

Yoğunlaştırılmış Şirket Birleşme, Satınalma, Değerleme ve Danışman Yönetimi Eğitimi

14.12.2018



RONİN
DANIŞMANLIK



Dr. Caner Özdurak, CRMA

Ben Kimim?



FINANCIAL TIMES

29 EYLÜL 2018 Cumartesi

Finansal Yönetim ve Stratejik Planlama Micro MBA

İNA Yöntemi ile Şirket Değerlemesi ve Deal Cycle

Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri, bugün bir miktar paranın gelecekteki aynı miktardan daha fazla olmasını öne süren finans konseptidir. Örneğin bugünkü 100TL, paranın zaman değeri nedeniyle 1 yıl sonraki 100TL'den daha fazladır. Bunun temel nedeni bugünkü paranın 1 yıl boyunca taşıyacağı getiri kapasitesidir.

Örnek İNA Hesaplamaları

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi, gelecekteki nakit akışlarının (kârların değil) değerlendirilmesi işlemi olup, yöntemin temel parametresi zaman değerine dayanmaktadır. Finansçılar için firma değerini artırmak esas olduğundan net nakit akımları konusunun üzerinde önemle durulmalıdır.

İskonto oranının belirlenmesi: İskonto edilmiş nakit akışı yönteminde bir işletmenin değerini belirlemede uygun iskonto oranının seçimi çok önemlidir. İskonto oranı belirlenirken, ilgili sektörün özellikleri, rakip işletmelerin sermaye maliyeti gibi unsurlardan yararlanılmaktadır.

Deal Cycle (Döngüsü)



Fotoğraf: Dr. Caner Özduvak, EWE Turkey Holding Kurumsal Geliştirme Müdürü

Vaka Analizleri

Yıldız Holding Örgen Gıda'yı Japonlara sattı

Japon gıda ve gıda malzemeleri üreticisi Ajinomoto, Örgen Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ'nin tamamını 220 milyon liraya almak için anlaşmıştır.

Japon şirketin yaptığı açıklamada satın almanın 2017 başlarında tamamlanmasının beklendiği ifade edildi.

Paketli kuru gıda ve toz karışım üretimi yapan 1981 yılında kurulan Örgen Gıda 2002 yılında Yıldız Holding bünyesine katıldı. Örgen Gıda, hazır çorba, toz puding, toz tatlı, bulyon, türk kahvesi, kahve karışım ve baharat üretim hatlarıyla Türkiye'nin önde gelen kapasiteli toz gıda üreticisi konumunda.

Millenicom Telekomünikasyon artık Ewe Turkey Holding'in

Almanya merkezli iki şirket, Millenicom ve Ewe Holding, Türkiye'de artık birlikte hareket edecek. Geçtiğimiz Ekim ayında Millenicom Telekomünikasyon'u satın almak üzere Rekabet Kurumu'na başvuran Ewe Turkey Holding, yasal süreçlerin tamamlanmasıyla Millenicom Telekomünikasyon'un hisselerini devraldı.

Teori mi Pratik mi?



Nasıl Varsayım Yaparız?

Geekyapar!

Hesapladık: Bir Batman Olmak Kaç Yıl Sürer?

ÇİZGİ ROMANI METRO

YAZAN: EHAN TÜRE | 14 HAZİRAN 2014

Paylaş 0 Tweet 0 Paylaş

Başlamadan önce, Batman sever bir şahıs olduğumu belirtiyim. Michael Keaton'lu, Tim Burton'un Batman'i o zamana kadar fütretti (Teksas, Tommiks, Zagor vs.) okuyan çocuk bünyeme çok etkisi yaratmıştı. Ayrıca, Bana tarafından belirlendikten sonraki yaptığı çalışmalar profesyonel spor hayatımda bana gerçek anlamda ilham vermiştir.

Ancak eğri oturup doğru konuşalım. Burada, "Batman gerçekte kaç yaşında" derken, çizgi romanları kaç yılında tasarlandığı ya da piyasaya sürüldüğü konusıyla değil, bu yetenekleri elde edebilmek için ne kadar çalışmak zorunda olduğu konusuna yarı bilimsel bir yaklaşım yapma niyetindeyiz. Muhakkak ki amaç başarıyı dövmek değil, eğlenmek! Bu yüzden bunun bir eğlence yazısı olduğunu unutmayınız.



