

REYSAŞ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

Şirket Değerleme Raporu

18.05.2018

İSTANBUL

İÇİNDEKİLER

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	3
2. DEĞERLEME AMAÇ ve KONUSU	4
a. Konu ve Amaç:.....	4
b. Değerleme Uzmanın Kimliği:	4
c. Değerlemenin Amacı:	4
3. DEĞERLEMeye KOnU ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	4
a. Genel Bilgiler:	4
b. Amaç ve Faaliyet Konusu:.....	4
c. Ortaklık Yapısı:.....	7
4. EKONOMİK ANALİZ	7
a. Genel Değerlendirme:	7
5. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI ve YÖNTEMLERİ	12
a. Pazar Değeri:	12
b. Değerleme Yaklaşımları:.....	14
c. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler:.....	15
6. DEĞERLEME SONUÇLARI	16
a. Toplama Yöntemi (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi):	16
b. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:.....	17
c. İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi:	18
7. DEĞERLEME SONUÇLARI	18

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Değerleme raporumuz, Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş. talebi sonucunda düzenlenen 04.05.2018 tarihli sözleşmeye istinaden, Reysaş Yatırım Holding A.Ş.’nin (“Reysaş Holding” veya “Şirket”) “**pazar değeri**”ni tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Değerin tespiti ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme uzmanı olarak;

- Raporda 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, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını beyan ederiz.

Bu şartlar altında, raporumuzun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri ayrıntılı olarak açıklanmış sonuçlar arasında Reysaş Yatırım Holding A.Ş.’nin değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam 17.05.2018 tarihi itibarıyla yaklaşık **2.861.893 TL**’dir.

2. DEĞERLEME AMAÇ ve KONUSU

- a. **Konu ve Amaç:** CPATURK Bağımsız Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ("CPATURK") tarafından düzenlenen bu Değerleme Raporu, Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.'nin talebine istinaden, Reysaş Holding'in SPK tarafından yayımlanan 'Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'ne uygun olarak tahmini piyasa değerini tespit etmek amacıyla düzenlenmiştir.
- b. **Değerleme Uzmanın Kimliği:** CPATURK Bağımsız Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş., Taksim-İstanbul adresinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Firmamızın Sermaye Piyasası Kurulu , Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ve Kamu Gözetimi Muhasebe Denetim Standartları Kurumu'ndan alınan KAYİK dahil denetim yetki belgelerine ek olarak, 3568 sayılı Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır. Kurumumuz, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 14.07.2003-18.07.2003 tarihli ve 2003/34 sayılı Kurul Haftalık Kurul Bülteni'nde ilan edilen, değerlendirme hizmeti verecek şirketlere ilişkin esaslara uymaktadır.
- c. **Değerlemenin Amacı:** Rapor, 17.05.2018 tarihi itibarıyla Reysaş Holding'in "pazar değerini" tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporumuzun amacı, Şirket Yönetimi ve ilgili paydaşların yasal, mali ve ticari hususlardaki kararlarında yardımcı olacak bağımsız görüş sunmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca karar almada yardımcı olacak bilgiler sağlamaya yöneliktir. Değerin tespit edilmesi ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

3. DEĞERLEMeye KOnU ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

- a. **Genel Bilgiler:** Reysaş Yatırım Holding A.Ş., 27 Ağustos 2014 tarihinde Ortur Genel Taşımacılık ve Ticaret Anonim Şirketi'nin unvan değiştirmesi ile birlikte Abdurrahmangazi Mahallesi Bahariye Sokak No:8 Sancaktepe İstanbul adresinde kurulmuştur.
- b. **Amaç ve Faaliyet Konusu:** Şirketin esas amacı yurt içinde veya yurt dışında kurulmuş veya kurulacak şirketlerin sermaye ve yönetimine katılarak bu şirketlerin yatırım, finansman, organizasyon ve yönetim işlevlerini toplu bir bünye içerisinde ve modern işletmecilik esasları dahilinde gerçekleştirmek, riski dağıtmak, ekonomik dalgalanmalara karşı yatırımların güvenliğini artırmak ve böylece bu şirketlerin sağlıklı şekilde gelişmelerini ve devamlılıklarını garanti altına almak ve bu amaca uygun ticari, sınai ve mali girişimlerde bulunmaktır. Şirketin yukarıda yazılı amaçları gerçekleştirmek için faaliyet göstereceği konular şunlardır:
 - i. **Şirket Kurma, İştirak Tesisi ve Elden Çıkarma:** Şirket sınai, ticari, zirai, mali, inşaat taahhüt, teknoloji, turizm, tekstil, enerji, gıda, güvenlik,

petrol ve petrol ürünleri, telekomunikasyon ile her türlü denizcilik, havacılık, ulaştırma, taşımacılık, otomotiv, dış ticaret, pazarlama, reklamcılık ve tanıtım konuları ile sigorta, faktoring ve finansal kiralama konularında ve diğer konularda faaliyet gösteren sermaye şirketlerini bizzat kurabilir, kurulmuş olanlara hissedar veya ortaklık sıfatıyla katılabilir. Bu maksatla, kurucu olduğu veya olmadığı şirketlerin sermaye paylarını, intifa senetlerini satın alabilir veya aynı sermaye olarak kendi sermaye artırımlarında kabul edebilir.

- ii. İşletme ve Yatırım Faaliyetleri: Şirket sermaye ve yönetimine katıldığı veya katılmadığı sermaye şirketlerini konularında girişecekleri yatırımlarla kapasiteyi artıran, kaliteyi iyileştiren veya maliyeti düşüren, tevsi veya yenileme yatırımları ile ilgili ön etütler yapabilir. Bunların fizibilitelerini ve finansman dengelerini inceleyerek mali imkanı olduğu takdirde bunlara yukarıda yazılı usullerle sermaye iştirakinde bulunabilir.
- iii. Şirket memleket ve şirket için yararlı yeni yatırım konularını bizzat araştırarak bunlara ait etüt ve incelemeleri yapabilir veya yaptırabilir. Uygun gördüğü yatırım konularını, gerektiğinde diğer sermaye grupları ve halkın iştiraki ile kuracağı şirketler vasıtasıyla gerçekleştirebilir.
- iv. Finansman İşleri: Şirket kendi veya sermaye yönetimi katıldığı şirketlerin ihtiyaçları için bankalardan, dış kredi müesseseleri ve firmalardan teminatlı veya teminatsız kısa, orta veya uzun vadeli kredi alabilir.
- v. Şirket sermayelerin veya yönetimine katıldığı şirketlere münhasır olmak ve aracılık yapmamak kaydı ile teminatlı veya teminatsız finansman yardımlarında bulunabilir. Bu şirketlerin atıl fonları kendi veya hissedarı olduğu şirketler arasında serbestçe ve en uygun şekilde dağıtılması için gerekli tedbir ve kararları alabilir. Bu faaliyetlerin doğurduğu masrafları ve mali hizmet karşılıklarını finansman yardımından faydalanan şirketler arasında faydalanma ölçüsünde dağıtabilir.
- vi. Şirket sermaye ve yönetimine katıldığı şirketlerin satışından doğan her çeşit alacakları devir alabilir. Aracılık ve menkul kıymet portföy yöneticiliği faaliyeti niteliğinde olmamak kaydı ile bunları başkalarına devir ve ciro edebilir. Bu şirketlerin satıcıları ve müşterilerine açtıkları kredileri garanti ettirebilir veya sigorta ettirebilir.
- vii. Şirket sermayesine katıldığı şirketlerin bankalardan, diğer müesseselerden alacakları krediler, ihraç edecekleri tahviller veya vadeli alımlar dolayısıyla yapacakları borçlar için kefalet veya garanti verebilir. Bunlara karşılık gerekirse şahsi teminat, rehin, ipotek gibi kontr garantiler alabilir, vereceği kefalet ve garantiler için piyasa şartlarına uygun bir karşılığı şirketlerden tahsil edebilir.
- viii. Sermaye Piyasası ve Plasman Faaliyetleri: Şirket resmi ve özel kuruluşlar ve iştirak ettiği şirketlerce çıkarılacak ikramiyeli, ikramiyesiz, primli, para iştirakli hisse senedi ile değişebilen erken ödemeye veya

rüçhan haklarına sahip her nevi tahvillere aracılık yapmamak kaydı ile kuponlu veya kuponsuz alabilir veya satabilir.

