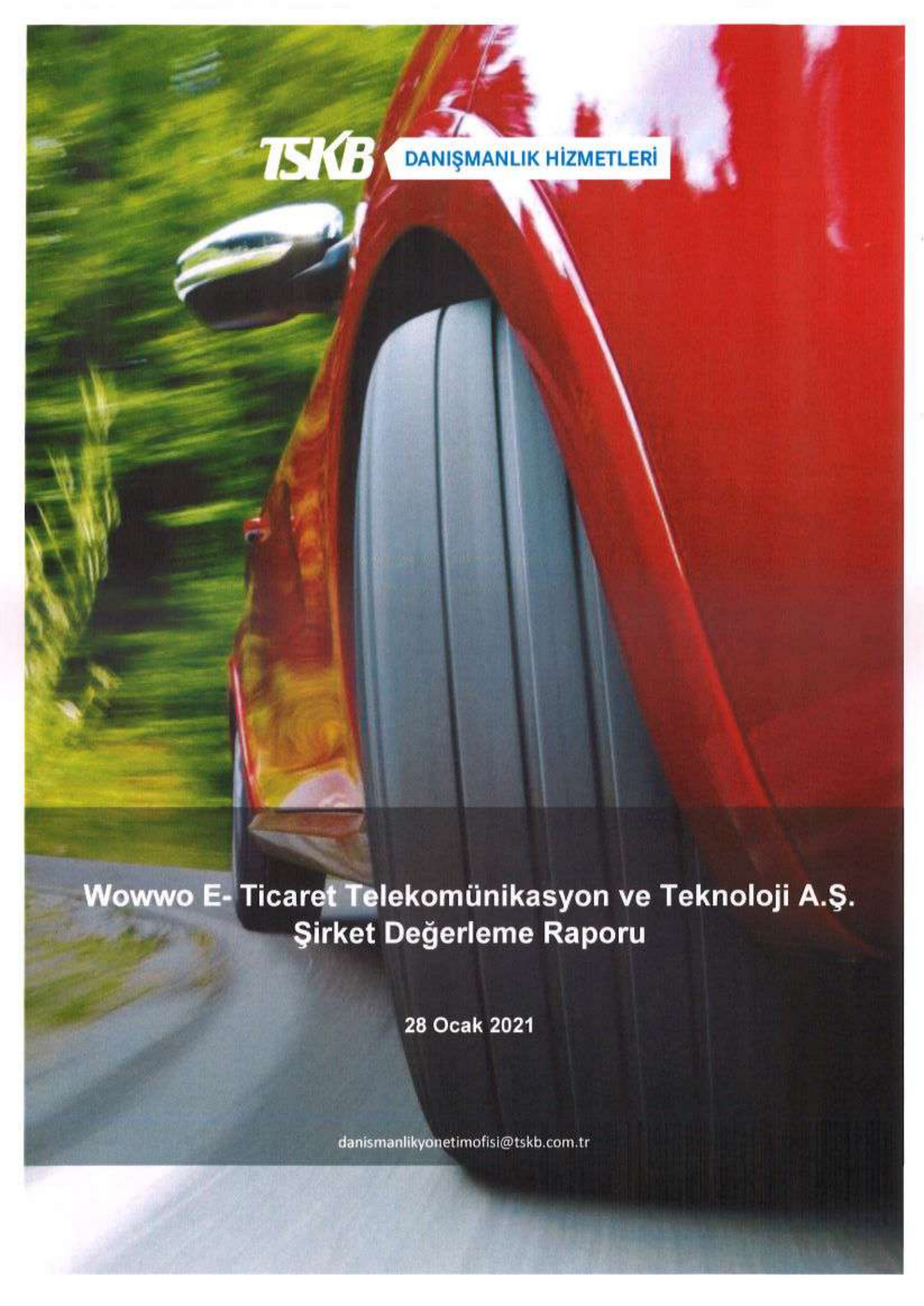




TSKB

DANIŞMANLIK HİZMETLERİ

**Wowwo E- Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş.
Şirket Değerleme Raporu**

28 Ocak 2021

danismanlikyonetimofisi@tskb.com.tr

Değerlemeyi Yapan Kişi: Utku Öztok

Lisans Numarası: 205785

Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü mezunudur. Utku Öztok, TSKB Danışmanlık Hizmetleri bünyesinde Danışmanlık Hizmetleri ve Pazarlama departmanında Grup Yöneticisi olarak çalışmaktadır. Utku, SPF Düzey 3 ve Türev Araçlar lisanslarının yanı sıra CIA ve CCSA lisanslarına sahiptir.

Raporu İmzalayanlar

Onur Aksoy (Kurumsal Finansman Müdürü)

Utku Öztok (Danışmanlık Hizmetleri ve Pazarlama Grup Yöneticisi)

Gizli ve Özeldir

Utku Öztok

ÖNEMLİ BEYAN

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan işbu şirket değerlendirme raporu ("Rapor"), Wowwo E-Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş. ("Wowwo", Firma) yetkilileri tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'ye iletilmiş olan belge ve bilgilere ve Firma yetkililerinin sorularımıza verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmış olup, bu belge, bilgi ve yanıtların tamlığı ve doğruluğundan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Wowwo tarafından sağlanan bilgiler ile Wowwo yetkililerinin yanıtları tarafımızca kontrol edilmemiş ve denetimden geçirilmemiştir. İncelememize sunulan belgelerin orijinal olup olmadıkları ayrıca tetkik edilmemiştir. Raporun hazırlanmasında mümkün olduğunca Wowwo tarafından yazılı biçimde sağlanan bilgilere dayanarak çıkarımlar yapmaya; fakat yazılı biçimde bilgi edinilmesi imkânı bulunmayan hallerde Wowwo yetkilileri tarafından sözlü olarak iletilen bilgilere dayanarak tespitler yapmaya gayret edilmiştir. Rapordaki bilgiler, Wowwo yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Rapordaki bilgilerin yetersiz, eksik olması kat'î ya da tam olmaması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Bilgiler ya da bilgilerin değerlendirilmesi ile elde edilen herhangi bir sonuçtan dolayı 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacaktır. Bu dokümanın gönderilmesi bu dokümanın içeriğinin tam, uygun veya geçerli olduğu anlamında yorumlanamayacağı gibi, bilgilerin doğruluğu hakkında açık veya dolaylı garanti oluşturduğu anlamına gelmez.

Raporda yer alan ve önemli bulgular ve kısıtlar bölümünde değinilen hususlar ve konular ile ilgili olarak iletilen bilgi belgelerdeki eksikler, tutarsızlıklar ve diğer konulardan dolayı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. sorumlu tutulamaz. Söz konusu bölümde değinilen konulara ilişkin 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı da TSKB sorumlu olmayacaktır.

Değerleme çalışması, bir tavsiye vermeye ya da kredi temini önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Wowwo'nun talep ettiği analizlere yöneliktir. Raporumuz, finansal kurumlara yönelik olarak Firma'nın finanse edilebilirliği veya buna yönelik şartlara ilişkin olarak herhangi bir görüş veya tavsiye içermemektedir.

Değerleme çalışmasının Wowwo tarafından üçüncü şahıslara gösterilmesi, verilmesi, çoğaltılması, yayımlanması ve dağıtılması ile kamu, finansal kurumlar ve/veya diğer kişi/kuruluşlar nezdinde kullanılması TSKB'nin önceden onayının (değerlemenin sermaye piyasası mevzuatı dışında kalan hallerde) alınması şartıyla mümkün olmakla birlikte bu hakların kullanımı sebebi ile gerek Wowwo gerekse üçüncü kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacak; Wowwo, TSKB'nin bu sebeple bir bedel ödemek zorunda kalması halinde TSKB'nin ilk talebinde bu zarar-zıyanı karşılayacaktır.

Söz konusu rapor ile ilgili fikri ve sınai mülkiyet ve bağlantılı hakları münhasıran TSKB'ye aittir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Müşteri İşleri Genel Müdürlüğü
Sicil No: 42507 / www.tskb.com.tr

Danışmanlık Hizmeti Sağlayıcı:

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Meclisi Mebusan Cad. No:81 Fındıklı

34427 Beyoğlu İstanbul

Tel: 0212 334 5050

Web: <http://www.tskb.com.tr/>

Danışmanlık Hizmetini Alan:

Wowwo E- Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş.

Yeşil Plaza Yılanlı Ayazma Yolu No: 15 Kat: 11
Cevizlibağ - Topkapı / İstanbul

Tel: 0212 709 8181

Web: <https://wowwo.com/>

Raporumuz, **16 Aralık 2020** tarihinde **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.** ve **Wowwo E- Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş.** arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

ÖNEMLİ BULGULAR VE KISITLAR

1. Şirket değerlemesi çalışmasında 2017, 2018 ve 2019 yılları için Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanmış onaylı finansal tabloları ile 2020 yılı için Firma'nın Vergi Usul Kanunu'na göre hazırladığı geçici finansal tabloları kullanılmış olup, geçici finansal tablolarda herhangi bir değişiklik olmayacağı Şirket yetkilileri tarafından ifade edilmiştir.
2. Değerleme varsayımlarının gerçekleşmemesi durumunda, öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında farklılıklar olabileceğini belirtmek isteriz.
3. COVID-19 sürecinin değerlemeye konu şirketin (Wowwo) finansal durumu ve faaliyetleri üzerinde etkileri olabileceği dikkate alınmalıdır. Rapor tarihi itibarıyla değerlendirme varsayımlarımız mevcut ekonomik koşullar ve piyasa koşullarına dayanmaktadır. Ekonomik konjonktürdeki olası dalgalanmalar varlık değer hesaplamalarında belirsizlikler yaratabilmektedir. Bu doğrultuda, çalışmalardan elde edilen bulguların değişime açık olacağını belirtmek isteriz.



