



FİRMA DEĞERLEMESİ YAKLAŞIMLARI VE OTELCİLİK İŞLETMESİ ÖRNEĞİ

M. Altan MASUN*

Özet

Firma Değerlemesi Yaklaşımları finans biliminde yapılan yeni çalışmalarda giderek daha fazla yer almaktadır. Farklı sınıflandırmalar olsa da firma değerlendirme yaklaşımlarını dörde indirmek mümkündür; Aktif Bazlı Yaklaşım (Maliyet Yaklaşımı), İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı (Gelir Yaklaşım), Göreceli Yaklaşımlar (Piyasa Yaklaşımları) ve Diğer Yaklaşımlar. Bu çalışmanın amacı değerlendirme yaklaşımlarını açıklayıp, yöntemleri gösterildikten sonra otelcilik ve turizm sektöründe, bir değerlendirme örneğiyle makul değeri tespit etmektir. İndirgenmiş Nakit Akışları ve Net Aktif Değeri Yaklaşımlarını kullanarak Otelcilik sektöründen bir firmanın değerlemesini yapmak ve bu diğer firmalara örnek değerlendirme çalışması sağlamaktır.

Anahtar Kelimeler: Değerleme, Firma Değerlemesi Yaklaşımları, İskonto Edilmiş, Nakit Akımları Yaklaşımı, Göreceli Yaklaşımlar ve Aktif Bazlı Yaklaşım

JEL Sınıflaması: G30, G32, G34

FIRM VALUATION APPROACHES AND A HOTEL COMPANY CASE

Abstract

The newest academic studies on finance have proven that studies on firm valuation approaches can be seen more frequently than before. Although there are many approaches, they can be reduced to four main approaches; cost-basis approaches, discounted cash flow and market-basis approaches and others. The objective of this study is to explain the valuation approaches briefly and then to find a reasonable value for the firm and the buyer. In this study, the subject is from Hotel and Tourism sector by using Discounted Cashflow techniques and Asset Valuation approach.

Keywords: Valuation, Company Valuation Approaches, Discounted Cash Flow, Approaches; Asset-Basis Approaches Market Value Approaches

JEL Classification: G30, G32, G34

* Yard.Doç.Dr, Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Muhasebe Finansman Anabilim Dalı, masun@marmara.edu.tr

1. Giriş

Dünya da ve Türkiye de sık sık yükselişe geçen birleşme ve satın almalar paralelinde firma değerlemesi giderek önem kazanmaktadır. Özelleştirmeler, halka arzalar ve birleşme ve satın almalar firma değerlemesinin daha profesyonel yapılması konusunda itici faktör olmuştur.

Firma değerlemede kullanılan yöntem aslında her duruma özel şekilde değerlendirilmelidir. Ancak bazı durumlarda alıcı firma ya da satıcı firma kendisi için en uygun en yüksek avantajı sağlayan yöntemin uygulanması için ısrarcı olabilmektedir. Şirket değerlemesinin amacı, tek cümle ile şirket için en uygun ve makul değer tespit edilmesidir.

2. Literatür Özeti

Tom Copeland¹ Firma değerlemesi yaklaşımlarda çoğunlukla tasfiye değerinin firmanın işleyen teşebbüs değerinin çok altında olduğuna dikkat çekmektedir. Ancak Copeland'a göre ömrünü tamamlayan sektörlerde bu durum tersine işler; tasfiye değeri işleyen teşebbüs değerinin üstünde kalabilir.

Damodaran², firma değerlemesinin başarılı olması için 4 yaklaşımdan birinin kullanılmasını tavsiye etmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı, Aktif Bazlı Yaklaşım (Tasfiye ve Muhasebe Yaklaşımı), Göreceli Yaklaşım ve son olarak Koşullu Değerleme Yaklaşımları (Opsiyon Fiyatlama Modelleri).

Fernandez³, Firma değerlemesi yöntemlerini 6 grupta toplar. Bilanço Yu Dikkate Alan Yöntemler, Gelir Tablosunu Dikkate Alan Yöntemler, Karma Yöntemler(Şerefiye) Nakit Akışını İskonto Eden Yöntemler, Değer Yaratma Yöntemleri, Opsiyonlar.