Temel Varsayımlar:

Tüm eğitimleri sıralamadan önce günde 10 saat çalışmayı kabul edeceğimizi bildirelim. Kalan 14 saatin 7 saati uykuya, 2 saati biyolojik tüm gereksinimlere, 5 saatini de Bruce Wayne olarak geçirmesi gereken zamana ayıracağız.

Bir insanın, gereken sosyalleşme, eğlence vs. türü ihtiyaçlarını (ne kadar bunlar Batman`de minimum olsa da) ve gizli kimliğini korumak için kullandığı diğer kişiliğini de bu Bruce Wayne olarak geçirdiği zamanların içinde kabul ediyoruz.

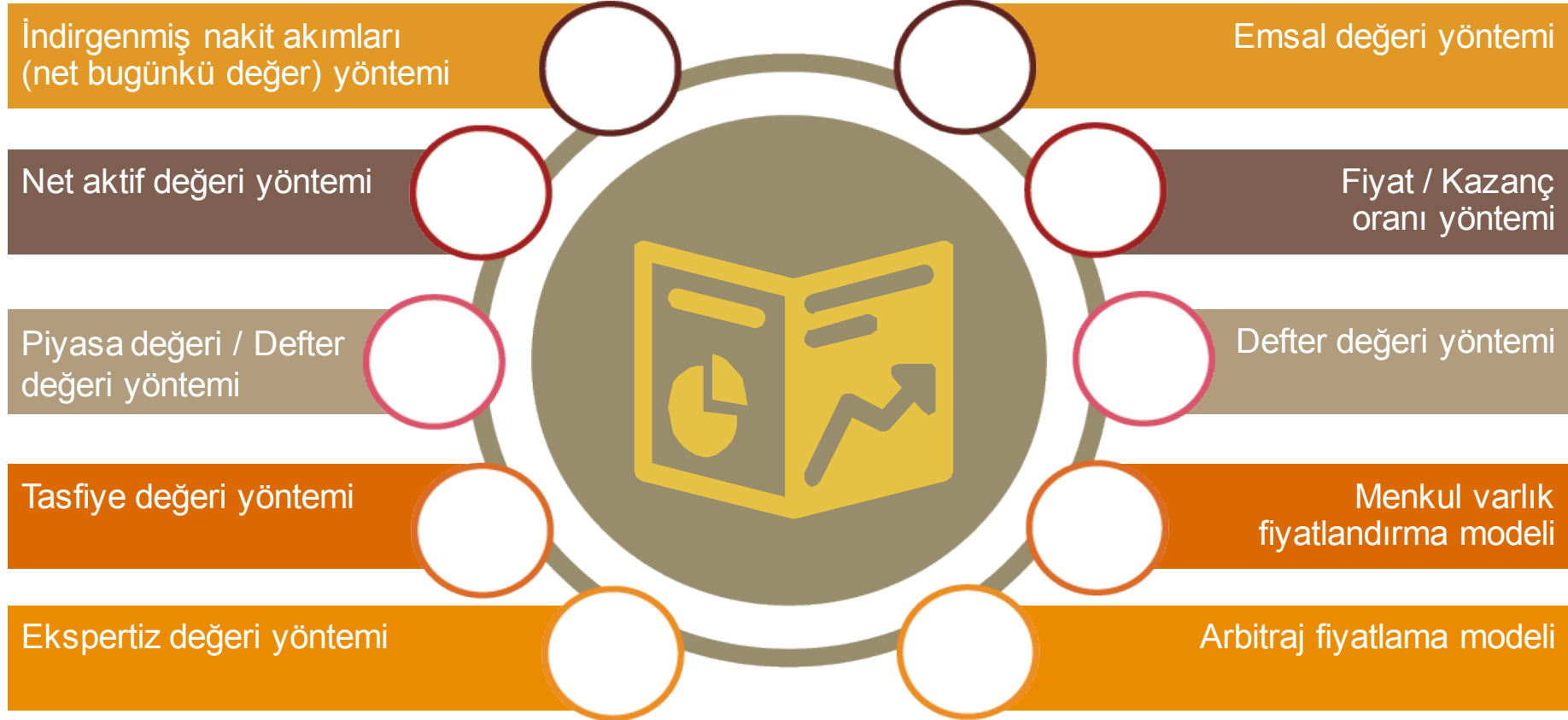
Batman'in Özellikleri:

- Dahi
- En Üst Seviye Fiziksel ve Zihinsel Kondisyon
- Yakın Dövüş Sanatları, Akrobasi, Dedektiflik, Kaçış Uzmanlığı, Strateji, Kılıç Kullanımı, Taktisyenlik ve Nişancılık Konularında USTA
- Yüksek Teknolojili Ekipman, Silah, Zırh ve Alet Kullanımı
- Kılık Değişime Ustası Teknoloji Konusunda Üst Düzey Uzmanlık
- Mükemmel Gözlemsel Beceriler
- Peki ya eğitim verdikleri?