İÇİNDEKİLER

YÖNTEM.....	8
Yönetici Özeti	9
Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı	9
Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları.....	9
Değerleme Sonucu	11
SEKTÖREL GÖRÜNÜM	14
Otomotiv Sektörü Genel Görünümü	14
Türkiye’de Otomotiv Sektöründeki Üretim	15
Türkiye Otomotiv Pazarı	16
2. El Online Otomotiv Pazarı.....	16
GENEL BİLGİLER	20
Kuruluş ve Mevcut Durum.....	20
MEVCUT DURUM ANALİZİ.....	21
DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	27
İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme	28
Projeksiyon Varsayımları	28
İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları	31
Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) Yöntemine Göre Değerleme	32
Değerleme Sonucu.....	35
EKLER	36
Ek:1 İndirgeme Oranı ve Bileşenlerinin Belirlenmesi	37
Ek:2 Düzeltilmemiş Finansal Tablolar (VUK).....	39
Ek:3 Düzeltmelere İlişkin Yapılan Değişiklikler	40
Ek:4 Maddi Duran Varlıklara İlişkin Değerleme	42

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Ortaklık Yapısı Dağılımı	9
Tablo 2: İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları	11
Tablo 3: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	11
Tablo 4: Wowwo Özsermaye Değeri	12
Tablo 5: Türkiye Otomotiv Sanayi Gerçekleşmeleri	14
Tablo 6: 2. El Online Pazarda Segment Bazında Satış Adetleri (Bin Adet)	18
Tablo 7: Araç Fiyatını Oluşturan Bileşenler	18
Tablo 8: Ortaklık Yapısı Dağılımı	20
Tablo 9: Wowwo Showroom Listesi	20
Tablo 10: Wowwo Solo Düzeltilmiş Gelir Tablosu Göstergeleri	21
Tablo 11: Wowwo Solo Düzeltilmiş Bilanço Göstergeleri	21
Tablo 12: Açılan Showroom Listesi (Yıl Bazlı)	22
Tablo 13: Satış Gelirleri Gelişimi	22
Tablo 14: Ticari Mal Maliyeti	23
Tablo 15: Faaliyet Giderleri Gelişimi	24
Tablo 16: Operasyonel İşletme Sermayesi Süreleri	25
Tablo 17: Yıllık Ortalama TÜFE Tahminleri	28
Tablo 18: Araç Satış Tahminleri	29
Tablo 19: Araç Satış Fiyatları Tahmini	29
Tablo 20: Diğer Gelirler Varsayımları	29
Tablo 21: Maliyet Varsayımları	30
Tablo 22: Faaliyet Gideri Varsayımları	30
Tablo 23: FAVÖK Varsayımları	30
Tablo 24: İşletme Sermayesi Varsayımları	30
Tablo 25: Wowwo İndirgenmiş Nakit Akımları	31
Tablo 26: İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları	32
Tablo 27: Wowwo Düzeltilmiş Net Aktif Değer	33
Tablo 28: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri	35
Tablo 29: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	35
Tablo 30: Wowwo Özsermaye Değeri	35
Tablo 31: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	38

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Türkiye Taşıt Araçları Üretiminin Yıllar İtibarıyla Seyri (Bin Adet)	15
Grafik 2: Taşıt Kredisi Faiz Oranları Gelişimi (%)	15
Grafik 3: Toplam Otomotiv Pazarı (Bin Adet) ve Pazar İthal Yerli Oranı (%)	16
Grafik 4: 2. El Online Pazar Satışları (Bin Adet)	16
Grafik 5: 2. El Online Pazar İlandaki Araçların Satış Adeti (Bin Adet)	17
Grafik 6: Yıllar Göre Devri Yapılan Araç Sayısı (Bin Adet)	17
Grafik 7: 2. El Online Pazarda Segment Payları	18
Grafik 8: Ciro ve FAVÖK Gelişimi	24

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
AOSM (WACC)	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)
FAVÖK (EBITDA)	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
FVÖK (EBIT)	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr (Earnings Before Interest, Taxes)
FD	Firma Değeri
GİB	Gelir İdaresi Başkanlığı
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KGK	Kamu Gözetimi Kurumu
KDV	Katma Değer Vergisi
MTV	Motorlu Taşıtlar Vergisi
NAD	Net Aktif Değer
ODD	Otomotiv Distribütörleri Derneği
ONİS	Operasyonel Net İşletme Sermayesi
ÖTV	Özel Tüketici Vergisi
TL	Türk Lirası
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VUK	Vergi Usul Kanunu

Giriş ve Kapsam

YÖNTEM

Bu çalışma, Wowwo'nun talebi doğrultusunda Wowwo'nun; firma değerini bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemek, Firma'nın bağlı olduğu Grup'un konsolide UFRS tablolarının hazırlanmasında kullanmak ve karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamak amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

➤ **Giriş ve Kapsam**

- Yönetici Özeti

*Genel Bilgiler ve Faaliyet Konusu
Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları
Değerleme Sonucu*

➤ **Sektörel Görünüm**

➤ **Mevcut Durum Analizi**

➤ **Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme**

- İndirgenmiş Nakit Akımları
- Net Aktif Değer (Dayanak Varlık)

➤ **Değerleme Sonucu**

Bu çalışma kapsamında; Firma tarafından sağlanan bilgiler, sektör verileri ve TSKB tahminleri kullanılmıştır. Şirket değerlendirme raporu, Firma tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgilere, geçmiş dönem finansal tablolarına ve gelecek öngörülerine dayanmaktadır. Çalışmanın hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, Firma kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun dikkate alınması gerekmektedir. Bu Raporun hazırlanmasında kullanılan Firma tarafından sağlanan bütün bilgiler ile yetkililerin yanıtları kontrol edilmemiş ya da denetimden geçmemiştir. Rapordaki analizler, Firma yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır.

Bu raporda Wowwo'nun 2017, 2018, 2019 yılları için Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre düzenlenmiş solo finansal verileri kullanılmış olup 2020 yılında ise firma tarafından sağlanan geçici Vergi Usul Kanununa (VUK) göre düzenlenmiş solo finansal verileri dikkate alınmıştır.

Satış ve karlılık analizleri için kullanılan detaylı satış ve maliyet kırılımları ile operasyonlara ilişkin bilgiler ve iş planları Firma yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geleceğe yönelik satış ve FAVÖK beklentileri Firma yönetimi öngörülerini, mevcut durum gerçekleştirmeleri ve TSKB beklentileri göz önüne alınarak

oluşturulmuştur. Değerleme çalışması Firma'nın talebi doğrultusunda ve aynı zamanda Şirket'in fonksiyonel faaliyet para birimi olan Türk lirası cinsinden hazırlanmıştır.

Yönetici Özeti

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Wowwo, 2015 yılında Yeşil Grup bünyesinde yeni faaliyet alanları veya iş birliklerinin oluşturulması amacıyla İstanbul'da kurulmuştur. Şirket ana faaliyet konusu finansmana erişemeyen veya finansal sisteminde borçlanma araçlarını kullanmak istemeyen tüketicilere senet aracılığıyla değişen peşinat oranı ve vadelerle 2. el araç alım satımıdır.

Wowwo'nun güncel durumda mevcut ortaklık yapısı ve payları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 1: Ortaklık Yapısı Dağılımı

Ortak Adı	Ortaklık Payı	Sermaye Tutarı (bin TL)
Yeşil Yatırım Holding	50,0%	50.000
Yeşil Holding A.Ş.	26,0%	26.000
Ortadoğu Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	18,0%	17.654
Ortadoğu Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,0%	6.346
Toplam	100,0%	100.000

Kaynak: Firma Yönetimi

Tarafımızca hazırlanan değerleme çalışması, Wowwo'nun 2017-2019 dönemleri arasında onaylı Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre hazırlanmış solo finansal verileri ile 2020 yılı geçici Vergi Usul Kanununa (VUK) göre düzenlenmiş solo finansal verileri dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları

Wowwo'nun değer tespitine yönelik hazırlanan işbu değerleme çalışmasında; TSKB tarafından Yeşil Grubu talebi üzerine, Wowwo'nun **31.12.2020 tarihli geçici** bilanço ve gelir tabloları alınmış ve **31.12.2020 tarihi itibarıyla** makul girişim ve özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

Wowwo'nun şirket değeri hesaplamasında SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz. Bu doğrultuda; Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak kabul görmüş iki farklı yöntem kullanılmıştır;

- Faaliyet performansının tahminine dayalı "İndirgenmiş Nakit Akımları" (İNA) yöntemi
- Bilanço kalemlerinde düzeltmelerinin yapılarak hazırlandığı "Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık)" yöntemi

İNA yönteminde, Firma'nın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı+amortisman) ile vergi ödemelerinin ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasıyla sonradan sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Nakit akım projeksiyonları 2021 yılından itibaren 2025 yılına kadar oluşacak nakit akımları ve nihai dikkate alınarak gerçekleştirilmiş olup, nihai değer (terminal value) kapsamında uzun vadeli büyüme beklentileri ve değerlemeye konu son yıllardaki büyüme oranları göz önünde bulundurularak nakit akımları için nihai büyüme oranı (terminal growth rate) öngörülmüştür. Nihai değer (terminal value) kapsamında nihai büyüme oranı (terminal growth rate) %4,9 olarak öngörülmüştür. Firma'nın 2021 yılından itibaren elde edeceği öngörülen nakit yaratımları yıl bazında borçlanma maliyetindeki değişime bağlı olarak değişken 2021-2025 yıllarında ortalama %18,5 ağırlıklı ortalama özsermaye maliyeti (AOSM, WACC) üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmıştır. Nihai değere giderken ise %17,9 indirgeme oranı kullanılmıştır.