Gürbüz ve Erginca n⁴ Değerlemede genel görüşün kullanılan varsayımların benzer olması koşuluyla, farklı yaklaşımların benzer sonuçlar doğurması şeklinde olduğunu ifade etmişlerdir.

Ercan ve Ban⁵ "Firma Değerinin tespitinde yaygın olarak kullanılan yöntemin İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Olduğunu ifade etmiştir."

Scharf⁶ Her firma değerlemesi kendi koşuluna uygun yöntemle yapılmalıdır. Ne yazık ki alıcı ve satıcı kendileri için en avantajlı yöntemi kullanmak konusunda ısrarcı olmuşlardır. Bu yöntemin en uygulanabilir yöntem olduğunu savunmuşlardır.

¹ Thomas E. Copeland ve diğerleri, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, 1. Baskı, New York, Wiley & Sons, 1991, s.97

² Ali Atilla Perek- Çağrı Aksoy Hazır, **FVAÖK'ın Hesaplanması, Finansal Tablo Analizi ve Şirket Değerleme de Kullanımı**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2016, s.152

³ Pablo Fernández, "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>, Erişim Tarihi 14.01.2017

⁴ Ali Osman Gürbüz- Yakup Erginca n, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul, Literatür Kitabevi, 2004, s.333

⁵ Metin Kamil Ercan- Ünal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı**, 7. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2012, s.155

⁶ Charles A. Scharf ve diğerleri, **Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers**, New Jersey, Prentice Hall, 1991, s.51

3. Şirket Değerlemesi

Şirket değerlemesi finans biliminde en önemli ve uygulanması en zor konularından biridir. Şirket değerinin belirlenmesi ve bu değer yönetimi oldukça önemlidir.

Dünya da ve Türkiye de son yıllarda şirket birleşmelerinin satın almalarının halka arz ve özelleştirmelerin arttığı gözlenmektedir. Bundan dolayı da sermaye piyasaları ve borsa açısından şirket değerlendirme hızının kurumsal finansman yatırım bankacılığı alanında sıkça uygulanmaktadır⁷.

Şirket Değerlemesinin amacı, şirketin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Alıcı bakış açısıyla amaç şirkete ödenebilecek en yüksek değeri belirlemektir. Satıcı tarafından kabul edileceği minimum değeri belirlemeye çalışır.

Şirket Değerleme profesyonel açıdan aşağıda sıralanan fonksiyon ve özellikleri içermelidir⁸;

- Şirketin fiili durumunun değerlendirilmesi ve analizi
- Şans ve risklerin tespit edilip nicel olarak ifade edilerek operasyonel ve stratejik açıdan şirket geleceğinin araştırılması
- Hedefe yönelik değerlendirme metodlarının kullanılması
- Çok boyutlu bir biçimde şirketin genel durumunun ele alınması
- Değerleme yapan kişi ya da kişilerin etik davranışta bulunması ve teknik açıdan yeterli seviyede olmasıdır.

4. Firma Değerlemesinde Kullanılan Yöntemler

4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları İle Firma Değerinin Tespiti⁹, bu yaklaşımın mantığı firmanın değerini, gelecekte sonsuza kadar beklenen nakit akımlarının bugünkü değerinin oluşturduğudur. İndirgenmiş Nakit akımları olması gereken değeri en iyi açıklayan yöntem olarak düşünülmüştür.

İNA yaklaşımıyla firma değerinin tespitinde şu yöntemler kullanılır;

- a) Özsermayeye Serbest Nakit Akımları
- b) Firmaya Serbest Nakit Akımları
- c) Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı

a) **Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to the Equity, FCFE)** yöntemine göre firma değeri belirlenirken her bir döneme ait hesaplanan öz sermayeye serbest nakit akımları

⁷ Hakkı Öztürk, **Şirket Değerleme Esasları**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009, s.26

⁸ Ali Atilla Perek- Çağrı Aksoy Hazır, **FVAÖK'in Hesaplanması...**, a.g.k., s.77

⁹ Metin Kamil Ercan- Ünal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı...**, a.g.k., s.340

firmanın maliyeti ile indirgenerek firmanın özsermayesinde olması gereken toplam değeri bulunur.

