan bir yatırımcının ABD tahvillerine yatırım yapan bir yatırımcıya kıyasla %2,751'lik bir ülke riskine katılmak zorunda olduğu tespit edilir. Buradan hareketle Türk Lirası cinsinden düzeltilmiş risksiz getiri oranı %13,889 olarak elde edilmiştir.

Sermaye piyasaları risk priminin hesaplanmasında ise 2009-2018 yılları arasında ABD'de hisse senetleri ile devlet tahvilleri arasındaki risk primi aritmetik olarak %5,49 olarak tespit edilmiştir (Damodaran, 2019). Hatırlanacağı üzere risksiz getiri oranının hesaplanması aşamasında devlet tahvil getirileri arasındaki fark da %2,751 olarak elde edilmişti. Bu verilerden hareketle Türkiye Piyasa Risk Primi %8,241 olarak bulunur.

BIST Ulaştırma Sektörüne ait beta oranı, finansal borçlar/özkaynaklar, efektif vergi oranı ve yalınlaştırılmış beta oranı Tablo 4.'te gösterilmiştir. Çalışmada ele alınan RYSAS'a ait finansal borçlar/özkaynaklar oranı 611,74, efektif vergi oranı ise 0 olarak tespit edilmiştir (Reuters, 2019). Bu verilerden faydalanarak RYSAS için hesaplanan beta 0,6367 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4. BIST Ulaştırma İndeksinde İşlem Gören Hisse Senetlerine Ait Bilgiler

Sektör	Beta	Finansal Borçlar/Özkaynak Oranı	Efektif Vergi Oranı	Yalınlaştırılmış Beta
Ulaştırma	1,06	0,8626	0,2293	0,6367

Kaynak: TradingView, 2019.



Çalışmada, ülke riski hesaplamasında devlet tahvilleri arasındaki fark yaklaşımı ve piyasa risk primi hesaplanmasında geçmiş yıllar ortalaması yaklaşımı kullanıldığı için sermaye maliyeti %19,1360447 olarak hesaplanmıştır.

RYSAS'ın 2018 yılı 4. Çeyrek gelir tablosu üzerinden hesaplanan faiz giderlerini karşılama oranı 0,37 olarak hesaplanmıştır. Bu orana karşılık gelen finansal risk Tablo 5 yardımıyla %19,38 olarak elde edilmiştir. RYSAS'ın borçlanma oranı ise, risksiz getiri oranı ile finansal riskin toplanması ile elde edilerek %33,269 bulunmuştur. Yürürlükteki kurumlar vergisi oranı %22 olması dolayısıyla RYSAS'a ait borçlanma maliyeti oranı %29,27627 olarak hesaplanmıştır (GİB, 2019).

Tablo 5. Faiz Giderlerini Karşılama Oranına Karşılık Gelen Finansal Risk Yüzdeleri

Faiz Giderlerini Karşılama Oranı		Derecelendirme Notu	Finansal Risk (%)
>	≤		
-100000	0,499999	D2/D	19,38
0,5	0,799999	C2/C	14,54
0,8	1,249999	Ca2/CC	11,08
1,25	1,499999	Caa/CCC	9,00
1,5	1,999999	B3/B-	6,60
2	2,499999	B2/B	5,40
2,5	2,999999	B1/B+	4,50
3	3,499999	Ba2/BB	3,60
3,5	3,999999	Ba1/BB+	3,00
4	4,499999	Baa2/BBB	2,00
4,5	5,999999	A3/A-	1,56
6	7,499999	A2/A	1,38
7,5	9,499999	A1/A+	1,25
9,5	12,499999	Aa2/AA	1,00
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75

Kaynak: Damodaran, 2019b.

RYSAS'ın 2019 - 2024 dönemi serbest nakit akımları ile artık değerini bugünkü değerlerine indirgemedede kullanılacak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti elde edilen veriler yardımıyla %28,7955 olarak hesaplanmıştır.