Firma'nın projeksiyon dönemlerinde gelirlerinin tamamını senetli 2. el araç satışları ve satışlarla ilgili olan diğer gelir kalemlerinden elde edeceği varsayılmıştır.

Firma'nın uyguladığı iş modeli sayesinde mevcut pazardaki büyüme oranlarına ek olarak ivme yakayabilmektedir. Tüm bu göstergelerle birlikte Wowwo'nun 2021-2025 yılları arasında geçmiş dönemde yakaladığı 5 bin adet araç satış adetine tekrar ulaşacağı öngörülmüştür. Firma'nın ortalama araç satış fiyatlarının 2017-2019 yıllarında ortalama TL enflasyonla benzer şekilde hareket ettiği, 2020 yılında ise oluşan fazla talebin etkisiyle ortalama TL enflasyon artışının üstünde gerçekleştiği izlenmiştir. Bu kapsamda 2021 yılında geçmiş yılın baz etkisi ve pazardaki gelişmelerde dikkate alınarak ortalama satış fiyatlarının 2021 yılı ortalama TL enflasyon beklentisinin yarısı kadar gerçekleşeceği, izleyen yıllarda ise bu oranın ortalama TL enflasyon beklentisi kadar olacağı öngörülmüştür. Ayrıca Firma'nın geçmiş dönemlerde araç satış gelirlerinin yanısıra geciken ödemelerden tahsil ettiği senet vade farkı gelirleri, ödemeleri yapılamayan araç satışlarından elde ettiği iptal-iade ceza kesintisi gelirleri ve cüzi seviyede fiyat farkından oluşan diğer gelirleri bulunmaktadır. Söz konusu gelirlerin son 3 yıllık dönemde araç satışları gelirlerinin içerisindeki payının ortalama %3,7 seviyesinde olduğu, izleyen dönemlerde de bu oranın korunacağı varsayılmıştır.

Firma'nın projeksiyon dönemlerinde maliyetlerinin ortalama araç satış bedellerinin %74,5 seviyesinde olacağı, faaliyet giderlerinin ise %7,1'i olacağı dikkate alınmıştır.

Firma'nın 2021 yılında FAVÖK marjı %21,3 seviyesinde hesaplanmakta olup, sonraki dönemlerde cirosu üzerinden benzer oranlarda FAVÖK tutarı elde edeceği tahmin edilmektedir.

Projeksiyon dönemlerinde oluşacak işletme sermayesi hesaplamasında alacak tahsil süresi 230 gün, satıcı vadesinin 10 gün, stok tutma süresinin 7 gün ve müşteri avansları/ciro oranının 0,1 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) yönteminde Firma'nın sahip olduğu yukarıda bahse konu olan maddi duran varlıklarına ilişkin değer düzeltmesi yapılmıştır. Maddi duran varlıklarının piyasa değerinin hesaplanmasında, De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporları dikkate alınmıştır. Hazırlanan değerleme raporunda emsal karşılaştırma ve maliyet yaklaşımı uygulanmıştır.

Değerleme Sonucu

31.12.2020 tarihi itibarıyla Wowwo'nun hesaplanan girişim değeri üzerinden toplam net finansal borç, ortak/grup içi borçlar ve kıdem tazminatı yükümlülüğü gibi nakit çıkışı oluşturacak nitelikteki yükümlülükler düşürülürken; mevcutsa ortak/grup içi alacaklar gibi nakit girişi oluşturacak nitelikteki varlıklar eklenmiştir. Söz konusu tutarların dikkate alınmasıyla birlikte Wowwo'nun İNA yöntemine göre **girişim değeri 883,7 milyon TL, özsermaye değeri 742,2 milyon TL** seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 2: İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

		(Bin TL)
2020/12 itibarıyla		
Net Nakit Akımlarından Elde Edilen Girişim Değeri	14%	125.904
Terminal Değerden Elde Edilen Girişim Değeri	86%	757.782
Toplam Girişim Değeri	100%	883.685
(-) Toplam Finansal Borçlar (31.12.2020)		240.107
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı (31.12.2020)		1.204
(-) Vadesi Geçmiş Vergi Yükümlülükleri ile Ödenecek Kurumlar Vergisi (31.12.2020)		27.752
(-) Faiz Gider Tahakkukları (31.12.2020)		1.375
(+) Net Grup içi/İlişkili Taraflardan Alacaklar (31.12.2020)		74.970
(+) Faaliyet Dışı Maddi Duran Varlıkların Değeri (31.12.2020)		40.435
(+) Hazır Değerler (31.12.2020)		13.519
Özsermaye Değeri		742.171

Wowwo'nun NAD yöntemine göre **özsermaye değeri 140,3 milyon TL** seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 3: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

31.12.2020 İtibarıyla	Wowwo (Bin TL)
Aktif Toplamı	434.433
(+) Faaliyet Dışı Maddi Duran Varlıklar Değer Düşüklüğü (31.12.2020)	(463)
Düzeltilmiş Aktif Değeri	433.970
(-) Kısa Vadeli Borçlar	141.551
(-) Uzun Vadeli Borçlar	150.953
(-) Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	1.204
Düzeltilmiş Net Aktif Değer	140.262

Firmanın faaliyetlerinin artış trendinde olması, büyüme potansiyelini ve faaliyet değerini daha iyi yansıtabildiği için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre ulaşılan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

Tablo 4: Wowwo Özsermaye Değeri

31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)	Değerleme Sonucu	Oran (%)	Özsermaye Değeri
İNA Yöntemine Göre	742.171	100%	742.171
NAD Yöntemine Göre	140.262	0%	0
Wowwo Özsermaye Değeri			742.171

Sonuç olarak, Wowwo'nun İNA yöntemine göre hesaplanan değer, Firma'nın makul değerini yansıttığı göz önünde bulundurularak özsermaye değeri **742,2 milyon TL** olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi firma tarafından sağlanan vergi usul kanununa göre düzenlenmiş geçici 31.12.2020 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.

wh h

Sektörel Görünüm

SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Otomotiv Sektörü Genel Görünümü

Otomotiv sektörü; ekonomik büyümeye oldukça duyarlı bir yapıya sahiptir. Ekonominin büyüdüğü yıllarda imalat sanayine paralel veya imalat sanayisinden daha hızlı büyüme, kriz yıllarında ise daha hızlı küçülme eğiliminde olan Türkiye otomotiv sektörü bünyesinde yarattığı katma değer paralelinde önde gelen sektörlerden biri konumundadır. Orta-uzun vadede doymamış iç pazar ve yüksek araç parkı yaşının beslediği otomotiv pazarının gelişimine, ağırlıklı olarak vergi ve faiz oranlarındaki, döviz kurlarındaki, yakıt fiyatlarındaki ve tüketici güvenindeki dalgalanmalar ile küresel ticarete yaşanan gelişmeler yön vermektedir.

2018 yılında ve 2019 yılı Ocak-Eylül döneminde ciddi seviyelerde daralmaların yaşandığı otomotiv sektöründe, iç pazar ve ihracat satış adetlerinde gerileme kaydedilmesi sonucu firmaların kapasite kullanımlarında da düşüş yaşanmıştır. 2020 yılında ise COVID19 pandemisinin etkisiyle, küresel sıfır araç üretiminde dönemsel duraksamalar olmuş, bu nedenle Türkiye’de otomotiv pazarının ağırlıklı kısmını oluşturan sıfır ithal otomotivlerin ithalatı gerçekleştirilememiştir. Bu dönemde otomotiv üretim fabrikalarının kapasitelerini düşürdüğü ve Ford Otosan gibi bazı otomotiv firmalarının pandeminin başlarında hijyen ürünleri üretimi gerçekleştirdiği gözlemlenmektedir. Üretimdeki bu değişiklikler sebebiyle 2020 yılı mayıs ayına kadar otomotiv sektöründe üretim kapasiteleri düşüş göstermiştir. Tüm bu gelişmelerin sonucunda 2. ele talepte hızlı bir artış yaşanmıştır. Türkiye otomotiv sanayi gerçekleştirmelerine ilişkin özet tablo aşağıda sunulmuştur.