Bulunan bu değer firma halka açık ise toplam hisse senedi sayısına bölünerek her bir hisse senedinin olması gereken fiyat bulunur. Bulunan bu fiyat firmanın hisse senetlerinin borsadaki fiyatı ile karşılaştırılarak yorumlanır.

Örneğin, bu hesaplama ile bulunan hisse senedi fiyatı 5 TL ise ve hisse senedinin borsadaki fiyatı 3 TL ise bu hisse senedi hakkında düşük değerlendirilmiş olduğuna karar verilir. Bu durumda hisse senedine yatırım yapılabilir.

Halka açık olmayan firmalar da özsermaye serbest nakit akımları yöntemi ile bulunan değer firmanın özsermayesinin toplam değerini gösterdiğinden firma sahiplerinin firma değeri hakkında bilgilenmesine yardımcı olacak ve elden çıkartma durumunda da bir fiyat oluşturulacaktır.

b) Firmaya Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to the Firm, FCFF) hissedarlar, kreditorler ve imtiyazlı hisse senedi sahiplerine yani şirket üyelerinde bütün hak sahiplerine olan nakit akımlarının toplamını ifade eder. Bir şirketin sahibi, hissedarlar yani öz sermaye sahiplerinin yanı sıra o şirkete kredi sağlayan kreditorlerdir.

FCFF çok temelde, tüm faaliyet giderlerinin (vergi dahil) ödenip, gerekli işletme sermayesi ve maddi ile maddi olmayan duran varlık yatırımları yapıldıktan sonra, firmaya sermaye sağlayarak tüm sermaye sahiplerine kalan nakit akımıdır¹⁰.

Firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanır¹¹:

$FCFF = FVÖK(1-t) - \text{Sermaye Harcamaları} + \text{Amortisman} + \text{İtfa} \pm \text{Net İşletme Sermayesindeki Değişim (Nakit Dışı)}$

c) Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı (Economic Value Added, EVA) Böylece ekonomik katma değer, şirket karı eksi yatırımların şirkete yatırdıkları paralar için bekledikleri karşılık olarak tanımlanarak, vergi sonrası kardan yaratılan sermayenin toplam maliyeti çıkarıldıktan sonra kalan kısım şeklinde ifade edilir¹².

Genel olarak EVA, belli bir dönem boyunca işletmeye eklenen değer miktarını gösteren bir ölçüttür. Bir işletmenin hem borçlarının hem de özsermayesini kapsamak üzere toplam sermaye maliyetinden sonra ekonomik değerini (karlılığını) ölçmenin bir yoludur¹³.

EVA'nın en genel formülü aşağıdaki gibidir;

¹⁰ Ali Osman Gürbüz- Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Kitabevi, İstanbul, 2004, s.137

¹¹ Metin Kamil Ercan- Ünal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı...**, a.g.k., s.342

¹² Cemal Çakıcı, **Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2008, s.4

¹³ Cemal Çakıcı, **Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı...**, a.g.k., s.7

EVA = Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı - Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti ise sermaye tutarı ile sermaye maliyeti yüzdelerinin çarpılması yolu ile hesaplanır¹⁴;

Sermaye Maliyeti = Sermaye Tutarı * Sermaye Maliyet

EVA ortaklar açısından değer kaybını önleyen etkili bir koruyucudur. EVA tahminlerine göre yapılan yatırımlar ve tahminler ile gerçeklerin karşılaştırılmasına, işletmenin başka işletmelerle veya içerisindeki bölümlerin birbirleriyle karşılaştırılmasına olanak sağlar¹⁵.

EVA diğer finansal ölçüm sistemlerinin bir araya getiremediği bir durumu gerçekleştirir. Şöyle ki, önceden sermaye piyasası için hisse başına karı, sermaye bütçelemesi için toplam varlık karlılığını kullanan bir firma, şimdi bu üç unsur için yalnızca EVA'yı kullanabilmektedir. Finansal yönetim tarihinde ilk kez yöneticiler EVA ile ortak bir dile sahip olmuştur¹⁶.