Bu veriler ışığında RYSAS'ın projeksiyon dönemi serbest nakit akımlarının bugünkü değeri Tablo 6.'da gösterilmiştir. Yapılan işlemler sonrasında projeksiyon dönemi serbest nakit akımlarının bugünkü değeri toplamı 296.855.601 TL olarak bulunmuştur.

Tablo 6. RYSAS Projeksiyon Dönemi Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerleri

YILLAR	2019	2020	2021	2022	2023	Toplam
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	79.806.950	67.956.009	57.864.875	49.272.225	41.955.541	296.855.601

RYSAS'ın artık değer hesaplamasında projeksiyon döneminin bittiği yıl olan 2023 tahmini serbest nakit akımları değeri olan 148.693.771 TL temel alınacaktır. 2024 ve sonraki yıllar için korumacı bir yaklaşımla artık değer büyüme oranı %0 olarak varsayılmış, RYSAS'a ait artık değer 325.483.467 TL olarak elde edilmiştir. Artık değer bugünkü değeri ise 71.305.790 TL olarak elde edilmiştir.



Projeksiyon dönemi serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı ile artık değerlerin bugünkü değerinin toplanması ile şirket değeri hesaplanmaktadır. RYSAS'ın şirket değeri 368.161.391 TL olarak elde edilmiştir.

Sonuç ve Değerlendirme

Günümüzde, özellikle borsada işlem gören şirketlere yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar için, şirketlerin gelecek plan ve stratejileri doğrultusunda elde edecekleri değeri bilmek ya da tahmin edebilmek önemli bir adımdır. Firma değerlemesi çalışmaları bu noktada, şirketlerin olması gereken değerlerini tespit etmekte yatırımcıya kolaylık sağlamaktadır (Çetiner, Özögüt, ve Kendir, 2018: 355).

Ele alınan çalışmada Türkiye'nin, gelişmiş ülkelerin ve ele alınan sektörün mevcut durumu dikkate alınarak çeşitli varsayımlar temel alınmış, Reysas'ın gelecekteki nakit akımları belirli bir iskonto oranıyla günümüze indirgenerek şirketin değerinin hesaplanması hedeflenmiştir. Uygulama kısmında oluşturulan varsayım ve hesaplamalar sonucunda, dikkate alınan projeksiyon yıllar için dönem kar zarar rakamlarına ulaşılmış ve her yıl için firmaya serbest nakit akımı değerleri tespit edilmiştir. Bulunan değerler, hesaplanmış olan iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerlere indirgenmiştir. Yapılan işlemler sonrasında şirketin projeksiyon dönemi serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 296.855.601 TL olarak, artık değer 325.483.467 TL olarak elde edilmiştir. Nihayetinde şirketin bugünkü değeri 368.161.391 TL olarak hesaplanmıştır.

Gerçekleştirilen şirket değerlendirme çalışması esnasında hesaba katılan varsayımlar nesnel görüşler ve tecrübelerle dayanılarak ileri sürülmüştür. Bundan dolayı çalışmada elde edilen veriler tahmine dayalıdır ve yatırımcıları yanıltıcı olma ihtimaline sahiptir. Yatırımcıların olası bir kayıp riskine katlanmamaları amacıyla diğer şirket değerlendirme yaklaşımlarından da istifade ederek yatırım kararlarını vermeleri daha isabetli sonuçlar almasına yardımcı olacaktır.

Yapılacak sonraki çalışmalarda, BIST Ulaştırma Sektöründe faaliyet gösteren diğer şirketlerin değerlendirme çalışmalarının konu alınması, mevcut politik ve ekonomik göstergelerin sektöre etkilerinin tespitinde ve yatırımcıların bahsi geçen sektör grubunda faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapma eğilimlerini belirlemede faydalı olacaktır.