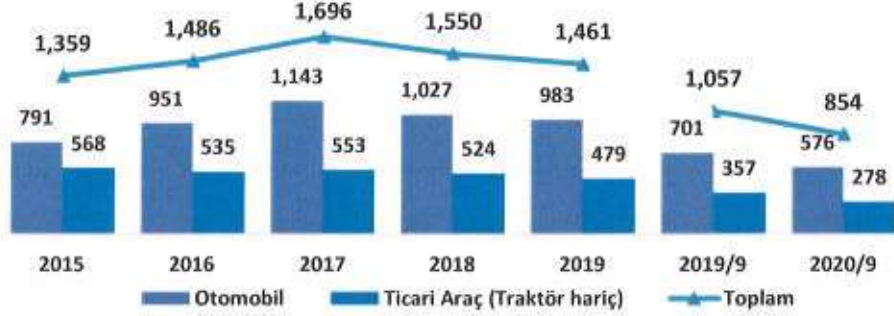
Tablo 5: Türkiye Otomotiv Sanayi Gerçekleşmeleri

Adet	2015	2016	2017	2018	2019	2019/11	2020/11
Üretim	1.359	1.486	1.696	1.550	1.461	1.325	1.148
İhracat	992	1.141	1.333	1.319	1.253	1.146	822
İthalat	660	681	624	397	277	228	373
Pazar	1.019	1.014	987	642	492	399	688
Üretimden Satışlar	359	333	362	244	215	171	315
KKO (%)	77	84	86	84	80	80	71

Kaynak: ODD, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Türkiye’de Otomotiv Sektöründeki Üretim

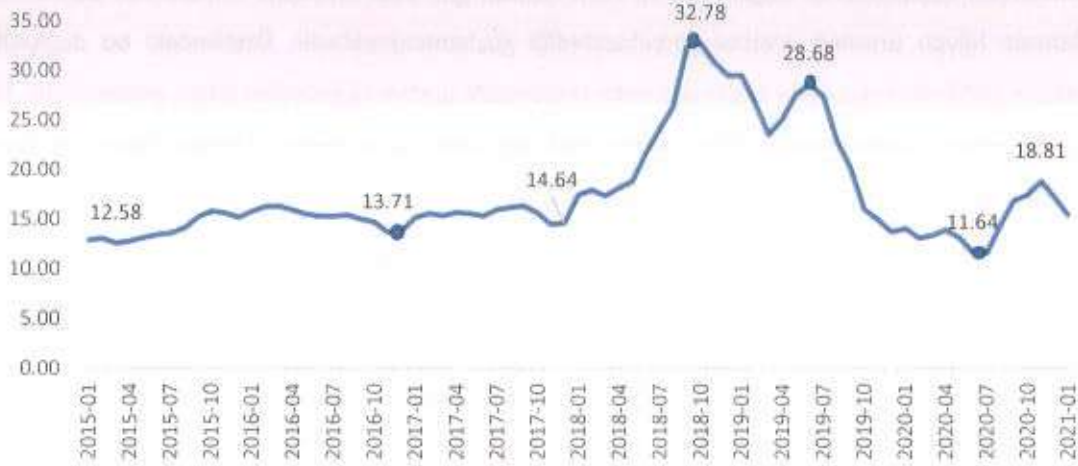
Grafik 1: Türkiye Taşıt Araçları Üretiminin Yıllar İtibarıyla Seyri (Bin Adet)



Kaynak: ODD, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2020/9 döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla küresel pandemi krizine bağlı olarak otomotiv üretiminin %19 gerilediğini görülmektedir. Bu durum otomotiv firmalarını stoklarında kalan araçlarını satmaya sürüklemiştir. Tüketicilerin sıfır araç bulamadıkları durumda ise rotalarını 2. el piyasasına çevirmek durumunda kaldığı gözlemlenmiştir. 2. el araç fiyatlarının hızlı artan talep doğrultusunda ciddi seviyelerde arttığı izlenmiştir.

Grafik 2: Taşıt Kredisi Faiz Oranları Gelişimi (%)



Kaynak: TCMB, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

TCMB verilerine göre 2015-2017 yılları arasında taşıt kredisi faiz oranlarının yıllık %10-%15 arasında, 2018 yılı 2. yarısından 2019'un ilk yarısına kadar taşıt kredi faiz oranlarının %30'un üstünde seyrettiği izlenmektedir. 2018 yılının ortasında döviz kurlarında yaşanan hızlı artışın satış fiyatlarına yansıtılması, faiz oranlarındaki söz konusu yükseliş, ekonomik büyüme hızındaki ivme kaybı ve azalan tüketici güveni sonucu daralan iç talep otomotiv sektöründeki daralmayı beraberinde getirmiştir. Söz konusu etkilerin 2019 yılında da devam etmesi sebebiyle 2019 yılındaki daralma derinleşmiş ve pazardaki gerileme %23 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılının sonlarına doğru faiz indirimleri sektörde pozitif bir etki

yaratmış ve daralmanın daha yüksek bir oranda gerçekleşmesini önlemiştir. Her ne kadar pandemi etkisiyle araç üretimi 2020 yılı için azalsa da faiz indirimleri ve otomotiv sektöründeki birtakım kampanyalarla sektör canlı kalabilmiştir.

Türkiye Otomotiv Pazarı

2018 ve 2019 yıllarında otomotiv pazarında yaşanan daralmanın önlenmesi için Ekim ayı sonunda devreye alınan ve son yararlanma tarihi 30.06.2019 olan ÖTV ve KDV indirimleri ilk 6 ayda pazardaki daralmanın daha yüksek seviyede gerçekleşmesini önlemiş fakat sınırlı etki yaratmıştır. 2020/9 döneminde taşıt faiz oranlarının düşürülmesi ile otomotiv pazarı hareketlenmiştir.

Grafik 3: Toplam Otomotiv Pazarı (Bin Adet) ve Pazar İthal Yerli Oranı (%)

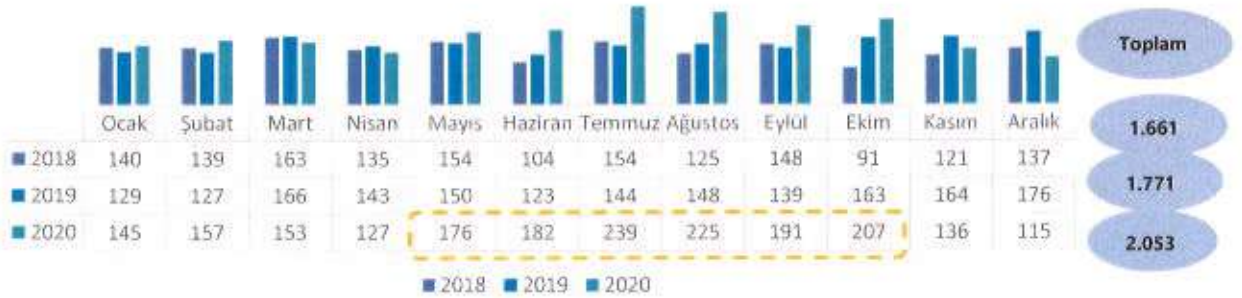


Kaynak: ODD, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2. El Online Otomotiv Pazarı

2019 yılında bir önceki yıla göre 2. el online araç pazarı %10 büyümeye göstermiş 1,8 milyon satış adetine ulaşmıştır. 2020 yılında ise 2. el online binek ve hafif ticari araç satışında adet bazda %16 büyümeye gerçekleşirken, satış adeti 2,1 milyon seviyesinde olmuştur.

Grafik 4: 2. El Online Pazar Satışları (Bin Adet)



Kaynak: Indicata, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2018 yılında Türkiye 2. el online pazarında ilana çıkan araçların %73'ü satılırken, 2019 yılında bu oran %83'ü ulaşmıştır. 2020 yılında 2. el online binek ve hafif ticari pazarında ilana çıkan araç adedi geçen seneye göre %58 artış göstermiştir. İlanı yayınlanan araçların yaklaşık %61'i satışa konu olduğu izlenmektedir.

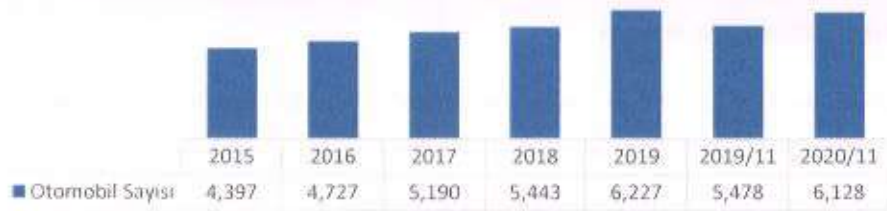
Grafik 5: 2. El Online Pazar İlandaki Araçların Satış Adeti (Bin Adet)



Kaynak: Indicata, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2015-2019 yılları arasında noterden devri yapılan araç sayısı bileşik bazda %9,1 büyümeye göstermiştir. 2018 yılında yaşanan ekonomik gelişmelerin etkisiyle araç devir sayısındaki artışın bir miktar yavaşladığı izlenirken, 2019 yılında önceki yıla kıyasla %14,4 olarak büyümeye gösterdiği izlenmektedir.

Grafik 6: Yıllar Göre Devri Yapılan Araç Sayısı (Bin Adet)



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2019 yılında 2. el online pazarda 633 bin adetle en çok C segmentinde satış gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise C segmenti araç satışları yerini korumuş, toplam satışlar içerisinde %41,9'luk pay almıştır. 2019 yılında online satışlar içinde binek araçların payı %73, hafif ticari araçların payı %26,7 olarak gerçekleşirken, 2020 yılında ikinci el online satışlar içinde binek araçların payı %83, hafif ticari araçların payı %17 olmuştur.