4.2. Aktif Bazlı Yaklaşım

Aktif bazlı yaklaşımlarda şirket değeri belirlenirken aktiflerin değeri esas alınır. Bir şirketin değeri sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşur. Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri şirketin maddi duran varlıklarını, maddi olmayan duran varlıklarını ve borçlarını temsil eder. Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri defter değerini tasfiye değerini ve net aktif değerini inceler.¹⁷

Bu yaklaşımlar muhasebe kayıtlarına dayanır. Statik bir değerlendirme yöntemi olduğundan şirketin gelecekte beklenen değişimini, sektörün içinde bulunduğu durumu, gelecekteki nakit akışlarını ve şirketin yapmış olduğu anlaşmalar gibi muhasebe tablolarına yansımayan faktörleri dikkate almaz. Bu yüzden aktif bazlı yöntemlerin iskonto edilmiş nakit akışların alternatifi olduğu tartışmalıdır. Şirketin değerinin bilançodan belli olduğuna inanılır, bu yaklaşım kapsamında, maddi ve maddi olmayan aktiflerin yanında kullanılmayan aktifler de dikkate alınır. Fakat şerefiye ve diğer benzeri maddi olmayan aktifler dikkate alınmaz¹⁸.

Bu çalışmada İndirgenmiş Nakit Akışları ile beraber net aktif değeri yöntemi kullanılmıştır.

5. Uygulama Örneği

Turizm sektöründen iki otel işletmekte olan Solaris A.Ş.'ne ait değerlendirme çalışması aşağıdaki gibidir.

¹⁴ G. Bennet Steward, **The Quest for Value**, Harper Business, New York, 1999, s.118

¹⁵ Gürbüz Gökçen, "Ekonomik Katma Değer (EVA)", **MUFAD Muhasebe Finansman Dergisi**, sayı 24, Ekim 2004, s.107

¹⁶ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, 2005, s.25

¹⁷ Hakkı Öztürk, **Şirket Değerleme Esasları...**, a.g.k., s.78,79

¹⁸ Pablo Fernández, "Company Valuation Methods...", a.g.m.

Şirket Bilgileri

Ünvanı: Solaris Otelcilik ve Turizm A.Ş.

Sermaye Bilgisi: 50.000.000 TL

Faaliyet Konusu: Otelcilik ve Turizm İşletmeciliği

Otellerin İsimleri:

- 1) Solaris Bay (Gölköy-Bodrum)
- 2) Happy Moon (Türkbükü- Bodrum)

Özel Maliyet Yatırımları: 9.785.000 TL

Demirbaş Yatırımları: 1.201.000 TL

Solaris otel işletmeciliği turizm ve ticaret anonim şirketine ait beklenen nakit akışları;

1) İndirgenmiş Nakit Akım Çalışmasında Kullanılan Varsayımlar ve Sonuç

2) Satış Hedefleri ve Satış Hedeflerinin Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

Satış hedeflerinin tespiti firmanın verdiği bilgiler doğrultusunda Solaris Happy Moon ve işletmelerin ciroları üzerinden oluşturulmuştur.

Happy Moon işletmesi Haziran 2018 tarihinde faaliyete başlayacak olup işletme bünyesinde üç farklı hizmet verecektir. Söz konusu hizmetler; konaklama, rehberlik ve animasyon ünitelerinden oluşmaktadır. Hizmetlere ilişkin ciroların hesaplanmasında, ortalama gelir esası sayıları belirlenmiş ve kişi sayıları ile ortalama gelir çarpılarak cirolar hesaplanmıştır.

Happy Moon işletmesinde diğer gelirler kapsamında; kafeterya, restoran, geziler yer almaktadır. Diğer gelirlerin hesaplanmasında aylık ortalama kişi sayısından hareket edilerek kişi sayıları ortalama gelir rakamları ile çarpılmış ve ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

Solaris Bay İşletmesinin ciro rakamlarının hesaplanmasında ise aylık maksimum 1.800 kişinin hizmet alacağı varsayımından hareket edilmiştir. Kişi sayısı doluluk oranları ile çarpılarak aylık ziyaretçi sayısı hesaplanmıştır. Sonraki aşamada ziyaretçi sayısı da ortalama gelir ile çarpılarak ay bazında ciro rakamları hesaplanmıştır.

Kullanılan Yöntemler ise; *İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi* (Düzeltilmiş Maddi Duran varlık kalemleri içermektedir).