- ix. Şirket sermaye piyasasının icabı olarak sermaye ve yönetimine katıldığı ve katılmadığı kurulmuş veya kurulacak şirketlerin hisse senedi ve tahvil ihraçları işlemlerine aracılık edebilir. Bunların neticelerini ihraç eden şirketlere veya aracılar karşı garanti edebilir. Hisse senedi için asgari kar payı geri satın alma, başka hisse senetleri ile değiştirme gibi taahhütlere girişebilir. Tahviller için vadesinde veya erken ödeme, hisse senetleri ile değiştirme, belli şartlarda satın alma garantileri verebilir. Bir banka kefaleti ile çıkartılan tahviller için kontrgaranti sağlayabilir. Velhasıl hisse senedi veya tahvil satışlarını kolaylaştıracak ve değerini koruyacak işlemleri yapabilir.
- x. Şirket diğer şirketlerin işletme organizasyonlarını düzenleme, bu şirketleri anlaşmalar dahilinde denetleme, yıllık bütçelerini, faaliyet raporlarının ve uzun vadeli plan ve programların yardımı ile işletme ile ilgili, finansal idari, ticari ve teknik problemlerin çözümüne yardımcı olmak şeklinde faaliyet gösterebilir.
- xi. Müşterek Hizmetler: Şirket hariçten know-how, teknik bilgi, marka, patent ve tasarım gibi fikri ve sınai mülkiyete konu olan hakları satın alabilir veya kiralayabilir ve bunları diğer kuruluşlara satabilir veya bu konularda iç ve dış firmalarla lisans anlaşmaları yaparak bu anlaşmaların bütün mali sonuçları ile başkalarına devredebilir.
- xii. Şirket iştirak ettiği şirketler nezdinde her nevi bilgi işlem makineleri ile servis ve büro hizmetleri sunabilir. Bu makineleri kiraya verebilir.
- xiii. Şirket iştirak ettiği şirketlerin çalışma alanlarına dahil malların veya bu malların imalatında kullanılacak hammaddelerin, yardımcı maddelerin, yedek parçaların ve diğer malların alımını, satımını, ithalatını, ihracatını, naklini, gümrüklemesini ve diğer işleri yapabilir veya yaptırabilir.
- xiv. Şirket iştirak ettiği şirketlerin aldıkları ve/veya sattıkları malları bayilikler kurarak veya mağazalar açarak toptan veya perakende satabilir. Etütten satışa kadar pazarlamanın gerektirdiği nakliye, depolama, ayırma, ambalajlama gibi bütün hizmetleri yapabilir veya yaptırabilir.
- xv. Gayrimenkul Tasarrufları: Şirket amaç ve konularını gerçekleştirmek için alım, inşaat, trampa, bağış şeklinde gayrimenkuller edinebilir veya kiralayabilir, bunları başkalarına devir ve ferağ edebilir, kısmen veya tamamen başkalarına kiraya verebilir, ayrıca kendi gayrimenkulleri üzerinde 3.kişier lehine gerek kendi gerek hissedarları ve ortağı bulunduğu şirketlerin doğmuş ve doğacak borçlarını temin etmek üzere ipotek tesis ve fek edebilir, irtifak ve intifa, sükna hakları kurabilir, medeni kanun hükümleri gereğince ayni ve gayrimaddi haklarla ilgili her çeşit tasarruflarda bulunabilir ve işletme rehni kurabilir. Tapu kütüğünde kira sözleşmelerine ilişkin şerh verdirip, kaldırabilir.

- xvi. Şirket amaç ve konusu ile ilgili olarak her türlü hukuki tasarruflardan doğan hak ve alacaklarının tahsili veya temini, icra, ipotek, menkul rehni, işletme rehni, kefalet gibi ayni ve şahsi her türlü teminatlar alabilir. Bunlarla ilgili olarak tapuda terkin ve tescil işlemlerinde bulunabilir.
- xvii. Sosyal Faaliyetler: Şirket Türk Ticaret Kanunu'nun gerekli hükümleri uyarınca şirketin katıldığı şirketlerin memur, müstahdem ve işçileri için yardım sandıkları, emeklilik vakıfları ve sair sosyal gayeli örgütler kurabilir, fonlar tesis edebilir, bunların yönetimini üzerine alabilir ve mevcutların en iyi şekilde verimli hale getirecek yatırımlara girişebilir.
- xviii. Şirket genel kurul kararı ile bünyesi dışında kendi maksat ve mevzuunu aksatmayaca biçimde sağlık ve/veya eğitim gayeli vakıflar kurabilir, bu çeşit kurulmuş vakıflara katılabilir ve ana sözleşmesinde yer alar diğer işleri gerçekleştirebilir.

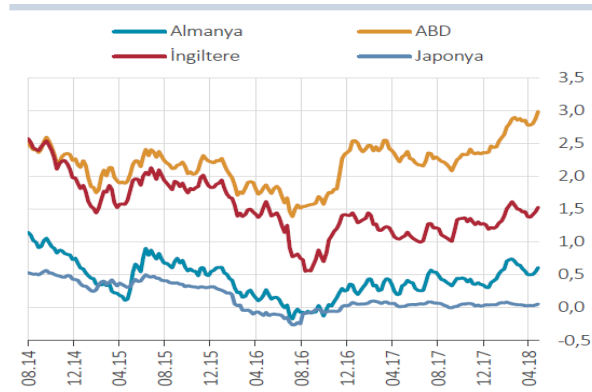
- c. Ortaklık Yapısı: Şirket'in 17.05.2018 tarihli ödenmiş sermayesi 15.000.000 TL'dir. Ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Adı Soyadı	Hisse Değeri (TL)	Pay Oranı (%)
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik A.Ş.	13,493,625 TL	90.0%
Durmuş Döven	1,506,375 TL	10.0%
Toplam	15,000,000 TL	100.0%

4. EKONOMİK ANALİZ

- a. Genel Değerlendirme: Küresel iktisadi faaliyet istikrarlı şekilde güçlenmeye devam ederken küresel enflasyon gelişmeleri ılımlı seyretmektedir. 2018 yılı birinci çeyreği için tahminler küresel büyümede önceki çeyreğe kıyasla yükselişe işaret ederken, yıl geneline dair büyüme tahminleri de gerek gelişmiş ekonomilerde gerekse gelişmekte olan ekonomilerde yukarı yönlü güncellenmektedir. Başta Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası ('FED') ve Avrupa Merkez Bankası ('ECB') olmak üzere, gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının para politikasında normalleşme adımlarını büyük ölçüde beklentiler dahilinde sürdürmeleri nedeniyle uzun vadeli tahvil getirileri yükselmeye devam etmiştir. Ancak, uluslararası ticarete artan korumacılık söylemlerinin küresel ölçekte büyüme, enflasyon ve sermaye akımları üzerindeki muhtemel olumsuz etkilerine dair endişeler, Mart 2018 tarihinden itibaren tahvil getirilerinin bir miktar gerilemesine neden olmuştur.