Grafik 7: 2. El Online Pazarda Segment Payları



Kaynak: Indicata, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

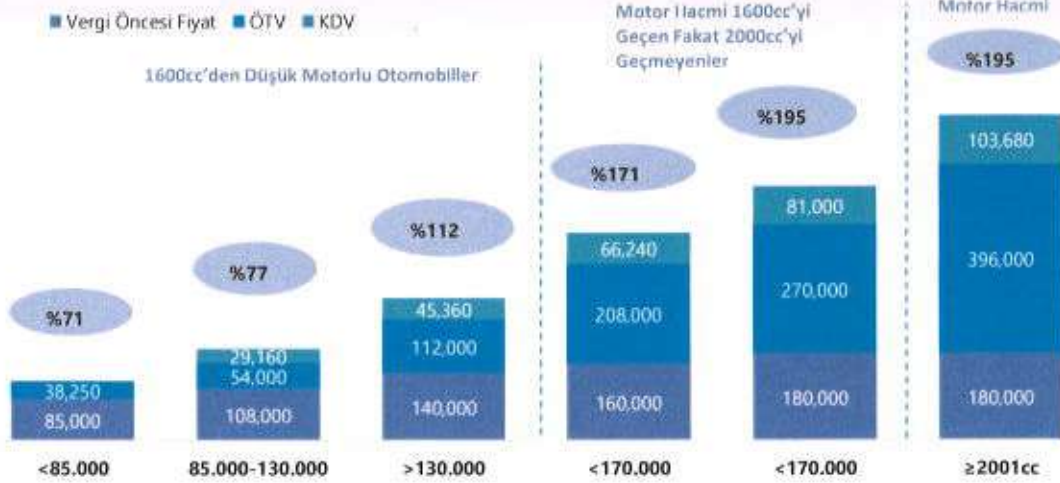
Tablo 6: 2. El Online Pazarda Segment Bazında Satış Adetleri (Bin Adet)

Satış Adetleri		
Segment	2020	2019
A-(Mini)	11	8
B-(Entry)	388	343
B-SUV (Entry SUV)	24	
C-(Compact)	710	633
C-SUV (Compact SUV)	113	
D-(Medium)	303	218
E-(Luxury cars)	120	83
F-(Upper Luxury)	24	11
Binek Araç Toplam	1.695	1.298
Ticari Araç toplam	356	473
2. El Online Toplam	2.053	1.771

Kaynak: Indicata, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Türkiye’de motorlu kara taşıtları için 2 tür vergi uygulanmaktadır. Bunlardan ilki ÖTV ve Katma Değer Vergisi (KDV) iken, ikincisi yıllık ödenen Motorlu Taşıtlar Vergisi (MTV)’dir. Türkiye’de motor hacmi göre araç fiyatını oluşturan bileşenler aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

Tablo 7: Araç Fiyatını Oluşturan Bileşenler



Kaynak: Gelir İdaresi Başkanlığı, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Mevcut Durum Analizi

GENEL BİLGİLER

Kuruluş ve Mevcut Durum

Wowwo, 2015 yılında Yeşil Grup bünyesinde yeni faaliyet alanları veya iş birliklerinin oluşturulması amacıyla İstanbul'da kurulmuştur. Şirket ana faaliyet konusu finansmana erişemeyen veya finansal sisteminde borçlanma araçlarını kullanmak istemeyen tüketicilere senet aracılığıyla değişen peşinat oranı ve vadelerle 2. el araç satımıdır.

Wowwo'nun mevcut ortaklık yapısı ve payları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 8: Ortaklık Yapısı Dağılımı

Ortak Adı	Ortaklık Payı	Sermaye Tutarı (bin TL)
Yeşil Yatırım Holding	50,0%	50.000
Yeşil Holding A.Ş.	26,0%	26.000
Ortadoğu Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	18,0%	17.654
Ortadoğu Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,0%	6.346
Toplam	100,0%	100.000

Kaynak: Firma Yönetimi

Wowwo kuruluşundan itibaren Türkiye'de farklı illerdeki galerilerle ve kendine ait showroamlarıyla faaliyetlerine devam etmektedir. Firma'nın kendine ait olan showroamlarının listesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 9: Wowwo Showroom Listesi

Showroom	Adres	Açılış Yılı
Topkapı Showroom	Cevizlibağ / İstanbul	07.04.2017
Ankara Showroom	Akyurt / Ankara	27.07.2017
İzmir Showroom	Gaziemir / İzmir	23.10.2017
Antalya Showroom	Yenigün/Antalya	23.01.2018
Bursa Showroom	Nilüfer / Bursa	01.03.2018
Bağcılar Showroom	Bağcılar/İstanbul	10.05.2018
Kartal Showroom	Kartal/İstanbul	06.06.2018
Esenyurt/Otoport Showroom	Esenyurt / İstanbul	29.01.2019
Denizli Showroom	Sarayköy/Denizli	19.02.2019
Samsun Showroom	İlkadım/Samsun	15.03.2019
Üsküdar Showroom	Üsküdar /İstanbul	20.03.2019
Kayseri Showroom	Kocasinan/Kayseri	31.05.2019
Kocaeli Showroom	İzmit/Kocaeli	01.12.2019
Adana Showroom	Seyhan/Adana	26.02.2020
Gaziosmanpaşa Showroom	Gaziosmanpaşa/İstanbul	21.12.2020

Kaynak: Firma Faaliyet Raporu (2019), Ticari Sicil Gazetesi, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

MEVCUT DURUM ANALİZİ

Wowwo'nun mevcut durum finansal analizinde; 2017-2019 dönemleri arasında onaylı Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre hazırlanmış solo finansal verileri kullanılmış olup, 2020 yılında ise firma tarafından hazırlanan geçici geçici Vergi Usul Kanununa (VUK) göre düzenlenmiş solo finansal verileri dikkate alınmıştır. İncelenen dönemlerde analizin sağlıklı yapılabilmesi için tarafımızca Firma'nın finansal verileri üzerinden çeşitli düzeltmeler yapılmış olup düzeltmelere ilişkin detaylar ve orijinal mali tablolar Ekler 'de sunulmuştur.

Tablo 10: Wowwo Solo Düzeltilmiş Gelir Tablosu Göstergeleri

(Bin TL)	2017	2018	2019	2020/12*
Net Satışlar	367.347	508.736	223.930	418.328
Satışların Maliyeti	(281.762)	(412.899)	(171.160)	(334.511)
Esas Faaliyet Kârı	85.585	95.837	52.770	83.817
FAVÖK	85.924	96.724	53.633	85.428
Finansman Giderleri (Net)	(9.759)	(59.030)	(62.939)	(69.077)
Faiz Giderleri	(10.081)	(64.831)	(75.825)	(57.791)
Faiz Geliri ve M.K. Karı/Zararı	326	5.818	12.477	3.776
Kambiyo Kar/Zararı (Net)	(4)	(17)	409	(15.062)
Diğer Gelir-Gider (Net)	(44.194)	(23.024)	19.570	16.703
Devre Kârı	31.632	13.783	9.401	31.443
Vergi	(6.481)	(3.854)	(2.873)	(7.249)
Net Kâr	25.151	9.929	6.528	24.194

*Firma tarafından sağlanan geçici finansal verileri göstermektedir.

Tablo 11: Wowwo Solo Düzeltilmiş Bilanço Göstergeleri

(Bin TL)	2017	2018	2019	2020/12*
Dönen Varlıklar	121.229	124.357	260.335	300.517
Hazır Değerler	14.251	8.814	16.812	13.519
Ticari Alacaklar (net)	99.105	78.445	206.611	197.337
Stoklar	4.585	4.759	9.267	15.479
Diğer Dönen Varlıklar	3.288	32.339	27.645	74.182
Duran Varlıklar	150.113	397.564	161.139	133.916
Maddi Duran Varlıklar (net)	17.013	71.072	35.954	39.045
Yapılmakta Olan yatırımlar	8.517	37.297	588	-
Ortaklardan Alacaklar (net)	-	-	59.167	12.509
Diğer Duran Varlıklar	124.583	289.195	65.430	82.362
AKTİF TOPLAMI	271.342	521.921	421.474	434.433
Kısa Vadeli Borçlar	121.163	91.518	91.493	141.551
Kısa Vadeli Banka Kredileri	91.431	72.815	34.077	89.154
Ticari Borçlar	7.061	7.436	9.256	6.464
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	22.671	11.267	48.160	45.933
Uzun Vadeli Borçlar	105.111	319.196	212.245	150.953
Diğer Finansal Borçlar	98.222	277.229	212.245	150.953
Ortaklara Borçlar (Net)	6.889	41.967	-	-
Özsermaye	45.068	111.207	117.736	141.929
Ödenmiş Sermaye	20.000	100.000	100.000	100.000
Kâr Yedekleri	25.068	11.207	17.736	41.929
PASİF TOPLAMI	271.342	521.921	421.474	434.433

*Firma tarafından sağlanan geçici finansal verileri göstermektedir.

Wowwo'nun ana faaliyeti, gerçek kişilere banka kredisi veya benzer finansman yöntemleri kullandırmadan senet sistemi ile online 2. el araç satışıdır. 2017 yılında faaliyete geçmiş olup, Türkiye'nin birçok noktasına hizmet vermektedir. Firma müşterilerine " www.wowwo.com " internet adres üzerinden ve iş birliği kurduğu her şehirdeki otomobil galerileri ve bu galerilerin araçlarını sergilediği çeşitli illerdeki kendine ait showrooomlar aracılığı ile ulaşmaktadır. İlk showroom'unu 2017'nin Nisan ayında Topkapı'da açan Wowwo, 4 sene içinde çeşitli il ve ilçelerde showrooomlar açarak bu sayıyı 15'e çıkartmıştır.