Bir süre sonundan şirket faaliyetlerinde çok ciddi bir değişikliğin olmayacağı, belli bir olgunluk seviyesine ulaşacağı varsayımı altında bu döneme kadar olan süredeki şirket faaliyetleri hakkında varsayımlarda bulunmayı ifade eder. Çeşitli alanlarda faaliyet gösteren birbirinden farklı firmalar için bu süre farklılık arz edebilir, ancak projeksiyon döneminin fazla uzun tutulması tahminler

de sapmalara yol açabilir. 5 ila 10 arasında bir dönem belirlemek çoğu zaman yerinde bir tercih olarak kabul edilir.

5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA yönteminin temel prensibi şirketin belirli bir projeksiyon dönemi boyunca yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerleri ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar yaratacağı nakit akımların bugünkü değerleri toplamının şirket değerlerine eşit olacağı varsayımına dayanır

5.2 Projeksiyon Dönemi

Firmaya serbest nakit akımları modeli şirketin bir bütün olarak ele alınmasını ve firmaya serbest nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile indirgenmesini temel alan bir yöntemdir. Finansal borç ödemeleri ve yatırım ödemeleri öncesindeki nakit akımları serbest nakit akımları oluşturmakta olup iskonto oranında şirketin faaliyetlerinde kullandığı tüm kaynaklarının maliyeti olarak dikkate alınır¹⁹.

5.3 İndirgenmiş Nakit Akım Yaklaşımında İskonto Oranın Seçimi

İskonto oranının tespitinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yöntemi (Weighted Average Cost of Capital, WACC) kullanırken, özsermaye maliyeti tespit edilirken, özsermaye maliyeti sermaye varlıkları fiyatlandırma (Capital Asset Pricing Model, CAPM) modeline göre belirlenir ve yabancı kaynak maliyeti ise şirketin en güncel borçlanma oranı olarak kabul edilir.

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli kullanılmıştır. Bu modele göre sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır²⁰;

Sermaye Maliyeti = Risksiz getiri oranı + Beta(Piyasa getirisi – Risksiz Getiri)

Hesaplamalarda, risksiz faiz oranı devlet tahvili bileşik getirisi olan %8,06; formüldeki beta katsayısı 0,81 olarak dikkate alınmıştır (ortalama risk belirtir). Piyasa getirisi %12,79 olarak alınıp bunun sonucunda sermaye maliyeti %11,90 olarak hesaplanmıştır. Piyasa getirisi hesaplamalarında İMKB verileri kullanılmıştır.

¹⁹ Ali Atilla Perek- Çağrı Aksoy Hazır, **FVAÖK'in Hesaplanması...**, a.g.k., s.156

²⁰ Metin Kamil Ercan- Ünal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı...**, a.g.k., s.341

Tablo 1. İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (Beş yıllık dönem ve sonrası)

	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz Değerler
Satış Gelirleri						
Solaris Bay Otel	4.088.268	5.108.426	6.228.438	7.539.268	8.396.934	
Happy Moon Otel	4.209.112	12.314.348	15.316.108	17.516.360	19.370.400	
Toplam Solaris Şirket Ciro	8.297.380	17.422.774	21.544.546	25.055.628	27.767.334	
Faaliyet Giderleri	6.888.582	12.259.920	14.608.684	17.387.546	19.442.750	
Finansman Giderleri	400.000	300.000	220.000	150.000	150.000	
Vergi Öncesi Kar	1.008.798	4.862.854	6.715.862	7.506.080	8.174.584	
Amortisman	3.171.646	3.231.646	3.297.646	3.297.646	3.297.646	
Vergi Matrahı	2.162.848	1.631.208	3.418.216	4.208.434	2.714.092	
Vergi	-	326.242	683.644	841.686	542.818	
Yatırım Tutarı	2.600.000	300.000	330.000	-	-	
Net Kar	1.591.202	4.562.854	6.385.862	7.506.080	8.174.584	110.974.338*
İskonto Oranı						
İskonto Katsayısı	1,1	1,2	1,4	1,6	1,7	1,9
İskonto Edilmiş Nakit Alımı	1.446.547	3.659.610	4.586.874	4.828.470	4.709.352	57.255.496
Şirket Değeri	73.614.774					

Tablo 1'de görüldüğü gibi İNA Yöntemine göre şirketin değeri 73.614.774 TL olarak bulunmuştur.