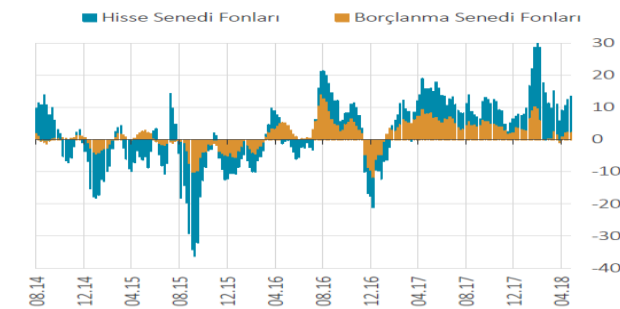
Grafik 1.1: 10 Yıl Vadeli Tahvil Getirileri (%)



Kaynak: Bloomberg.

Küresel risk iştahında Şubat ayında gözlenen bozulmanın etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemiştir.

Grafik 1.2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelen Haftalık Fon Akımları (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimii)

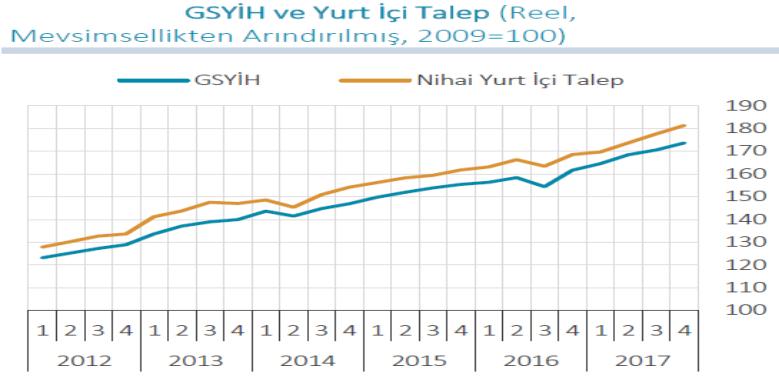


Kaynak: EPFR.

Şubat ayı başından itibaren küresel finansal piyasalarda gözlenen oynaklıklar ve yakın dönemde ABD ile Çin arasında süregelen dış ticaretteki korumacılığa dair tartışmalar gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde yükselişe neden olmuştur. Türkiye'nin ülke risk primi de benzer hareket etmiştir. Risk primindeki artış ve portföy girişlerindeki azalış, Türk lirasının değeri ve ima edilen oynaklığı üzerinde de etkili olmuştur. Yüksek fonlama faizleri nedeniyle artan kredi faizlerine karşın, bankaların kredi standartlarında birinci çeyrekte belirgin bir sıkılaştırma gözlenmemiştir. Kredi Garanti Fonu ('KGF') kaynaklı kefalet imkanının 2017 yılında kredilerde yarattığı ivmelenmenin ortadan kalkması sonucunda ticari kredilerin büyüme eğiliminin tarihsel ortalamalara yakınsadığı, tüketicilere yönelik ihtiyaç ve konut kredilerinin büyüme eğiliminin ise 2017 yılının son çeyreğinde bu yana bir miktar ivme kaybettiği gözlenmiştir.

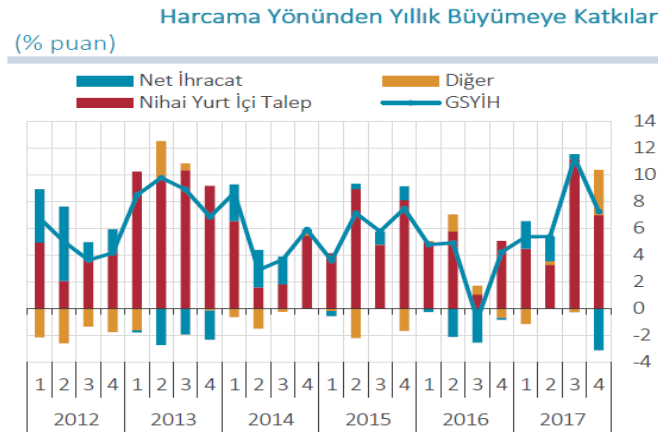
- i. **GSMH'da Gelişmeler:** 2017 yılının son çeyreğinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla dönemli olarak %1,8 yıllık olarak ise %7,3 oranında artış kaydetmiştir.

Böylelikle 2017 yılı büyümesi 2016 yılına kıyasla önemli ölçüde ivmelenerek %7,4 düzeyinde gerçekleşmiştir.



Kaynak: TCMB, TÜİK.

2017 yılı son çeyreğinde dönemli ve yıllık büyümenin kaynağı yurtiçi talep olmuştur. Talep bileşenleri açısından bakıldığında, vergi indirimlerinin sona ermesine rağmen özel tüketimin canlı seyrini koruduğu, kamu tüketiminin ise büyüme desteğinin arttığı görülmektedir. Yatırımlar yıllık büyümeye katkı vermeye devam etse de, dönemlik büyümeyi sınırlandırmıştır. Öte yandan, net ihracat dönemli ve yıllık büyümeye düşürücü yönde katkı yapmıştır.



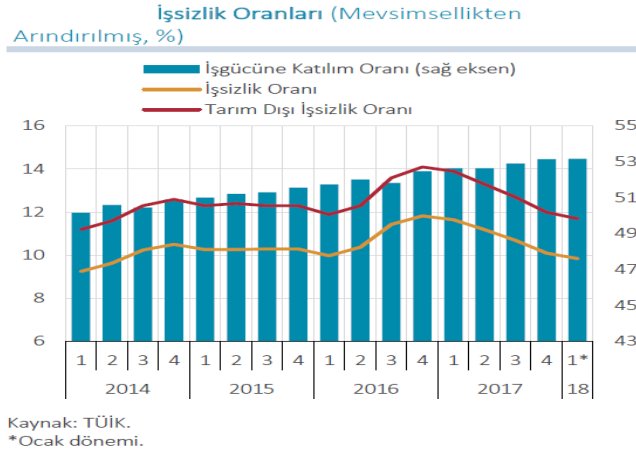
Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Diğer kalemi, stokları ve zincirleme endeksten kaynaklanan istatistiki sapmayı kapsamaktadır.