Yukarıdaki varsayımlara göre ideal şartlarda BATMAN olmak için $21 + 5 + 5 + 20 + 5 = 56$ yıl gerekir

(Gerçekçi düşünürsek bunların toplamı 160 yıl, belki de daha fazla sürebilir)

Değerleme Yöntemleri

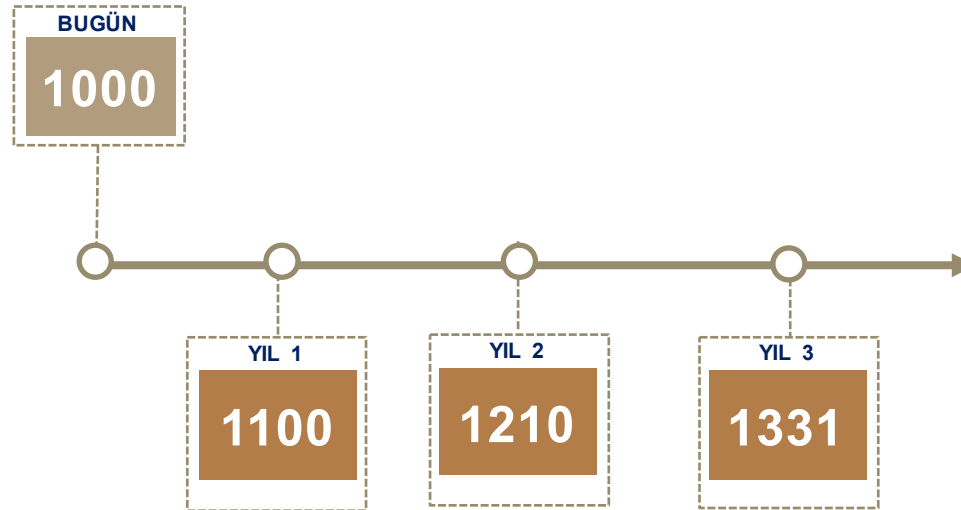


Paranın Zaman Değeri (1/2)

Paranın n yıl sonunda ulaşacağı değerin formül yoluyla hesaplanması:

Örnek:

%10'dan faize yatırılmış 1000 TL'nin 3 yıl sonunda ulaşacağı değeri hesaplayalım,



$$P_1 = 1000 + 100 = 1100 \text{ TL}$$

$$P_2 = 1100 \times 0,1 + 1100 = 1210 \text{ TL}$$

$$P_3 = 1210 \times 0,1 + 1210 = 1331 \text{ TL}$$

Formülü kullanarak hesaplaması;

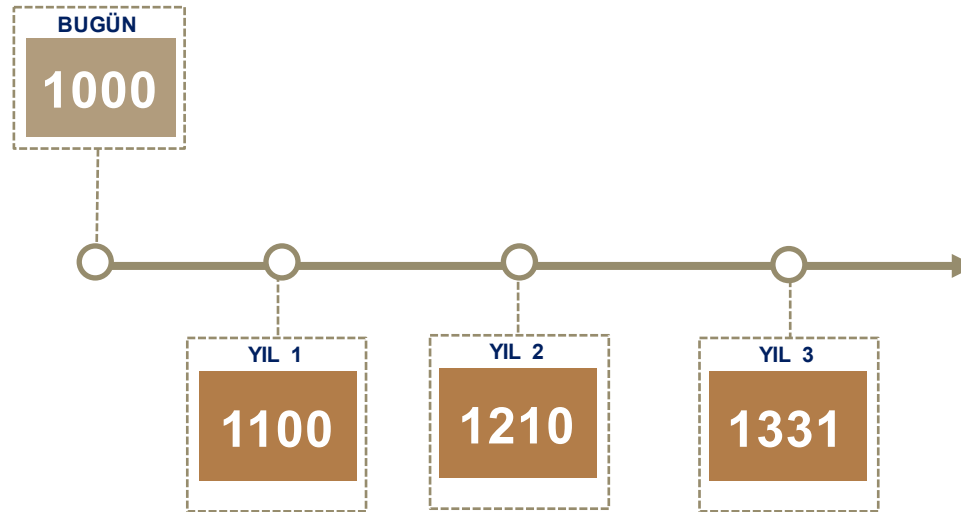
$$1331 = 1000 \times (1 + 0,1)^3$$

Paranın Zaman Değeri (2/2)

n yıl sonundaki paranın bugünkü değerinin formül yoluyla hesaplanması:

Örnek:

%10'dan iskonto oranı ile 1100, 1210 ve 1331 TL'nin bugünkü değerini hesaplayalım,



$$1000=1100-100$$

$$1000=1210-(1100 \times 0,1+1000 \times 0,1)$$

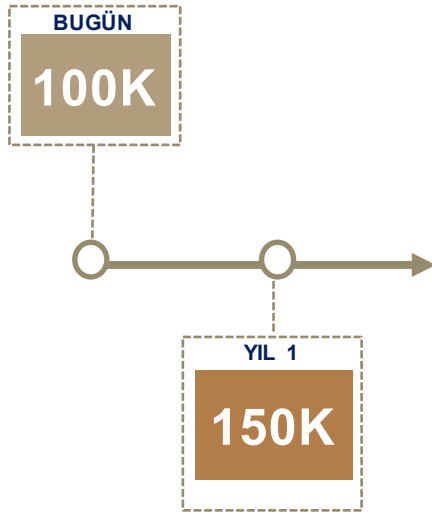
$$1000=1331-(1210 \times 0,1+1100 \times 0,1+1000 \times 0,1)$$

Formülü kullanarak hesaplaması;

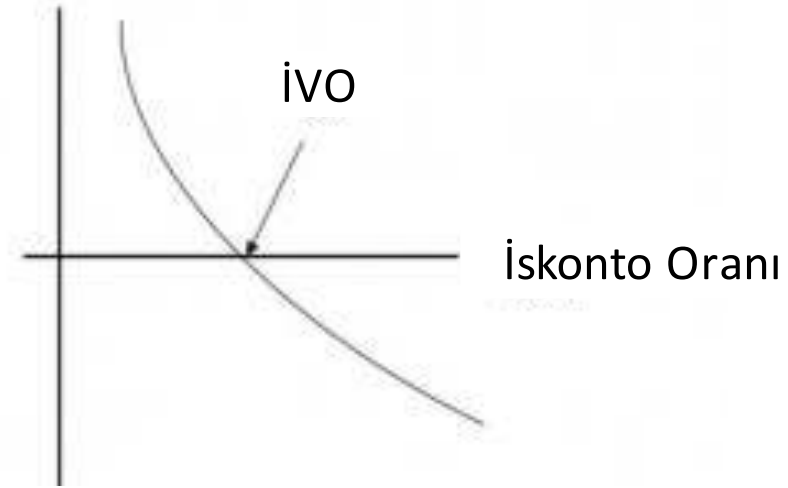
$$1000=1331/(1+0,1)^3$$

İç Verim Oranı

Literatürde “iç karlılık oranı”, “iç getiri oranı”, “sermayenin marjinal verimliliği”, “yatırımın marjinal verimliliği” olarak da adlandırılan iç verim oranı (İVO), yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan bir orandır. İç verim oranı, bir yatırım projesinin net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen diğer bir deyişle nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanır.



NBD



Örneğin; başlangıç maliyeti 100.000 TL olan bir yıllık bir proje olsun. Bu projenin toplam nakit getirisi ise 150.000 TL olsun. Bu proje için NBD değerini sıfıra eşitleyen değer yani iç verim oranı %50'dir.

- İç verim oranı > Yatırımdan beklenen karlılık oranı => Proje için yatırım kararı alınır.
- İç verim oranı < Yatırımdan beklenen karlılık oranı => Proje red edilir.