Tablo 2. Düzeltilmiş Net Aktif Değerin Hesaplanması

	Bilanço (TL)	Değerleme Farkları	Düzeltilmiş Bilanço(TL)
	2016/12		
Döner Varlıklar	8.000.000		8.000.000
Duran Varlıklar	26.000.000	18.000.000	44.000.000
Arsalar	2.000.000	1.400.000	3.400.000
Binalar	14.000.000	11.000.000	25.000.000
Diğer	10.000.000		10.000.000
Toplam Aktifler	34.000.000	18.000.000	52.000.000
Kısa Vadeli Borçlar	3.400.000		3.400.000
Uzun Vadeli Borçlar	50.000	800.000	850.000
Toplam Pasif	3.450.000	800.000	4.250.000
Özkaynaklar	30.000.000	15.000.000	45.000.000
Şirket Değeri			47.750.000

Düzeltilmiş Net Aktif Değer Tablosunda da belirtildiği gibi 47.750.000 TL'dir.

Tablo 3. Toplam Şirket Değeri

A. İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	73.614.774	Ağırlık %60	44.168.864
B. Net Aktif Değer Toplamı	47.750.000	Ağırlık %40	19.100.000
Toplam Şirket Değeri			63.268.864

Toplam şirket değeri Tablo 3'te hesaplanmıştır. Şirketin değeri 63.268.864 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Büyüme Oranın Seçimi

%4 Büyüme oranı sektör büyüme oranı olarak değerlendirilmiştir. Sonsuz değer hesaplanmasında 5. yıl ile 10. Yıl arası %4, 10'uncu yıldan sonra ise ikinci bir 10 yıllık dönem için %7'lik büyüme oranı kullanılarak sonsuz değer hesaplanmıştır. 110.974.338'lik bu değere ulaşılmıştır.

Sonuç

Her durumun kendi koşullarında uygun bir değerlendirme yaklaşımıyla değerlendirilmesi makul fiyatın ortaya konması için gereklidir. Yaptığımız çalışmada turizm ve otelcilik sektöründe Solaris Bay Şirketi için İndirgenmiş Nakit Akımları ve Düzeltilmiş Net Aktif Yaklaşımı tercih edilmiştir. İskonto oranı seçilirken Solaris Otelcilik A.Ş'nin özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti dikkate alınmıştır. Bulunan firma değeri şirketin kuruluş sermayesinden %30'ye yakın oranda daha yüksek çıktığı görülmüştür. Firma Değerlemesi yaklaşımları oldukça gerçekçi sonuçlar vermektedir. Bulunan değer hem varlıkların güncel değerini yansıtmakta hem de gelecekte elde edilecek nakit akışlarının iskonto edilmesi açısından uygun bir yöntemdir. Sonuç olarak firmanın değerini hem düzeltilmiş aktif yaklaşımıyla hem de iskonto edilmiş nakit akışlarıyla değerlemenin Türkiye'de pek çok firma için uygulanabilir olduğunu düşünüyoruz.

KAYNAKÇA

- PEREK, Ali Atilla - Çağrı Aksoy Hazır, **FVAÖK'in Hesaplanması, Finansal Tablo Analizi ve Şirket Değerleme de Kullanımı**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2016
- GÜRBÜZ, Ali Osman Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul, Literatür Kitabevi, 2004
- ÇAKIÇI, Cemal **Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı**, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2008
- SCHARF, Charles A. ve diğerleri, **Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers**, New Jersey, Prentice Hall, 1991
- STEWART, G. Bennet **The Quest for Value**, Harper Business, New York, 1999
- GÖKÇEN, Gürbüz "Ekonomik Katma Değer (EVA)", **MUFAD Muhasebe Finansman Dergisi**, sayı 24, Ekim 2004

- ÖZTÜRK, Hakkı **Şirket Değerleme Esasları**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009
- ERCAN, Metin Kamil Ünal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı**, 7. Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2012
- CHAMBERS, Nurgül **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayım, İstanbul, 2005
- COPELAND, Thomas E. ve diğerleri, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, 1. Baskı, New York, Wiley & Sons, 1991
- FERNÁNDEZ, Pablo "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations", <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>, (Erişim Tarihi 14.01.2017)