Kaynakça

- Altan, M., ve Karahan, N. S. (2016). Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özsermaye Nakit Akımları ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri ile Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul'da Karşılaştırmalı Bir Uygulama. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(35), 11-23.
- Çelik, Ş. (2018). İşletme Değerinin Tespiti. In A. Gündoğdu (Ed.), Finansal Yönetim - Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler (2. b., ss. 343-364). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çetiner, M., Özögüt, A., ve Kendir, H. A. (2018). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği. Journal of Institute of Economic Development and Social Researches, 4(9), 346-356.
- Çırak, R. (2018). Şirket Değerleme Yöntemleri. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Damodaran, A. (2019). Historical Implied Equity Risk Premiums. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html



- Damodaran, A. (2019b). Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Elker, C. (2002). Ulaşımında Politika ve Pratik. Ankara: Gölge Ofset.
- GİB. (2019). Kurumlar Vergisi Oranları. http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Yararli_Bilgiler/KV_Oranlari.html
- Gözen, M. (2017). Şirket Değerlemesi için Fuzzy Küme Teorisine Dayalı Bir Öneri. Journal of Social and Humanities Sciences Research, 4(10), 388-399.
- Hatipoğlu, M., ve Yener, E. (2013). Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 8(3), 7-29.
- Investing. (2019). Türkiye 10 Yıllık Tahvil Verimi. <https://tr.investing.com/rates-bonds/turkey-10-year-bond-yield>
- Investing. (2019b). ABD 10 Yıllık Tahvil Verimi. <https://tr.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield>
- Kalaycı, S. (2017). Dışsal Faktörlerin Ulaşım Sektörüne Etkisi: Lojistik Firmalarından Kanıtlar. Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 54(633), 41-59.
- KAP. (2019). BIST Ulaştırma. <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>
- Kırlı, M. (2005). Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi'nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değer'in Belirlenmesi. Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 12(2), 157-169.
- Meçik, O. (2012). Ulaştırma Ağlarının Ekonomik Entegrasyonlara Etkisi ve Türk Dünyası Boyutu. Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 5(2), 22-33.
- Nalçakan, M. (2009). Ekonomik Gelişmelerin Demiryolu Taşımacılık Sektörüne Etkileri. Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 4(1), 31-45.
- Önal, Y. B., Karadeniz, E., ve Kandır, S. Y. (2005). Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB'ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 14(2), 369-389.
- Öztepe, E., ve Beylik, U. (2014). Sağlık Kurumlarında Firma Değerleme: Bir Özel Hastane Uygulaması. İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi, 2(4), 119-128.
- Paragaranti. (2019). US912810FG86 ISIN Kodlu 10 Yıllık Türk Eurobondu. <https://www.paragaranti.com/bono>
- Reuters. (2019). Reysas Tasimacilik ve Lojistik Ticaret AS (RYSAS.IS) Financials. <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/RYSAS.IS>
- Reysaş. (2019). Lojistik Çözümleri. <http://www.reyas.com/>
- Sipahi, B., Aytürk, Y., ve Yanık, S. (2016). Şirket Değerleme Yaklaşımları: İlkeler-Yöntemler-Uygulamalar (2. b.). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tanyaş, M. (2018). Türkiye Lojistik Sektörü 2018 - 2019. Ekovitrin, Kasım 2018.
- TradingView. (2019). BIST Ulaştırma. <https://tr.tradingview.com/>
- TÜİK. (2019). Tüketici Fiyat Endeks Rakamları. www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab_id=650
- UND. (2019). Uluslararası Nakliyeciler Derneği 2018 Özet Raporu. Retrieved from <http://www.und.web.tr/upload/2018-rapor.pdf>



ISRC *Congress*

Yılmaz, Ü. (2015). Bölgesel Ekonomik Entegrasyonlar ve Türkiye Lojistik Sektörü Üzerine Etkileri. Paper presented at the 1st International Congress on Economics and Business (ICEB'15), Gostivar / Macedonia.