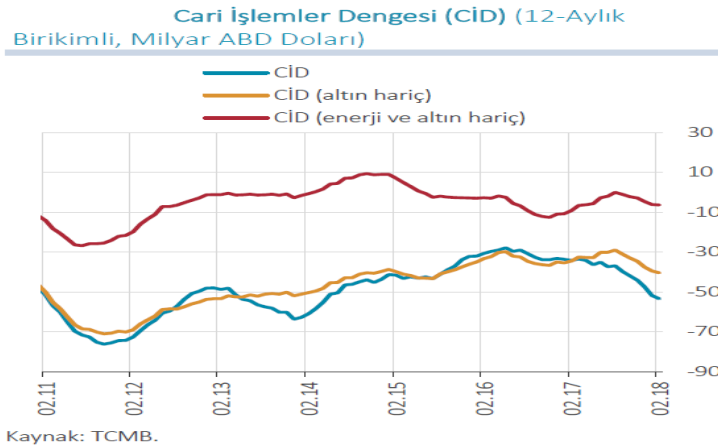
2016 yılının son çeyreğinden itibaren devreye giren tedbir ve teşvikler, iç talep ve iktisadi faaliyetlerdeki canlanmanın geneline yayılmasını sağlayarak 2017 yılında ekonomik büyümenin hızlanmasında belirleyici olmuştur. Yatırımlar tarafında, inşaat yatırımlarının yıl geneline yükseldiği, makine teçhizat yatırımlarının ise yılın ikinci yarısında artış göstermeye başladığı gözlenmiştir. Olumlu seyreden dış talebin ihracatı desteklemesi ve turizmdeki toparlanmanın belirgin katkısına karşın, altın ithalatındaki tarihsel ortalamaların üzerindeki artış nedeniyle 2017 yılında net ihracatın büyümeye

katkısı 0,1 puan ile sınırlı kalmıştır. Altın ithalatı dışarıda bırakıldığında ise bu katkının 1,3 puan olduğu tahmin edilmektedir.

2018 yılı ilk çeyreğe dair açıklanan veriler, iktisadi faaliyetin bir miktar ivme kaybetmekle birlikte güçlü seyrini koruduğunu göstermektedir. İktisadi faaliyetteki seyir iş gücü piyasasına olumlu yansımaya devam etmektedir.



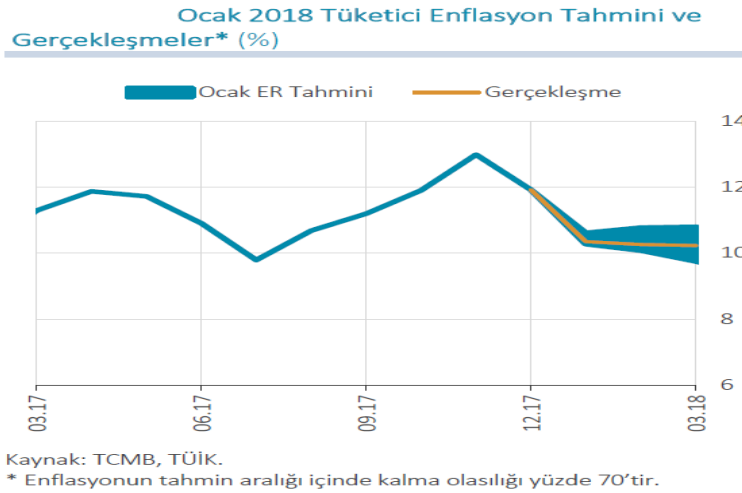
İşgücü piyasasındaki bu görünüm özellikle dayanıksız tüketim malı harcamaları üzerinden özel tüketimi desteklemektedir. Göstergeler, inşaat faaliyetinde olumlu hava koşullarının da etkisiyle artış yaşandığına, makine-teçhizat yatırımlarının da dönemlik bazda yeniden artışa geçeceğine işaret etmektedir. kamu kesimi tüketim ve yatırım harcamaları kanalıyla büyümeyi destekleyici duruşunu korumaktadır. Dış ticaret tarafında, mal ve hizmet ihracatının artışını sürdürdüğü, mal ve hizmet ithalatının ise bir miktar yavaşladığı görülmektedir. Bu görünüme karşın, başta petrol olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen yükseliş, cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiştir.



2018 yılında iktisadi faaliyetin ana eğilimine yönelerek kademeli olarak potansiyel düzeyine yakınsayacağı öngörülmektedir. Reel kurdaki birikimli değer kayıpları, turizmdeki toparlanma ve küresel büyümenin güçlenmesiyle

birlikte mal ve hizmet ihracatının büyümeye güçlü desteğinin sürmesi ve cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir. İktisadi faaliyette öngörülen seyrin işgücü piyasasına olumlu yansımalarının süreceği ve işsizlik oranlarının gerilemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

- ii. **Enflasyon:** Tüketici enflasyonu 2018 yılının ilk çeyreğinde bir önceki çeyrek sonuna kıyasla 1,69 puan azalarak %10,23 olarak gerçekleşmiştir.



Benzer bir görünüm işlenmemiş gıda ve alkol-tütün dışı tüketici enflasyonu tahmininde de izlenmiştir. İlk çeyrekte gıda enflasyonu öngörülere oldukça yakın gerçekleşmiştir. Bu dönemde yıllık enflasyon alt gruplar genelinde yavaşlama gösterse de, tüketici enflasyonu, birikimli maliyet baskılarının sürmesi, güçlü seyreden talep koşulları ve yükselen enflasyon beklentilerine paralel olarak yüksek seyrini korumuştur.

Gıda grubunun yıllık enflasyonundaki gerileme, 2018 yılının ilk çeyreğinde olumlu hava koşullarına bağlı olarak meyve-sebze fiyatlarının düşük oranları artışlar kaydetmesi neticesinde işlenmemiş gıda grubundan kaynaklanmıştır. Bu dönemde işlenmiş gıda enflasyonu ise artış göstermiştir. İşlenmiş gıda enflasyonundaki olumsuz görünümde peynir ve diğer süt ürünleri fiyatları ve Ekmek Tebliği'nde gramaj değişikliği sonrasında birikmiş maliyet baskılarının yansımalarıyla yükselen ekmek fiyatları öne çıkmıştır. Enerji grubunda yıllık enflasyon, yıl başında elektrik fiyatlarında yapılan artışa rağmen, ilk çeyrekte petrol fiyatları ve döviz kurunun görece ılımlı seyretmesien bağlı olarak düşmüştür. Temel mal enflasyonu yıllık bazda gerilemesine karşın, birikimli kur etkileri ve güçlü seyreden talep koşulları nedeniyle yüksek seviyelerini korumuştur. Hizmet grubunda da geçmiş enflasyona endeksleme davranışının yanı sıra asgari ücret artışı kaynaklı maliyet yönlü baskılar nedeniyle yıllık enflasyondaki gerileme sınırlı kalmıştır.

Tüketici fiyatları üzerinde üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskılar sürerken, talep koşullarının güçlü olduğu sektörlerde bu durumun enflasyon üzerindeki etkisi daha belirgin şekilde hissedilmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin yıllık değişimlerinde ve mevsimsellikten arındırılmış verilerle hesaplanan ana eğiliminde bir önceki çeyreğe kıyasla kaydedilen düşüş sınırlı kalmıştır. Enflasyonun yüksek seviyeleri ve enflasyon beklentilerindeki artış, fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri canlı tutmaktadır. Çekirdek enflasyon göstergelerine dair yayılım endeksleri kullanılarak takip edilen fiyat artırma eğilimi, bir önceki çeyreğe kıyasla güçlenerek son yılların en yüksek oranlarına ulaşmıştır. Özetle, eğilim ve fiyatlama davranışına ilişkin takip edilen göstergeler, yıllık ilk çeyreğinde enflasyonun ana eğiliminde yüksek seviyelerin korunduğuna işaret etmektedir.

5. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI ve YÖNTEMLERİ

- a. **Pazar Değeri:** Raporu konu şirket değerlemesi arz ve talep ilkesine uygun pazar değeri esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, Şirket'in el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır. Pazar dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir. Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır:

- i. "Tahmini tutar", ifadesi muvazaasız bir pazar işleminde varlık için para cinsinden ifade edilen fiyat anlamına gelmektedir. Pazar değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, pazarda pazar değeri tanımına uygun olarak makul şartlarda elde edilebilecek en olası fiyattır. Bu fiyat, satıcı tarafından makul şartlarda elde edilebilecek en iyi ve alıcı tarafından makul şartlarda elde edilebilecek en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, özellikle de satışla ilişkili herhangi bir tarafça sağlanmış özel bedeller veya imtiyazlar, standart olmayan bir finansman, sat ve geri kirala sözleşmesi gibi özel şartlara veya koşullara dayanarak artırılmış veya azaltılmış bir tahmini fiyatı veya sadece belirli bir malike veya alıcıya yönelik herhangi bir değer unsurunu kapsamaz.
- ii. "El değiştirmesinde kullanılacak" ifadesi, bir varlığın veya yükümlülüğün değerinin, önceden belirlenmiş bir tutar veya gerçek satış fiyatından ziyade tahmini bir değer olduğu duruma atıfta bulunur.

- Bu fiyat değerlendirme tarihi itibarıyla, pazar değeri tanımındaki tüm unsurları karşılayan bir işlemdeki fiyattır;
- iii. “Değerleme tarihi itibarıyla” ifadesi değerin belirli bir tarih itibarıyla belirlenmesini ve o zamana özgü olmasını gerektirir. Pazarlar ve pazar koşulları değişebileceğinden, tahmini değer başka bir zamanda doğru veya uygun olmayabilir. Değerleme tutarı, pazarın durumunu ve içinde bulunduğu koşulları başka bir tarihte değil sadece değerlendirme tarihi itibarıyla yansıtır;
 - iv. “İstekli bir alıcı arasında” ifadesi alım niyetiyle harekete geçmiş olan, ancak zorunlu kalmış olmayan bir alıcı anlamına gelmektedir. Bu alıcı her fiyattan satın almaya hevesli veya kararlı değildir. Bu alıcı, var olduğunun kanıtlanması veya tahmin edilmesi mümkün olmayan, sanal veya varsayımsal bir pazardan ziyade mevcut pazar gerçeklerine ve mevcut pazar beklentilerine uygun olarak satın alır. Var olduğu kabul edilen bir alıcı pazarın gerektirdiğinden daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Varlığın mevcut sahibi ise pazarı oluşturanlar arasında yer almaktadır.
 - v. “İstekli bir satıcı” ifadesi ise belirli fiyattan satmaya hevesli veya mecbur olmayan, ya da mevcut pazar tarafından makul görülmemeyen bir fiyatta ısrar etmeyen bir satıcı anlamına gelmektedir. İstekli satıcı, fiyat her ne olursa olsun, varlığı uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda açık pazarlarda, pazar şartlarında elde edilebilecek en iyi fiyattan satmak istemektedir. Varlığın asıl sahibinin gerçekte içinde bulunduğu koşullar, yukarıda anılan şartlara dâhil değildir, çünkü istekli satıcı varsayımsal bir maliktir.
 - vi. “Muvazaasız bir işlem” ifadesi, fiyatın pazarın fiyat seviyesini yansıtmasına veya yükseltmesine yol açabilecek, örneğin ana şirket ve bağlı şirket veya ev sahibi ve kiracı taraflar değil, aralarında belirli ve özel bir ilişki bulunmayan taraflar arasında yapılan bir işlem anlamına gelmektedir. Pazar değeri işlemlerinin, her biri bağımsız olarak hareket eden ilişkisiz taraflar arasında yapıldığı varsayılır.
 - vii. “Uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda” ifadesi, varlığın pazara çıkartılarak en uygun şekilde pazarlanması halinde pazar değeri tanımına uygun olarak elde edilebilecek en iyi fiyattan satılmış olması anlamına gelmektedir. Satış yönteminin, satıcının erişime sahip olduğu pazarda en iyi fiyatı elde edeceği en uygun yöntem olduğu kabul edilir. Varlığın pazara çıkartılma süresi sabit bir süre olmayıp, varlığın türüne ve pazar koşullarına göre değişebilir. Burada tek kriter, varlığın yeterli sayıda pazar katılımcısının dikkatini çekmesi için yeterli süre tanınması gerekliliğidir. Pazara çıkartılma zamanı değerlendirme tarihinden önce gerçekleşmelidir,
 - viii. “Tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket etmeleri” ifadesi, istekli satıcının ve istekli alıcının değerlendirme tarihi itibarıyla pazarın durumu, varlığın yapısı, özellikleri, fiili ve potansiyel kullanımları hakkında makul ölçülerde bilgilendirilmiş olduklarını varsaymaktadır.

Tarafların her birinin bu bilgiyi, işlemde kendi ilgili konumları açısından en avantajlı fiyatı elde etmek amacıyla basiretli bir şekilde kullandıkları varsayılır. Basiret, faydası sonradan anlaşılan bir tecrübenin avantajıyla değil, değerlendirme tarihi itibarıyla pazar şartları dikkate alınarak değerlendirilir. Örneğin fiyatların düştüğü bir ortamda önceki pazar seviyelerinin altında bir fiyattan varlıklarını satan bir satıcı basiretsiz olarak kabul edilmez. Bu gibi durumlarda, pazarlarda değişen fiyat koşulları altında varlıkların el değiştirildiği diğer işlemler için geçerli olduğu gibi, basiretli alıcılar veya satıcılar o anda mevcut en iyi pazar bilgileri doğrultusunda hareket edeceklerdir.

- ix. “Zorlama altında kalmaksızın” ifadesi ise taraflardan her birinin zorlanmış olmaksızın veya baskı altında kalmaksızın bu işlemi yapma niyetiyle harekete geçmiş olmasıdır.
- b. **Değerleme Yaklaşımları:** Şirket değerlemesinde 3 farklı yaklaşım kullanılmaktadır ve bu yaklaşımlar aşağıda özetlenmiştir.

- i. **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 hisse 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 esası 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.
- ii. **Varlık (Maliyet) Yaklaşımı:** Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.
- iii. **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 akışı 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 akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, 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, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılacak nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

c. **Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler:** Pazar değerini tahmin etmek amacıyla en sık kullanılan yaklaşımlar arasında gelir indirgeme yaklaşımı, varlık esaslı (maliyet) yaklaşım ve emsal karşılaştırma yaklaşımı yer almaktadır. Değerleme çalışmamızda Maliyet Esaslı Yaklaşımlar'dan Toplama Yöntemi, Emsal Esaslı Yaklaşımlar'dan Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi ve Gelir Esaslı Yaklaşımlar'dan İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi kullanılmıştır.

i. **Toplama Yöntemi:** Dayanak varlık yöntemi olarak da nitelendirilen toplama yöntemi, genellikle yatırım şirketleri veya değerlerin esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılmaktadır. Toplama yönteminin temel adımları; değerlendirme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi, değerlendirme konusu varlığın değerine ulaşabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması olarak özetlenebilir.

ii. **Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi:** Şirketin değerlemesinde aynı sektördeki faaliyet konusu benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değerlerin tespit edildiği bu yöntem karşılaştırılabilir şirket analizi ve karşılaştırılabilir işlemler analizi olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde, değerlendirme yapılan şirketin mali tabloları benzer şirketlerin finansal rasyoları ile karşılaştırılmaktadır. Benzer şirketlerin hisse değerleri bulunmakta ve bu şirketlerin finansal oranları analiz edilerek bu veriler şirketin verileri ile karşılaştırılmaktadır.