Tablo 12: Açılan Showroom Listesi (Yıl Bazlı)

Yıllar	2017	2018	2019	2020
Açılan Showrooomlar	Topkapı Ankara İzmir	Antalya Bursa Bağcılar Kartal	Esenyurt/Otoport Denizli Samsun Üsküdar Kayseri Kocaeli	Adana Gaziosmanpaşa
Kümüle Showroom Sayısı (adet)	3	7	13	15

Kaynak: Ticari Sicil Gazetesi, Firma Yönetimi

Firma, web sitesi aracılığıyla, sergilenen araçların değişen peşinat oranı ve vade seçenekleriyle senetli satış fiyatını ve taksit tutarını içeren çeşitli hesaplamaları sunmaktadır. Araçların peşinat tutarları %30-%50 oranında, satış vadeleri ise 6 ay ile 36 ay arasında değişim göstermektedir.

Tablo 13: Satış Gelirleri Gelişimi

	2017	2018	2019	2020
Araç Satış Adetleri (adet)	4.557	5.117	1.863	2.470
Ortalama Araç Satış Fiyatı (adet/TL)	80.844	97.360	113.621	163.654
Araç Satış Gelirleri (bin TL)	368.406	498.190	211.676	404.224
Diğer Gelirler – Düzeltilmiş (bin TL)	1.700	10.545	12.254	14.415
Senet Vade Farkı Geliri	273	2.544	7.426	7.204
İptal-İade Ceza Kesintisi Geliri	1.359	6.575	4.039	4.861
Diğer Gelirler (Ağırlıklı Fiyat arka)	67	1.427	789	782
Hasta Bezi Satışları	-	-	-	1.568
Net Satışlar - Düzeltilmiş (bin TL)	367.347	508.736	223.930	418.328

2017 yılından faaliyetlerine başlayan Firma'nın bu yıl 4 bin 557 adet satışı yaptığı izlenirken, 2018 yılında kurlarda ve faizlerde yaşanan artışa rağmen, showroom ve satış noktasındaki artışların da etkisiyle araç satışları bir önceki yıla göre %12 artarak 5 bin 117 adete ulaşmıştır. 2019 yılında Firma'nın showroom ve satış noktasındaki artışı devam etse de, 2018 yılının ikinci yarısında yaşanan olumsuz ekonomik gelişmeler tüketicilerin satın alma kararlarını etkilemiş buna bağlı olarak Firma'nın araç satışları adet bazında bir önceki yıla göre %63 oranında gerileyerek 1.863 adet olarak gerçekleşmiştir.

2020 yılında ise Covid-19 pandemisinin etkisiyle sıfır araç üretimi yapan otomotiv üreticilerinin üretim kapasitelerini düşürmesiyle beraber sıfır araç üretimi azalmış olup sektördeki iç talebin canlandırılması amacıyla taşıt faiz oranları düşürülmüştür. Bu doğrultuda tüketicilerin 2. el araç talebinde ciddi artışlar yaşanmıştır. 2020 yılında Firma'nın satış noktalarında pandemi nedeniyle dönemsel kapanmalar yaşamasına rağmen ilgili yılda söz konusu gelişmelerden olumlu etkilenecek araç satışları %33 artmış, 2 bin 470 adet olarak gerçekleşmiştir.

İncelenen dönemlerde Firma'nın ortalama araç satış fiyatlarının ortalama TL enflasyonla benzer şekilde artış gösterdiği izlenmektedir. 2020 yılında pandemi nedeniyle yaşanan gelişmelerin etkisiyle 2. el araca artan talebin ortalama satış fiyatlarına yansıdığı görülmektedir. Firmanın bu dönemde ortalama araç satış fiyatlarının sıfır araç fiyatlarındaki artışın 2. el araç satış fiyatlarına yansımalarının da etkisiyle bir önceki yıla kıyasla %44 artış gösterdiği hesaplanmaktadır.

Firma'nın araç satışları haricindeki diğer gelirlerini; senet vade farkı gelirleri, iptal-iade ceza kesintisi gelirleri ve ağırlıklı fiyat fark gelirleri oluşturmaktadır. Senet vade farkı gelirleri; senetlerini üst üste ödemeyen müşterilere yönelik yansıtılan vade farkından kaynaklanırken, iptal-iade ceza kesintisi gelirleri ise ödemesi yapılamayan satış sözleşmeleri için yansıtılan ceza gelirlerinden oluşmaktadır. 2017 yılında faaliyetlerine başlayan Firma'nın ilk yıl diğer gelirlerinin araç satışlarına oranı cüzi seviyede iken, 2018-2020 yılları arasında bu oranın ortalama %3,7 seviyesinde gerçekleştiği hesaplanmaktadır. Firma ayrıca, 2020 yılında yurtdışına hasta bezi satışı gerçekleştirmiş olup, söz konusu tutarın bu döneme mahsus olduğu öğrenilmiştir.

Sonuç olarak; Firma'nın 2017 yılındaki 367 milyon TL cirosu; 2018 yılında artan satış adetleri ve satış fiyatları doğrultusunda nominal bazda %38 artarak 509 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 2019 yılında artan ortalama satış fiyatlarına rağmen araç satış adetlerindeki düşüşe bağlı olarak satış gelirlerinin nominal bazda %56 gerilediği hesaplanmaktadır. 2020 yılında ise araç satış adetlerindeki artışa ilave olarak yüksek talep nedeniyle artan ortalama satış fiyatlarının da etkisiyle Firma'nın cirosu nominal bazda %87 seviyesinde artarak 418 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Tablo 14: Ticari Mal Maliyeti

	2017	2018	2019	2020
Ticari Mal Maliyeti (bin TL)	264.007	381.213	151.839	305.254
Otomotiv Alım Maliyeti	263.980	357.235	141.423	297.185
Otomotiv Diğer Maliyetler (Kasko, Vergi Harçlar)	27	23.978	10.416	6.803
Hasta Bezi Maliyeti				1.266
Araç Birim Maliyetleri (Adet/TL)	57.934	74.499	81.502	123.072
Araç Birim Maliyeti / Araç Birim Satış Fiyatı	71,7%	76,5%	71,7%	75,2%

Firma yetkililerince alım maliyetleri ile satış fiyatları arasında kâr marjının korunmaya çalışıldığı belirtilmiştir. Firma'nın araç alım maliyeti dışında kasko, vergi gibi diğer maliyetlere katlandığı izlenmekte olup, söz konusu tutarlar tarafımızca ticari mal maliyeti içinde takip edilmiştir. Firma'nın 2017 yılında birim araç maliyeti ortalama araç satış fiyatının %71,7'i seviyesindeyken söz konusu oranın 2018-2020 yılları arasında ortalama %74,5 gerçekleştiği izlenmektedir. 2020 yılında gerçekleştirilen hasta bezi satışları söz konusu hesaplamanın dışında tutulmuştur.

Tablo 15: Faaliyet Giderleri Gelişimi

(Amortisman Hariç – bin TL)	2017	2018	2019	2020
Pazarlama ve Satış Giderleri - Düzeltilmiş	15.259	24.598	16.811	27.318
Genel Yönetim Giderleri	2.496	7.088	2.510	1.932
Toplam Faaliyet Giderleri	16.729	30.054	17.748	27.639

	2017	2018	2019	2020
Birim Faaliyet Giderleri (TL)	3.671	5.873	9.527	11.190
<i>Faaliyet Gideri / Ortalama Araç Satış Fiyatı</i>	4,5%	6,0%	8,4%	6,8%

İncelenen dönemlerde Firma'nın satış ve pazarlama aktivitelerine yönelik yapmış olduğu reklam vb. harcamaların ciroya olumlu katkısının olduğu izlenmektedir. Söz konusu dönemlerde genel yönetim giderlerinin faaliyet hacmine bağlı olarak değiştiği görülmektedir. 2017 yılında ortalama araç satış fiyatlarının %4,5'lik kısmını oluşturan faaliyet giderlerinin 2018-2020 yılları arasında ortalama %7,1 seviyesinde gerçekleştiği hesaplanmaktadır.

Grafik 8: Ciro ve FAVÖK Gelişimi



Firma'nın satış fiyatlarını alım fiyatı üzerinden belirli bir marj belirlemesinin etkisiyle FAVÖK marjlarının incelenen dönemlerde benzer seviyede gerçekleştiği izlenmektedir. 2018-2020 yılları arasında FAVÖK marjının ortalama %21 seviyesinde gerçekleştiği izlenmektedir.

2018-2020 yılları arasında Firma'nın finansman giderlerinin ortalama faizli borçlara oranının %24,4 seviyesinde gerçekleştiği izlenmektedir. Ayrıca Firma'nın faiz gelirlerinin ortaklardan/ilişkili taraflardan olan alacaklarından kaynaklanan adet faizi gelirlerinden oluştuğu izlenmektedir.

Analize konu dönemlerde diğer gelir/giderlerinin ağırlıklı kısmının reeskont faiz gelirleri/giderlerinden oluştuğu izlenmektedir.