Turkcell: Örnek İNA Hesaplaması-1

Last model update on: 7 December 2016

| IFRS | 2014 | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Income statement summary, TRY mn | | | | | | |
| Revenues | 13,802 | 14,523 | 16,004 | 17,154 | 18,203 | 19,195 |
| Cost of sales | (7,030) | (7,566) | (8,337) | (8,936) | (9,483) | (9,999) |
| SG&A and other opexp. | (1,460) | (1,623) | (2,121) | (2,191) | (2,319) | (2,576) |
| EBITDA | 5,112 | 5,334 | 5,546 | 6,027 | 6,401 | 6,620 |
| Depreciation & amortization | (1,952) | (2,235) | (2,769) | (2,968) | (3,095) | (3,206) |
| Operating profit | 3,159 | 3,099 | 2,777 | 3,060 | 3,307 | 3,414 |
| Non-operating gains /(exp.) | (474) | (1,809) | (2,030) | 20 | 21 | 22 |
| EBIT | 3,159 | 3,099 | 2,777 | 3,060 | 3,307 | 3,414 |
| Net interest income/(exp.) | (109) | (28) | (337) | (419) | (402) | (398) |
| Profit before tax | 2,576 | 1,261 | 410 | 2,660 | 2,926 | 3,038 |
| Income tax | (607) | (398) | (417) | (585) | (644) | (668) |
| Minority interests | 38 | 45 | - | - | - | - |
| VTBC Net income | 2,007 | 907 | (7) | 2,075 | 2,282 | 2,370 |

Figure 1: Turkcell summary forecast change by VTBC, new vs. previous

| TRY mn | New | | | Old | | | Difference, % | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|-------|
| | 2016F | 2017F | 2018F | 2016F | 2017F | 2018F | 2016F | 2017F | 2018F |
| Revenues | 14,140 | 15,717 | 16,970 | 13,855 | 15,350 | 16,556 | 2% | 2% | 3% |
| EBITDA | 4,571 | 5,227 | 5,726 | 4,411 | 5,105 | 5,587 | 4% | 2% | 2% |
| Net income | 1,556 | 2,094 | 2,313 | 1,659 | 2,038 | 2,242 | -6% | 3% | 3% |
| Organic capex | 3,291 | 2,959 | 2,735 | 3,413 | 2,893 | 2,671 | -4% | 2% | 2% |

Source: VTB Capital Inc. Research

Turkcell: Örnek İNA Hesaplaması-1

Figure 3: Turkcell summary DCF valuation

| TRY mn | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F | 2021F | TV |
|----------------------------|-----------|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenues | 12,769 | 14,140 | 15,717 | 16,970 | 18,050 | 19,180 | 20,420 | 21,032 |
| | | 11% | 11% | 8% | 6% | 6% | 6% | |
| EBIT | 2,247 | 2,260 | 2,782 | 3,093 | 3,275 | 3,463 | 3,670 | 3,575 |
| Change, % | | 1% | 23% | 11% | 6% | 6% | 6% | |
| EBIT margin, % | 17.6% | 16.0% | 17.7% | 18.2% | 18.1% | 18.1% | 18.0% | 17.0% |
| Taxes | -494 | -497 | -612 | -680 | -720 | -762 | -807 | -787 |
| Fully-taxed EBIT | 1,753 | 1,763 | 2,170 | 2,413 | 2,554 | 2,701 | 2,862 | 2,789 |
| Depreciation | 1,668 | 2,121 | 2,358 | 2,546 | 2,708 | 2,877 | 3,063 | 2,944 |
| Changes in working capital | -547 | -133 | -157 | -154 | -155 | -169 | -189 | -180 |
| Capital expenditure | -10,630 | -5,969 | -4,477 | -2,735 | -2,913 | -2,930 | -3,123 | -2,944 |
| Capex-to-sales, % | 83% | 42% | 28% | 16% | 16% | 15% | 15% | 14% |
| Unleveraged free cash flow | -7,756 | -2,218 | -107 | 2,069 | 2,193 | 2,479 | 2,613 | 2,609 |
| WACC | 12.2% | | | | | | | |
| Cumulative discount | | | 0.89 | 0.79 | 0.71 | 0.63 | 0.56 | |
| Terminal growth rate | | | | | | | | 3.0% |
| Terminal value | | | | | | | | 28,342 |
| Discounted cash flows | | | -95 | 1,643 | 1,553 | 1,564 | 1,469 | 15,935 |
| | 01-Jan-17 | 27-Jan-17 | 12-mo TP | | | | | |
| Fair enterprise value | 22,069 | | | | | | | |
| Market value of associates | 906 | | | | | | | |
| Minority interest | 0 | | | | | | | |
| Net debt | 3,824 | | | | | | | |
| Fair equity value | 19,151 | 19,390 | 23,074 | | | | | |
| Number of shares, mn | | | 2,200 | | | | | |
| Number of ADRs, mn | | | 880 | | | | | |
| Fair value per share, TRY | | | 10.5 | | | | | |