Karşılaştırılabilir işlemler analizi yönteminde ise benzer şirketlerin yurtiçinde ve dünyada gerçekleşmiş satış işlemleri araştırılmakta, bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları şirketin büyüklüğü ile karşılaştırılmaktadır. Bu yöntemde şirketlerin faaliyet gösterdiği veya satış işleminin gerçekleştiği özel koşullar açıklanmamış olabileceğinden çıkan neticeler dikkatle değerlendirilmelidir.

iii. **İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi:** İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi'nde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülmüştür. İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırım verilerinden elde edilen) ifade edilmektedir. Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörle ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir. Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. İskonto kullanan indirgeme yaklaşımlarında beklenen büyüme, gelecekteki kazanç akışının tahmininde dikkate alınmalıdır. İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. İndirgeme oranı veya iskonto oranı, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Tahmini gelir, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır ve tahmini gelir gerçek esaslarla (denge fiyatlar) ifade edilirken de gerçek oranlar kullanılmalıdır.

6. DEĞERLEME SONUÇLARI

a. **Toplama Yöntemi (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi):** Şirket'in aktifinde kayıtlı olan ve aşağıda değerleri bulunan arsaların 16.05.2018 tarihinde satışı gerçekleştirilmiştir.

Hesap Adı	Alım Tarihi	Alım Değeri (Defter Değeri)	Satış Değeri
KIRKLARELİ E18B17A PAFTA 108 ADA 18 PARSEL	23.08.2011	2.169.416	13.500
TEKİRDAĞ F19D04C PAFTA 1268 PARSEL 14050M2	06.05.2011	592.271	15.500
TEKİRDAĞ F19D03C PAFTA 297 PARSEL 21,00	13.05.2011	1.290.271	23.000
TEKİRDAĞ F19D05D PAFTA 988 PARSEL 14,10	21.04.2011	718.698	15.500
TEKİRDAĞ F19D05D PAFTA 987 PARSEL 14,65	21.04.2011	745.698	16.000
TEKİRDAĞ F19D04B-F PAFTA 469 PARSEL 6,0	21.04.2011	253.698	7.000
TEKİRDAĞ F19D04B PAFTA 466 PARSEL 4,800	21.04.2011	205.698	5.500
TEKİRDAĞ F19D04B PAFTA 465 PARSEL 5 050	21.04.2011	215.698	6.000
TEKİRDAĞ F19D04C PAFTA 1321 PARSEL 14,6	28.03.2011	586.000	16.000
TEKİRDAĞ F19D04C PAFTA 1393 PARSEL 28,3	28.03.2011	1.151.573	31.000
TEKİRDAĞ F19D05D PAFTA 1139 PARSEL 13	03.06.2011	940.175	14.500
TEKİRDAĞ 13 PAFTA 1988 PARSEL 19,750	22.06.2011	1.224.395	21.500
KOCAELİ KARTEPE 19.0.III.C PAFTA 1927 PARSEL	09.02.2011	22.500	9.458
KOCAELİ KARTEPE 19.0.III.C PAFTA 1915 PARSEL	09.02.2011	22.500	9.978
TEKİRDAĞ F19D09B PAFTA 1676 PARSEL 5,70	17.10.2011	348.093	6.500
TEKİRDAĞ F19D04C PAFTA 1327 PARSEL 12,0	17.10.2011	600.000	13.500
TEKİRDAĞ F19D03C PAFTA 416 PARSEL 10,7	17.10.2011	537.500	11.750
TEKİRDAĞ F19D09B PAFTA 1684 PARSEL 9,7	17.10.2011	485.000	10.500
Toplam Arsa Değeri		12.109.181	246.685

Yukarıda detayları verilen arsaların, 16.05.2018 tarihinde Reysaş Taşımacılık ve Lojistik A.Ş.'ye 246.685 TL'ye satışı gerçekleştirilmiştir. Şirket yönetimi tarafından alınan bilgiye göre, arsaların imar durumları, coğrafik konumları ve arsaların bulunduğu ilçelerin belediyeleri tarafından belirlenen arsa rayiç bedelleri dikkate alınarak satış bedelinin belirlendiği beyan edilmiştir. Arsaların defter değerleri göz önünde bulundurulduğunda Şirket, bu satış işlemi neticesinde 11.862.495,5 TL satış zararı yazmıştır. Çalışmamızda kullanılan finansal tablolara bu satışın etkisi yansıtılmıştır. Şirket'in finansal tablolarında diğer hesap kalemlerinin piyasa değerleriyle paralel olduğu öngörülmüştür.

Reysaş Yatırım Holding A.Ş. Bilançosu	17.05.2018
ÖZKAYNAKLAR	2.861.893
Ödenmiş Sermaye	15.000.000
Sermaye	15.000.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	0
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	0
Sermaye Düzeltmesi Olumsuz Farkları (-)	0
Sermaye Avansları	0
Sermaye Yedekleri	0
Hisse Senetleri İhraç Primleri	0
Hisse Senedi İptal Karları	0
MDV Yeniden Değerleme Artışları	0
İştirakler Yeniden Değerleme Artışları	0
Diğer Sermaye Yedekleri	0
Kar Yedekleri	14.799
Yasal Yedekler	14.799
Statü Yedekleri	0
Olğanüstü Yedekler	0
Diğer Kar Yedekleri	0
Özel Fonlar	0
Geçmiş Yıllar Karları	281.173
Geçmiş Yıllar Karları	281.173
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-581.941
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-581.941
Dönem Net Karı (Zararı)	-11.852.137
Dönem Net Karı	0
Dönem Net Zararı (-)	-11.852.137

Reysaş Yatırım Holding A.Ş.'nin 17.05.2018 tarihli bilançosu esas alındığında Toplama Değeri (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri) **2.861.893 TL** olarak hesaplanmaktadır.

- b. **Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:** Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde, değerlemeye konu şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Değerlemeye konu Şirket'in faaliyet alanı olan holding sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da kote olan 47 adet şirket bulunmaktadır. Çalışmamızda, değerlemeye konu Şirket'in holding firması olması, Şirket'in değerini oluşturan faktörün, sahip olduğu varlıklar olması ve bu varlıkların

değerleri ile Şirket'in aktifinde yer alıyor olması nedeniyle aktif bazlı çarpanlar kullanılmıştır.

Bu şirketlerin arasında Avrupa Yatırım Holding A.Ş., Denge Yatırım Holding A.Ş., MMC Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş., Umpaş Holding A.Ş. ve İttifak Holding A.Ş.'nin 31.03.2018 tarihli finansal tabloları Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ('KAP') açıklanmadığı için değerlendirme çalışmamıza dahil edilmemiştir.