2017-2020 yılları arasında toplam aktiflerin ortalama %70'lik kısmını oluşturan ticari alacakların tamamına yakın kısmı senetli araç satışlarından oluşmaktadır. Firma senetli alacaklar karşılığında araçlara rehin koyarak tahsil edilememe riskini ortadan kaldırmaktadır. Ortaklardan/ilişkili taraflardan alacakların detayları Ek'ler kısmında sunulmuştur. Firma'nın stoklarının tamamına yakın kısmı 2. el araçlardan ve otomotiv bayileri ile verilen sipariş avanslarından oluşmaktadır. Firma'nın maddi duran varlıklarında operasyonlarda kullanılmayan arsa ve dairelerin olduğu izlenmektedir. Söz konusu tutarlar değerlendirme çalışmasında güncel değeri üzerinden dikkate alınmaktadır. Ayrıca Firma'nın showroom açılışlarına ilişkin yıllar itibarıyla cüzi tutarlarda yatırım harcaması yaptığı ve bu tutarları özel maliyetlerde takip ettiği izlenmektedir.

Firma'nın araç alımlarını ağırlıklı olarak taksitli kredilerle yaptığı izlenmektedir. Firma'nın 2020 yıl sonu itibarıyla toplam finansal borcu 240 milyon TL seviyesindedir. Firma'nın özkaynaklarının aktif finansmanındaki payı 2017 yılında %17 seviyesindeyken, izleyen dönemlerde faaliyetlerden elde edilen dönem karlarının ve nakdi sermaye artışlarının etkisiyle %33 seviyesine ulaştığı hesaplanmaktadır.

Tablo 16: Operasyonel İşletme Sermayesi Süreleri

İşletme Sermayesi - Düzeltilmiş		2017	2018	2019	2020
Alacak Tahsil Süresi	(gün)	204	251	428	234
Satıcı Vadesi	(gün)	10	7	22	8
Müşteri Avansları/Ciro	(%)	0,1	0,0	0,1	0,2
Stok Tutma Süresi	(gün)	6	4	22	18

Firma'nın faaliyet sürelerinin sağlıklı hesaplanabilmesi için tarafımızca bazı düzeltmeler yapılmış olup, söz konusu düzeltmelere ilişkin detaylar Ek:3'te sunulmuştur. Firma'nın mevcut faaliyet döngüsü değerlendirildiğinde alacak tahsil sürelerinin uzun olması nedeniyle yüksek seviyede işletme sermayesi ihtiyacı ile faaliyet gösterdiği izlenmektedir. Söz konusu ihtiyacın dönem içerisinde yaratılan fonlarla veya taksitli kredi kullanımlarıyla karşılandığı izlenmektedir.

2019 yılında cirodaki düşüşe bağlı olarak faaliyet sürelerindeki değişimler gerçekleşmiş olup, bu değişim gösterge olmamaktadır. Firma'nın 2017-2018-2020 yıllarındaki ortalama alacak tahsil süresinin 230 gün seviyesinde satıcı vadesinin 8 gün, toplam stok tutma süresinin 10 gün seviyesinde olduğu hesaplanmaktadır. Alacak tahsil süresi hesaplaması yapılırken alacak senetleri içerisinde bulunan telefon ve daire senet tutarları hariç tutulmuştur. 2019 yılı hariç değerlendirildiğinde ONIS/ciro oranının ortalama da %64 seviyelerinde olduğu hesaplanmaktadır.

Geleceğe Yönelik Varsayımlar ve Değerleme

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bir şirketin değerlemesinde kullanılabilecek çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlar, şirketin salt gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemler olabildiği gibi, şirketin mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini, bilanço kalemlerinin güncel piyasa değerlerini dikkate alan uygulamaları da içerebilmektedir.

Wowwo'nun değer tespitine yönelik bu çalışmada Firma için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık) yöntemleri esas alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA):

İNA yönteminde Firmaların gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile vergi ödemelerinin, gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır.

Projeksiyon yılları itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, Girişim Değeri 'dir (Enterprise Value). Özsermaye Değeri 'ne ulaşmak için Girişim Değeri'nden toplam net finansal borçlar, ortak/grup içi borçlar ve kıdem tazminatı yükümlülüğü gibi nakit çıkışı oluşturacak nitelikteki yükümlülükler düşürülürken; mevcutsa ortak/grup içi alacaklar gibi nakit girişi oluşturacak nitelikteki varlıklar eklenmektedir.

İNA yönteminde; gelecekteki nakit akımlarının değerlemenin olduğu tarihe iskonto edilmesinde kullanılan katsayının hesaplanmasında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM, WACC – Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemek için kullanılan bileşenler Ek:1'de verilmiştir.

Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık):

Firma'nın net aktif değeri toplam aktiflerinin adil değerinden toplam yükümlülüklerinin çıkarılması ile bulunmuştur.

$$\text{NET AKTİF DEĞER} = \text{Toplam Aktiflerin Adil Değeri} - \text{Toplam Borçlar}$$



Yukarıdaki formülde görüldüğü gibi, Net Aktif Değer şirketin özkaynaklarına eşit olup bu değerın hesaplanması için bilançoda ilgili ve gerekli düzeltmeler yapılmalıdır. Bu düzeltmeler ve Net Aktif Değer arasındaki ilişki aşağıda sunulmuştur:

Defter Değeri (Toplam Aktifler - Toplam Yükümlölükler)	Adil Değer Düzeltilmeleri	Düzeltilmiş Net Aktif Değer
	Ticari Alacak/Borç, Stok, Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Düzeltilmeleri	

Düzeltilmiş Net Aktif Değerin hesaplanmasında tüm maddi duran varlıkların yeniden değerlendirme çalışmaları dikkate alınmıştır. Şirket'in NAD'ı, Firma tarafından temin edilen geçici VUK bilançoları, güncel ekspertiz raporları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme

Projeksiyon Varsayımları

Wowwo'nun serbest nakit akım projeksiyonu önümüzdeki 5 yılı kapsayacak şekilde 2021-2025 yılları arasında yönelik olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışması Firma'nın fonksiyonel para birimi dikkate alınarak TL cinsinden gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında dikkate alınan TL bazında ortalama TÜFE tahminleri; 2021-2025 yılları arası dönem için TSKB Danışmanlık Hizmetleri'nin öngörülerini yansıtmaktadır.

Tablo 17: Yıllık Ortalama TÜFE Tahminleri

Göstergeler	2021	2022	2023	2024	2025
TÜFE (yıllık, ortalama %)	13,8%	10,8%	10,1%	9,7%	10,1%

Kaynak: TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Firma'nın projeksiyon dönemlerinde gelirlerinin tamamını senetli 2. el araç satışları ve satışlarla ilgili olan diğer gelir kalemlerinden elde edeceği varsayılmıştır. Firma'nın projeksiyon dönemlerindeki gelir öngörülerini; Firma tarafından paylaşılmış olan iş planı ve TSKB tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

2. el otomotiv pazarına yönelik göstergelerden biri noterden devri yapılan araç sayıları diğer 2. el online pazarı ilanlarındaki araç satış adetleri olmaktadır. 2. el online pazardaki araç satış sayılarının 2018-2020 yılları arasında bileşik bazda %11 seviyesinde, noterden devri yapılan araç sayılarının ise 2015-2019 yılları arasında bileşik bazda %9 seviyesinde büyüme kaydettiği hesaplanmaktadır.

Ulu h

Firma'nın hedef müşteri kitlesi finansal sistem dahil olamayan veya olmak istemeyen kişilerden oluşturmaktadır. Firma'nın söz konusu müşteri kitlesi için uyguladığı iş modeli sayesinde mevcut pazardaki büyüme oranlarına ek olarak ivme yakayabilmektedir. Tüm bu göstergelerle birlikte Wowwo'nun 2021-2025 yılları arasında geçmiş dönemde yakaladığı 5 bin adet araç satış miktarına tekrar ulaşacağı öngörülmüştür. Büyümelerin 2021-2022 yıllarında daha hızlı olacağı 2024 yılından itibaren ortalama sektör büyümesine paralel hareket edeceği öngörülmüştür.

Tablo 18: Araç Satış Tahminleri

	2021	2022	2023	2024	2025
Araç Satış Adetleri	3.211	3.853	4.431	4.874	5.362
Büyüme Oranı (%)	30,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%

Firma'nın ortalama araç satış fiyatlarının 2017-2019 yıllarında ortalama TL enflasyonla benzer şekilde hareket ettiği, 2020 yılında ise oluşan fazla talebin etkisiyle fiyat artışının ortalama TL enflasyonun üstünde gerçekleştiği izlenmiştir. Bu kapsamda 2021 yılında geçmiş yılın baz etkisi ve pazardaki gelişmeler de dikkate alınarak ortalama satış fiyatı artış oranının 2021 yılı ortalama TL enflasyon beklentisinin yarısı kadar gerçekleşeceği, izleyen yıllarda ise bu oranın ortalama TL enflasyon beklentisi kadar olacağı öngörülmüştür.

Tablo 19: Araç Satış Fiyatları Tahmini

	2021	2022	2023	2024	2025
Ortalama Araç Satış Fiyatları (adet /TL)	174.928	193.838	213.341	234.120	257.771
Büyüme Oranı (%)	6,9%	10,8%	10,1%	9,7%	10,1%

Firma'nın geçmiş dönemlerde araç satış gelirlerinin yanı sıra geciken ödemelerden tahsil ettiği vade farkı gelirleri, ödemeleri yapılamayan araç satışlarından elde ettiği iptal-iade ceza kesintisi gelirleri ve cüzi seviyede fiyat farkından oluşan diğer gelirleri bulunmaktadır. Söz konusu gelirlerin son 3 yıllık dönemde araç satış gelirleri içerisindeki payının ortalama %3,7 seviyesinde olduğu, izleyen dönemlerde de bu oranın korunacağı varsayılmıştır.