Source: Company data, VTB Capital Inc. Research

WACC Hesaplaması

| WACC Calculation (TL) | | |
|-----------------------|-----------|--------------|
| Risk Free Rate | Rf | 2,2% |
| Beta | β | 0,85 |
| Risk Premium | Rm-Rf | 9,2% |
| Country Risk | C | 3,9% |
| Small Company Risk | | |
| Cost of Equity | Re | 13,9% |
| Cost of Debt | | 0,0% |
| Tax | Tc | 20% |
| Cost of Debt | Rd | 0% |
| Debt Ratio | D / (D+E) | 0% |
| Equity Ratio | E / (D+E) | 100% |
| WACC | | 14% |

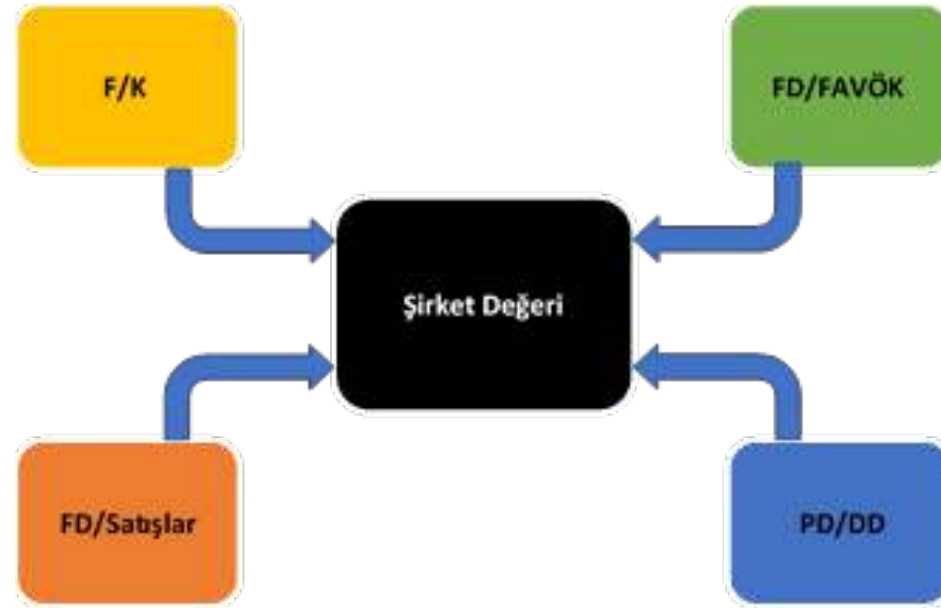
Source: Bloomberg LP

US Treasury Yields

| NAME | COUPON | PRICE | YIELD | 1 MONTH | 1 YEAR | TIME |
|----------------------|--------|--------|-------|---------|--------|----------|
| GB3:GOV 3 Month | 0.0000 | 0.1950 | 0.20% | -2 | 18 | 09:27:44 |
| GB6:GOV 6 Month | 0.0000 | 0.4600 | 0.47% | -4 | 39 | 09:27:50 |
| GB12:GOV 12 Month | 0.0000 | 0.6050 | 0.62% | -4 | 44 | 09:27:44 |
| GT2:GOV 2 Year | 10.000 | 100 | 0.95% | 8 | 41 | 09:26:11 |
| GT5:GOV 5 Year | 2 | 101 | 1.60% | 5 | 22 | 09:27:56 |
| GT10:GOV 10 Year | 2 | 101 | 2.17% | 5 | 27 | 09:25:32 |
| GT30:GOV 30 Year | 3 | 101 | 2.95% | 9 | 46 | 09:27:05 |

Çarpan Analizi (Piyasa Çarpanları Yöntemi)

- Çarpan analizi, piyasada faaliyet gösteren benzer firmaların piyasa tarafından fiyatlanması ile oluşan bazı parametrelerin değerlemesini yaptığımız firmaya da uygulanması ile elde edilir. Çarpan analizi, piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemidir.
- Bir şirket satın alınırken şirketin mali tabloları üzerinden belli unsurlar incelenir ve bu unsurların benzer firmalar ile kıyaslanması ile bir fiyata ulaşılır. Çarpan analizinin dayandığı mantık bu olup burada kullanılan ana unsurlara "çarpan" adı verilmektedir. Çarpan analizinde kullanılan başlıca çarpanlar şu şekildedir:



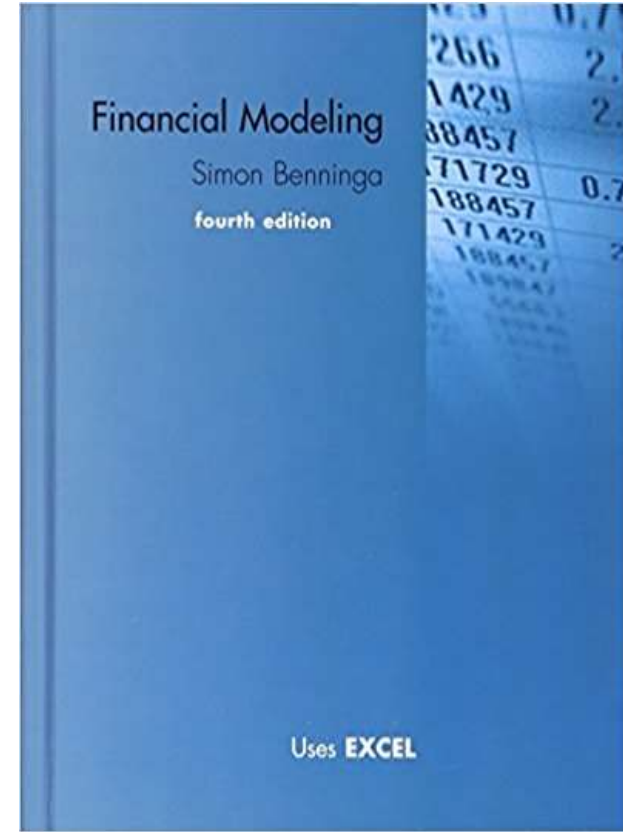
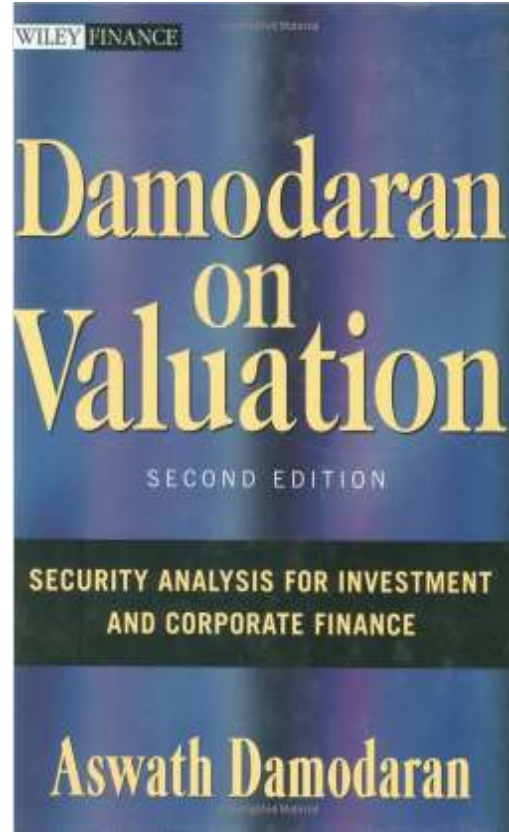
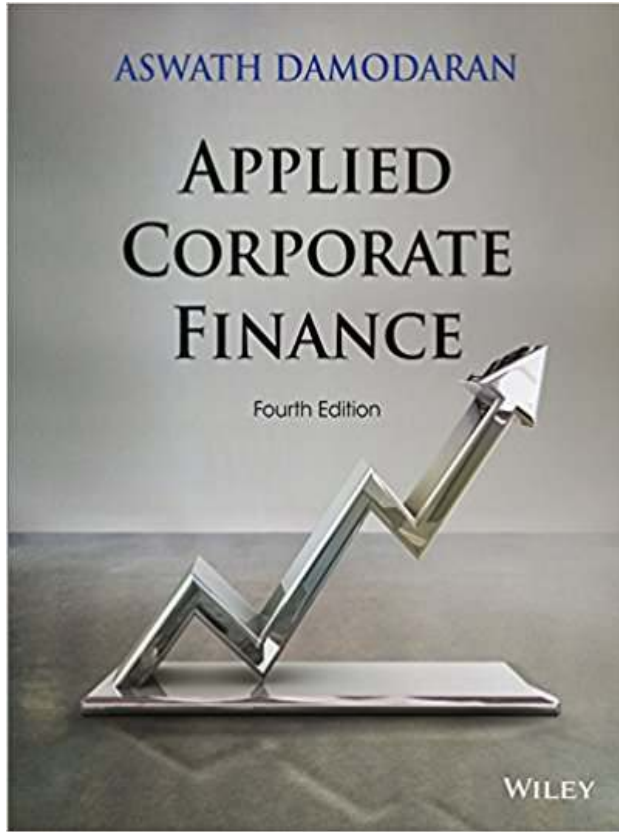
Deal Cycle (Döngüsü)



