

Yukarıdaki rasyolar yardımıyla ulaşılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) % 10,45 olarak hesaplanmıştır.

(AOSM)	(Wd*Cd*(1-t))+(We*Ce)	0,1045
Borçlanma Oranı	Wd	0,6610
Borçlanma Maliyeti	Cd	0,1100
Vergi Oranı	t	0,2000
Sermaye Oranı	We	0,3390
Sermaye Maliyeti	Ce	0,1366
Sermaye Maliyeti (Ce)	(Rf + β * (Rm – Rf))	0,1366
Risksiz Getiri Oranı	Rf	0,0806
Beta	B	1,0000
Piyanın Beklenen Getirisi	Rm	0,1366
Piyanın Beklenen Getirisi (Rm)	Rf + Ülke riski + Firma Riski	0,1366
Risksiz Getiri Oranı	Rf	0,0806
Ülke Riski	Ürp	0,0360
Firma Özel Riski	Fr	0,0200

Devam Eden Değer (Nihai (Uç) değer)

Bir şirketin faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık ciddi bir değişimin yaşanmayacağı dönemi ifade etmektedir. Başka bir deyişle olgunluk safhasına ulaşan şirketin nakit akımlarının sonsuza kadar bu seviyede devam edeceği varsayımına dayanır. Uç değer aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$\frac{(\text{Projeksiyonun son döneminde elde edilen nakit akımı}) * (1 + \text{Nakit Akışının Büyüme Hızı (G)})}{(\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)} - \text{Nakit Akışının Büyüme Hızı (G)})}$$

Sonsuz Büyüme Oranı (G):

Sonsuz Büyüme Oranı; olgunluk safhasına ulaşan nakit akımlarının sonsuza kadar büyüyeceği büyüme oranıdır.

Büyüme beklentisi Türkiye Cumhuriyeti hükümeti tarafından açıklanan 2015-2017 makroekonomik hedeflerini kapsayacak Orta Vadeli Programda öngörülen oranlarla uyumlu seçilmiştir. G : % 4,5 olarak belirlenmiştir.

3) Duyarlılık Analizi

Markanın Rolü indeksi 100 puan üzerinden 42 olarak belirlenmiştir Bu puanlamanın daha farklı şekilde yapılmış olması ve sonsuz büyüme oranı (G)'nin farklı tahmin edilmiş olması durumunda marka değerindeki değişimler aşağıdaki gibi gerçekleşecektir.

		Sonsuz Büyüme Oranı (G)				
		0,0350	0,0400	0,0450	0,0500	0,0550
Markanın Rolü	40	43.450.909	46.220.054	49.454.680	49.454.680	57.884.705
	41	44.537.181	47.375.555	50.691.047	50.691.047	59.331.823
	42	45.623.454	48.531.057	51.927.414	51.927.414	60.778.941
	43	46.709.727	49.686.558	53.163.780	53.163.780	62.226.058
	44	47.796.000	50.842.059	54.400.147	54.400.147	63.673.176

8.2 İsim Haklarından Kurtulma (Relief from royalties)

1) Yöntemin tanımı

İsim Haklarından Kurtulma (Relief from Royalties) Yöntemi ile değerlendirme yapılırken, markaya sahip olunmayıp, markanın kullanımı karşılığında bir isim hakkı (royalty) bedeli ödendiği varsayılmaktadır. Markaya sahip olmak için yapılacak vergi sonrası isim hakkı (post tax royalty) ödemeleri belirlenerek, markaya sahip olunmakla tasarruf edilen tutar hesaplanmaktadır. İsim hakkı genellikle satışların belli bir oranı olarak hesaplanmakta ve geleceğe dönük olarak tahmin edilen satış rakamlarına uygulanmaktadır.

Gelecek yıllarda ödeneceği tahmin edilen isim hakkı bedelleri iskonto edilerek, isim hakkı ödemelerinin toplam güncel değeri hesaplanmaktadır.

Bu tutar, markanın o andaki değeri olmaktadır. İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi, uygulanabilir olmasından dolayı en çok kullanılan marka değerlendirme yöntemleri arasında yer almaktadır.

ABD Vergi İdaresi, markanın gerçek değerinde satılmasını ve ödenen isim hakkının ABD'deki ticari oranlarla paralel olmasını şart koşmaktadır. ABD'de isim hakkı bedeli satışların belli bir oranı olarak (genellikle %1 ile %5 arasında) belirlenmektedir.

İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi'nde öncelikle isim hakkı oranının belirlenmesi gerekmektedir. Oran belirlenirken aynı sektörde benzer nitelikteki markalar için ödenen isim hakkı bedellerinden bir emsal oluşturulmalıdır. Bu yöntemle göre marka değerlemesi yapmak için gelecek yıllara ilişkin satış rakamlarının tahmin edilmesi ve uygun bir isim hakkı bedelinin tespit edilmesi gerekmektedir.