Çalışmamızda Şirket'in de benzer şirketlerin olduğu gibi Holding firması olması ve gelir elde etme potansiyeli olan varlıklarının yatırım tutarlarının aktifinde yer alması gerekmesi nedeniyle aktif bazlı çarpanlardan piyasa değeri/net defter değeri ve piyasa değeri/toplam aktif çarpanları dikkate alınmıştır. Çalışmada her iki çarpandan elde edilen değer eşit oranda ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,78	2.861.893	2.240.769	50%	1.120.385
Piyasa Değeri/Aktif	0,74	2.915.556	2.161.342	50%	1.080.671
Emsal Değer				1,00	2.201.056

Reysaş Yatırım Holding A.Ş.'nin Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne göre 17.05.2018 tarihli pazar değeri **2.201.056 TL** olarak hesaplanmaktadır.

- c. **İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi:** Şirket, 27 Ağustos 2014 tarihinde Ortur Genel Taşımacılık ve Ticaret Anonim Şirketi'nin unvan değiştirmesi ile birlikte Abdurrahmangazi Mahallesi Bahariye Sokak No:8 Sancaktepe İstanbul adresinde kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet alanı holding şirketi olarak varlık yönetimi, şirketler iştirak edilmesi ve şirketlerin yönetilmesi olmakla birlikte, Şirket'in şu an için yatırım portföyünde herhangi bir iştirak bulunmamaktadır. Şirket'in holdin firması olması nedeniyle tek gelirinin varlık/iştirak yönetiminden elde edilen gelirler olması fakat şu anki varlık portföyünde herhangi bir iştirak bulunmaması nedeniyle Şirket'in İNA yöntemine göre değeri hesaplanamamıştır.

7. DEĞERLEME SONUÇLARI

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esasını 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.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	Anlamlı Değildir
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	2.201.056 TL
Varlık Yaklaşımı (Düzeltilmiş Özvarlık Değeri)	2.861.893 TL

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre değeri, Şirket'in mevcut portföyünde herhangi bir iştirak ya da varlık olmaması nedeniyle hesaplanamamıştır.

Yukarıda da bahsedildiği üzere Reysaş Holding, varlık portföyünde herhangi bir iştirak olmaması nedeniyle, Borsadaki Emsaller Yöntemi'ne göre değer tespiti gerçekleştirilirken kullanılan Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Sektörü şirketlerinden faaliyet yönüyle ayrılmaktadır. Dolayısıyla, bu yöntemle göre bulunan değer, Şirket'in Pazar değerini gerçekçi olarak yansıtmadığını düşünmekteyiz.

Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Ancak, maliyet yaklaşımı bazen, özellikle aşağıdaki durumlarda, işletmelerin değerlemesinde uygulanmaktadır:

- İşletmenin, kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması,
- İşletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9. nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması, ve/veya
- İşletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi.

Yukarıdaki varsayımlar ışığında, işletmenin varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşması nedeniyle Reysaş Yatırım Holding A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam Toplama Yöntemi ile hesaplanmış olup, bu değer yaklaşık **2.861.893 TL**'dir.

EKLER

- 1. Şirket'in Mali Tabloları**
- 2. Karşılaştırılabilir Şirket Listesi**

Reysaş Yatırım Holding A.Ş. Bilançosu	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	17.05.2018
DÖNEN VARLIKLAR	2.679.711	2.656.172	2.607.825	2.915.556
Hazır Değerler	56	56	0	0
Bankalar	56	56	0	0
Ticari Alacaklar	2.665.230	2.637.138	2.582.171	2.887.059
Alıcılar	0	0	1.030.000	1.334.887
Alacak Senetleri	2.664.275	2.637.138	1.552.171	1.552.171
Diğer Ticari Alacaklar	955	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	955	955	955
Diğer Çeşitli Alacaklar	0	955	955	955
Diğer Dönen Varlıklar	14.425	18.023	24.698	27.542
Devreden KDV	10.192	13.790	20.465	22.414
İndirilecek KDV	0	0	0	895
İş Avansları	4.233	4.233	4.233	4.233
DURAN VARLIKLAR	12.109.181	12.109.181	12.109.181	0
Maddi Duran Varlıklar	12.109.181	12.109.181	12.109.181	0
Arazi ve Arsalar	12.109.181	12.109.181	12.109.181	0
AKTİFLER	14.788.892	14.765.353	14.717.006	2.915.556

KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	2.130	4.603	1.851	53.663
Ticari Borçlar	1.026	3.724	34	0
Satıcılar	1.026	3.724	34	0
Diğer Borçlar	0	0	0	2.702
Ortaklara Borçlar	0	0	0	2.702
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	1.104	879	1.817	1.627
Ödenecek Vergi ve Fonlar	1.104	879	1.442	500
Ertelenmiş Vergi ve Diğer Yükümlülükler	0	0	375	1.127
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0	0	49.334
Hesaplanan KDV	0	0	0	49.334
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	5.431	2.468	1.125	0
Diğer Borçlar	5.431	2.468	1.125	0
Kamuya Olan Ertelenmiş veya Taksitlendirilmiş Borçlar	5.431	2.468	1.125	0
ÖZKAYNAKLAR	14.781.331	14.758.281	14.714.030	2.861.893
Ödenmiş Sermaye	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Sermaye	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000
Kar Yedekleri	14.799	14.799	14.799	14.799
Yasal Yedekler	14.799	14.799	14.799	14.799
Geçmiş Yıllar Karları	281.173	281.173	281.173	281.173
Geçmiş Yıllar Karları	281.173	281.173	281.173	281.173
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-486.165	-514.640	-537.690	-581.941
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-486.165	-514.640	-537.690	-581.941
Dönem Net Karı (Zararı)	-28.476	-23.050	-44.251	-11.852.137
Dönem Net Karı	0	0	0	0
Dönem Net Zararı (-)	-28.476	-23.050	-44.251	-11.852.137
PASİFLER	14.788.892	14.765.353	14.717.006	2.915.556