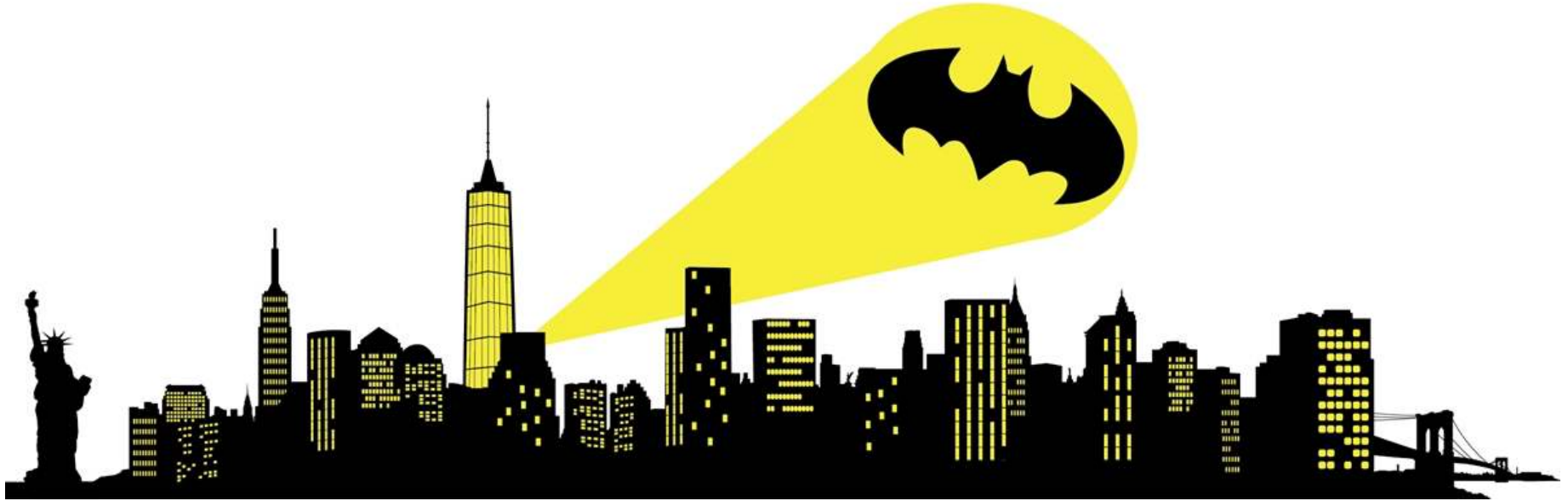
Deal Döngüsü

| | 1. Deal Oluşturma | 2. İş Analizi | 3. SPA İmza & Kapanış |
|-----------------|--|--|---|
| Ana Faaliyetler | <ul style="list-style-type: none">Mevcut hissedarlarla tanışma/görüşmeHissedarların kısmi yada tamamen hisselerini satma seçeneklerinin değerlendirilmesiGenel deal koşullarında anlaşılması | <ul style="list-style-type: none">Bağlayıcı olmayan teklif (NBO) hazırlanması (finansal tablo ve projeksiyonların analizi | <ul style="list-style-type: none">Özel inceleme bulguları (DD) sonrası Bağlayıcı Teklifin (BO) verilmesi ve işlem dokümanlarının toplanması |
| Doküman | <ul style="list-style-type: none">Non-Disclosure Agreement-NDA (Gizlilik Şözleşmesi) | <ul style="list-style-type: none">Term Sheet (Niyet Mektubu) | <ul style="list-style-type: none">Hisse Alım Sözleşmesi (SPA)Pay Sahipleri Sözleşmesi (SHA) |

Ek Kaynak Önerileri



Teşekkürler



Dr. Caner Özdurak, CRMA

E-mail: caner.ozdurak@ronindanismanlik.com

GSM: 0535 835 15 07