İsim Haklarından Kurtulma modeli 4 aşamadan oluşmaktadır. Bunlar:

- 1) Finansal Tahmin
- 2) Royalty Oranının Belirlenmesi
- 3) İskonto Oranının Hesaplanması
- 4) Marka Değerinin Hesaplanması

Finansal Tahmin: Bu aşamada, markayı taşıyan ürün ya da servisten gelecekte elde edilecek satış gelirleri tahmin edilmektedir.

Royalty Oranının Belirlenmesi: Markaya sahip olunmayıp, markanın kullanımı karşılığında bir isim hakkı (royalty) bedeli ödenmesin durumunda ödenen bedelin net satışlara oranı olarak belirlenmiştir.

İskonto Oranının Hesaplanması: İskonto oranı; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak belirlenmiştir.

Marka Değerinin Hesaplanması: Marka değeri, tahmin edilen Royalty gelirlerinin, belirlenen iskonto oranına göre net bugünkü değerine getirilmesi ile hesaplanmaktadır.

2) Marka Değerini Hesaplanması

	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Satış Geliri	507.094.254	564.395.905	626.479.455	695.392.195	768.408.375
Royalty Oranı	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Royalti Geliri	507.094	564.396	626.479	695.392	768.408
Iskonto oranı	0,1045	0,1045	0,1045	0,1045	0,1045
Iskonto faktörü	0,9054	0,8197	0,7422	0,6720	0,6084
Net Bugünkü Değer	459.121	462.658	464.966	467.286	467.502
Projeksiyon dönemine ait indirgenmiş marka gelirleri toplamı					2.321.533
Projeksiyon sonrası devam eden değer					8.212.119
Toplam Değer					10.533.652

Aşağıda ifade edilen varsayım ve sınırlamalar çerçevesinde Royaltylerden Kurtulma Yöntemi'ne göre Anel markasının değeri **10.533.652 TL** olarak hesaplanmıştır.

İsim Haklarından Kurtulma yöntemine göre yapılan hesaplamada kullanılan önemli varsayım ve sınırlamalar

Satış Geliri

Değerleme çalışmamızda 8.1 interbrand metodu ile marka değerlemesinde kullanılan finansal tahminlerden faydalanılmış ve royalty oranı satış hasılatı ile çarpılarak royalty gelirleri belirlenmiştir.

Royalty Oranı

Türkiye'de, ANEL ELEKTRİK'in faaliyet gösterdiği sektörde kamuya açıklanmış ödenen bir royalty bedeli bulunmamaktadır.

ABD Vergi İdaresi, markanın gerçek değerinde satılmasını ve ödenen isim hakkının ABD'deki ticari oranlarla paralel olmasını şart koşmaktadır. ABD'de isim hakkı bedeli satışların belli bir oranı olarak (genellikle %1 ile %5 arasında) belirlenmektedir.

ANEL ELEKTRİK'in royalty oranı belirlenirken ihtiyatlılık kavramı çerçevesinde ve ülke şartları da göz önünde bulundurularak satış hasılatının 1/1000'i (0,001) olarak belirlenmiştir.

Iskonto oranı

8.1 İnterbrand metodu ile marka değerlemesi bölümünde anlatıldığı şekilde hesaplanmış ve AOSM % 10,45 olarak tespit olunmuştur.

Devam Eden Değer (Nihai (Uç) değer)

8.1 İnterbrand metodu ile marka değerlemesi bölümünde anlatıldığı şekilde kullanılmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı (G):

8.1 İnterbrand metodu ile marka değerlemesi bölümünde anlatıldığı şekilde Sonsuz Büyüme Oranı (G) % 4,5 olarak belirlenmiştir.

3) Duyarlılık Analizi

Farklı royalty oranı ve farklı sonsuz büyüme oranları tahmin edilmiş olması durumunda marka değerindeki değişimler aşağıdaki gibi gerçekleşecektir.

		Royalty Oranı				
		0,001	0,002	0,003	0,004	0,005
(G)	0,035	9.284.606	18.569.213	27.853.819	37.138.425	46.423.031
	0,040	9.860.709	19.721.418	29.582.127	39.442.836	49.303.545
	0,045	10.533.652	21.067.304	31.600.956	42.134.607	52.668.259
	0,050	11.330.093	22.660.186	33.990.279	45.320.373	56.650.466
	0,055	12.287.464	24.574.928	36.862.392	49.149.856	61.437.320

9. SONUÇ

ANEL markasının değerini tespit amacıyla iki farklı yöntem kullanılmıştır.

Raporun ilgili bölümlerinde anlatılan açıklamalar çerçevesinde iki farklı yöntemle göre belirlenmiş Marka değerleri aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

	Marka Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Marka Değeri
İnterbrand	51.927.414	0,50	25.963.707
İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi	10.533.652	0,50	5.266.826
Marka Değeri		1,00	31.230.533