Reysaş Yatırım Holding A.Ş. Gelir Tablosu	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	17.05.2018
Brüt Satışlar	0	0	0	0
Yurtiçi Satışlar	0	0	0	0
Yurtdışı Satışlar	0	0	0	0
Diğer Gelirler	0	0	0	0
Satış İndirimleri (-)	0	0	0	0
Satıştan İadeler (-)	0	0	0	0
Satış İskontoları (-)	0	0	0	0
Diğer İndirimler (-)	0	0	0	0
Net Satışlar	0	0	0	0
Satışların Maliyeti (-)	0	0	0	0
Satılan Mamuller Maliyeti (-)	0	0	0	0
Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	0	0	0	0
Satılan Hizmet Maliyeti (-)	0	0	0	0
Diğer Satışların Maliyeti (-)	0	0	0	0
Brüt Kar/Zarar	0	0	0	0
Faaliyet Giderleri (-)	-24.686	-21.808	-41.445	-16.223
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	-24.686	-21.808	-41.445	-16.223
Faaliyet Karı/Zararı	-24.686	-21.808	-41.445	-16.223
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	0	0	0	27.392
İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0	0	0
Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0	0	0
Faiz Gelirleri	0	0	0	27.392
Komisyon Gelirleri	0	0	0	0
Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0	0	0
Menkul Kıymet Satış Karları	0	0	0	0
Kambiyo Karları	0	0	0	0
Reeskont Faiz Gelirleri	0	0	0	0
Enflasyon Düzeltmesi Karları	0	0	0	0
Faaliyetle İlgili Diğer Gelir ve Karlar	0	0	0	0
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zararları (-)	0	0	0	0
Komisyon Giderleri (-)	0	0	0	0
Karşılık Giderleri (-)	0	0	0	0
Menkul Kıymet Satış Zararları (-)	0	0	0	0
Kambiyo Zararları (-)	0	0	0	0
Reeskont Faiz Giderleri (-)	0	0	0	0
Enflasyon Düzeltmesi Zararları (-)	0	0	0	0
Diğer Gider ve Zararlar (-)	0	0	0	0
Finansman Giderleri (-)	-3.352	-1.209	-56	0
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-3.352	-1.209	-56	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0	0
Olağan Kar/Zarar	-28.037	-23.017	-41.501	11.169
Olağandışı Gelir ve Karlar	1.763	0	0	-11.862.496
Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0	0	0
Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0	0	0
Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	1.763	0	0	-11.862.496
Olağandışı Gider ve Zararları (-)	-2.201	-33	-2.750	-810
Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları (-)	0	0	0	0
Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0	0	0
Diğer Olağandışı Gider ve Zararları (-)	-2.201	-33	-2.750	-810
Dönem Karı/Zararı	-28.476	-23.050	-44.251	-11.852.137
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	0	0	0	0
DÖNEM NET KAR/ZARARI	-28.476	-23.050	-44.251	-11.852.137

BIST Holding*	Piyasa Değeri	Hisse Fiyatı	Özsermaye	Defter Değeri	PD/DD	Toplam Aktif	PD/Aktif
AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	5.839.969.300	23,98	243.535.000	5.915.386.000	0,99	45.486.796.000	0,13
Alarko Holding A.Ş.	1.508.402.250	6,75	223.467.000	1.254.995.315	1,20	2.564.126.123	0,59
Artı Yatırım Holding A.Ş.	23.600.000	2,36	10.000.000	21.276.531	1,11	45.488.208	0,52
Atlantis Yatırım Holding A.Ş.	6.080.000	0,76	8.000.000	2.556.977	2,38	12.891.065	0,47
Bera Holding A.Ş.	987.224.000	2,89	341.600.000	1.299.409.454	0,76	2.965.379.902	0,33
Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.	1.136.250.000	40,40	28.125.000	998.631.294	1,14	1.023.854.265	1,11
Boyner Perakende ve Tekstil Yatırımları A.Ş.	2.221.374.000	8,62	257.700.000	-140.097.358	-15,86	4.566.712.890	0,49
Cosmos Yatırım Holding A.Ş.	6.900.000	1,15	6.000.000	-590.246	-11,69	21.181.441	0,33
Dagi Yatırım Holding A.Ş.	15.660.000	1,45	10.800.000	15.844.429	0,99	17.806.188	0,88
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	3.559.035.680	1,36	2.616.938.000	2.533.474.000	1,40	10.070.060.000	0,35
Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı A.Ş.	1.050.000.000	10,00	105.000.000	1.846.887.427	0,57	1.913.139.934	0,55
Egeli & Co Enerji Yatırımları A.Ş.	10.800.000	0,54	20.000.000	22.790.408	0,47	23.358.633	0,46
Egeli & Co Yatırım Holding A.Ş.	5.600.000	0,14	40.000.000	1.235.248	4,53	6.505.418	0,86
Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar San. ve Tic. A.Ş.	2.967.175.800	4,33	685.260.000	3.532.205.000	0,84	3.933.329.000	0,75
Euro Yatırım Holding A.Ş.	43.800.000	0,73	60.000.000	47.684.078	0,92	72.175.436	0,61
Gedik Yatırım Holding A.Ş.	43.500.000	1,45	30.000.000	42.883.904	1,01	52.573.794	0,83
Global Yatırım Holding A.Ş.	1.274.223.683	3,91	325.888.410	1.048.888.450	1,21	4.515.572.286	0,28
GSD Holding A.Ş.	423.000.000	0,94	450.000.000	994.419.000	0,43	1.712.223.000	0,25
Güler Yatırım Holding A.Ş.	54.900.000	1,83	30.000.000	46.349.729	1,18	114.630.487	0,48
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	21.424.242.000	10,50	2.040.404.000	27.048.810.000	0,79	363.726.427.000	0,06
İşıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.	201.130.421	0,37	543.595.733	29.416.743	6,84	513.994.592	0,39
İhlas Holding A.Ş.	403.104.000	0,51	790.400.000	550.239.320	0,73	2.861.890.702	0,14
İhlas Yayın Holding A.Ş.	102.000.000	0,51	200.000.000	128.152.806	0,80	354.038.039	0,29
İşbir Holding A.Ş.	203.212.800	320,00	635.040	157.548.533	1,29	610.351.059	0,33
Kapital Yatırım Holding A.Ş.	5.865.000	1,38	4.250.000	5.005.189	1,17	5.099.972	1,15
Kervansaray Yatırım Holding A.Ş.	323.677.794	0,55	588.505.080	353.999.898	0,91	1.135.244.546	0,29
Koç Holding A.Ş.	41.436.573.320	16,34	2.535.898.000	29.253.664.000	1,42	110.507.829.000	0,37
Marka Yatırım Holding A.Ş.	24.978.100	1,19	20.990.000	59.046.786	0,42	101.567.729	0,25
Mazhar Zorlu Holding A.Ş.	56.672.280	5,23	10.836.000	-27.816.633	-2,04	170.688.155	0,33
Metro Ticari ve Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.	294.000.000	0,98	300.000.000	1.169.662.300	0,25	1.615.869.263	0,18
Net Holding A.Ş.	1.251.804.580	2,22	563.875.937	2.792.700.040	0,45	4.362.615.992	0,29
Ostim Endüstriyel Yatırımlar ve İşletme A.Ş.	78.840.000	1,46	54.000.000	112.453.013	0,70	294.034.884	0,27
Polisan Holding A.Ş.	2.442.000.000	6,60	370.000.000	1.473.683.324	1,66	2.099.864.396	1,16
Ral Yatırım Holding A.Ş.	28.560.000	1,36	21.000.000	13.554.505	2,11	14.417.242	1,98
Salix Yatırım Holding A.Ş.	21.900.000	4,38	5.000.000	4.515.035	4,85	4.717.939	4,64
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	8.675.150.280	23,88	363.281.000	4.012.309.000	2,16	14.201.105.000	0,61
Tekfen Holding A.Ş.	6.308.500.000	17,05	370.000.000	3.008.806.000	2,10	9.836.624.000	0,64
Turcas Petrol A.Ş.	653.400.000	2,42	270.000.000	662.367.538	0,99	1.367.098.941	0,48
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	11.610.000.000	5,16	2.250.000.000	10.150.059.000	1,14	22.875.625.000	0,51
Ufuk Yatırım Yönetim ve Gayrimenkul A.Ş.	111.495.577	2,38	46.846.881	264.197.194	0,42	381.091.867	0,29
Verusa Holding A.Ş.	2.024.400.000	28,92	70.000.000	211.750.588	9,56	349.751.239	5,79
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.	141.750.000	21,00	6.750.000	249.774.191	0,57	329.493.732	0,43
Ortalama Sektör Çarpanı					0,78		0,74

*31.03.2018 tarihli veriler