Tablo 20: Diğer Gelirler Varsayımları

	2021	2022	2023	2024	2025
Diğer Gelirler (bin TL)	20.753	27.596	34.928	42.163	51.065
Diğer Gelirler / Araç Satış Gelirleri	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7

Firma'nın 2020 yılında ilk kez gerçekleştirmiş olduğu hasta bezi satışlarının devam edip etmeyeceğinin belirli olmaması nedeniyle projeksiyon dönemlerinde bu gelir kalemi dikkate alınmamıştır.

Firma'nın son 3 yıllık dönemde araç alım maliyeti dışında kasko, vergi gibi diğer maliyetlere katlandığı izlenmekte olup, söz konusu tutarlar tarafımızca ticari mal maliyeti içinde takip edilmiştir. Firma'nın ticari mal maliyetinin 2018-2020 yılları arasında ortalama %74,5 gerçekleşmiş olup, projeksiyon dönemlerinde de korunacağı varsayılmıştır.

Tablo 21: Maliyet Varsayımları

	2021	2022	2023	2024	2025
Ticari Mal Maliyeti (bin TL)	418.375	556.324	704.143	849.999	1.029.454
Birim Araç Alım Maliyetleri (Adet/TL)	130.294	144.380	158.906	174.384	192.000
Araç Birim Maliyeti / Araç Birim Satış Fiyatı	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%	74,5%

Firma'nın faaliyet giderlerinin 2018-2020 yılları arasında ortalama araç satış fiyatına oranının ortalama %7,1 seviyesinde gerçekleştiği, projeksiyon dönemlerinde de bu oranının korunacağı öngörülmüştür.

Tablo 22: Faaliyet Gideri Varsayımları

	2021	2022	2023	2024	2025
Birim Faaliyet Giderleri (TL)	12.393	13.733	15.115	16.587	18.263
Faaliyet Gideri / Ortalama Araç Satış Fiyatı	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%

Söz konusu varsayımlar dahilinde projeksiyon dönemlerinde Firma'nın FAVÖK marjının %21 seviyesinde olacağı hesaplanmaktadır.

Tablo 23: FAVÖK Varsayımları

	2021	2022	2023	2024	2025
FAVÖK (bin TL)	124.275	165.251	209.160	252.485	305.791
FAVÖK Marjı (%)	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%

Firma'nın mevcut faaliyet döngüsü değerlendirildiğinde alacak tahsil sürelerinin uzun olması nedeniyle yüksek seviyede işletme sermayesi ihtiyacı ile faaliyet gösterdiği izlenmektedir. Projeksiyon dönemlerinde Firma'nın faaliyet döngü sürelerinin geçmiş dönem faaliyet sürelerine benzer olacağı dolayısıyla ONİS/Ciro oranının geçmiş dönem ortalamasına benzer kalacağı öngörülmüştür.

Tablo 24: İşletme Sermayesi Varsayımları

İşletme Sermayesi	2021+
Alacak Tahsil Süresi	230
Satıcı Vadesi	10
Müşteri Avansları/Ciro	0,1
Stok Tutma Süresi	7
ONİS/Ciro (%)	63

İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

İndirgenmiş nakit akımı (İNA) yönteminde; nihai değer (terminal value) kapsamında uzun vadeli büyüme beklentileri ve değerlemeye konu son yıllardaki büyüme oranları göz önünde bulundurularak nakit akımları için nihai büyüme oranı (terminal growth rate) öngörülmüştür. Nihai değer sonsuza dek gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımlarını temsil eder. Nihai değer (terminal value) kapsamında nihai büyüme oranı (terminal growth rate) olarak uzun vadeli TL enflasyon beklentisi olan %4,9 öngörülmüştür.

Serbest nakit akımı projeksiyonları 2021-2025 yılları arasında öngörülen satış tutarları ve maliyetleri sonucunda hesaplanmış ve bugüne indirgenmiştir. Geleceğe yönelik beklentiler kapsamında belirtilen varsayımlar dikkate alınarak hesaplanan indirgenmiş nakit akımları aşağıda sunulmuştur:

Tablo 25:Wowwo İndirgenmiş Nakit Akımları

Wowwo (Bin TL)	2021	2022	2023	2024	2025	Sonsuz
Satışlar	582.445	774.492	980.280	1.183.335	1.433.165	1.503.391
Maliyetler (amortisman dahil)	(459.878)	(610.596)	(772.123)	(931.871)	(1.128.484)	(1.183.616)
EBIT	122.568	163.896	208.157	251.464	304.682	319.775
EBITDA	124.275	165.251	209.160	252.485	305.791	320.775
EBITDA Marjı	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT * (1-t)	98.054	131.117	166.526	201.171	243.745	255.820
Amortisman	1.707	1.355	1.003	1.021	1.109	1.000
Yatırım	(300)	(332)	(366)	(402)	(442)	(1.000)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	(85.668)	(121.341)	(130.041)	(128.265)	(157.816)	(44.242)
Net Nakit Akımı (=)	13.793	10.798	37.122	73.526	86.597	211.578
WACC	19,29%	18,90%	18,51%	18,12%	17,92%	17,92%
İndirgenmiş Net Nakit Akımları	12.629	8.315	24.120	40.445	40.395	98.694

Tarafımızca hesaplanan serbest nakit akımları değişken olmak üzere ortalama %18,5 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM-WACC) üzerinden indirgenmiştir. AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylı bilgi Ek:1’de yer almaktadır. Nihai değer (terminal value) kapsamında ise uzun vadeli büyüme beklentileri göz önünde bulundurulduğunda nakit akımları için öngörülen %4,9 oranındaki nihai büyüme oranı kullanılarak nihai değer hesaplanmış ve bugüne indirgenmiştir. İndirgenen serbest nakit akımları ve nihai değer ile girişim değeri yaklaşık **883,7 milyon TL** olarak hesaplanmaktadır. Girişim değerinin yaklaşık %14’lük kısmı net nakit akımlardan elde edilen değerlerden oluşurken, %86’lık kısmının sonsuz değerden elde edilen değerden oluştuğu hesaplanmaktadır. Söz konusu durum Firma’nın büyüme gösterdiği 5 yıllık projeksiyon döneminde yüksek işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklanmaktadır.

İNA yöntemine göre hesaplanan girişim değerinden 31.12.2020 tarihi itibarıyla toplam finansal borçlarının, grup içiortaklara/ilişkili taraflara borçlarının, kıdem tazminatı karşılıklarının, vadesi geçmiş vergi yükümlülükleri ile ödenecek kurumlar vergisi ve faiz gider tahakkuklarının düşülüp; grup

içi/ortaklara/ilişkili taraflardan alacakların, hazır değerlerin, faaliyet dışı maddi duran varlıkların eklenmesiyle özsermaye değeri yaklaşık **742,2 milyon TL** olarak hesaplanmaktadır.

Girişim değeri üzerinden özsermaye değeri hesaplamasında kullanılan bakiyeler Firma'nın beyan etmiş olduğu 31.12.2020 yılsonu geçici finansal verilere dayanmakta olup, herhangi bir değişiklik olması durumunda güncellenmesi gerekmektedir.

Tablo 26: İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

		(Bin TL)
2020/12 itibarıyla		
Net Nakit Akımlarından Elde Edilen Girişim Değeri	14%	125.904
Terminal Değerden Elde Edilen Girişim Değeri	86%	757.782
Toplam Girişim Değeri	100%	883.685
(-) Toplam Finansal Borçlar (31.12.2020)		
		240.107
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı (31.12.2020)		
		1.204
(-) Vadesi Geçmiş Vergi Yükümlülükleri ile Ödenecek Kurumlar Vergisi *(31.12.2020)		
		27.752
(-) Faiz Gider Tahakkukları (31.12.2020)		
		1.375
(+) Net Grup içi/ilişkili Taraflardan Alacaklar (31.12.2020)		
		74.970
(+) Faaliyet Dışı Maddi Duran Varlıkların Değeri (31.12.2020)		
		40.435
(+) Hazır Değerler (31.12.2020)		
		13.519
Özsermaye Değeri		742.171

*Vadesi geçmiş vergi yükümlülükleri ile 2020 yılı gelir vergisi tutarı dikkate alınmış olup, geçici ödenen vergiler tutardan mahsup edilmiştir.

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık) Yöntemine Göre Değerleme

Wowwo'nun Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık) yöntemi ile değerinin tespitinde, Firmadan temin edilen 31.12.2020 tarihli geçici finansal verileri dikkate alınmış olup; Firma'nın stoklarında bulunan araçların ve ticari alacaklarının güncel değerlerini yansıttığı kabul edilmiş, Firma'nın operasyonlarına kullanmadığı maddi duran varlıkları için ise Firma tarafından yaptırılmış olan ekspertiz raporlarında tespit edilen değerleri göz önünde bulundurulmuş ve 31.12.2020 tarihli net aktif değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir.

Firma'nın sahip olduğu yukarıda bahse konu olan maddi duran varlıklarına ilişkin değer düzeltmesi yapılmıştır. Maddi duran varlıklarının piyasa değerinin hesaplanmasında, De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından gerçekleştirilen **15 Ocak 2021** rapor tarihli ve **2021-045** sayılı Tekirdağ İli Ergene İlçesi Sağlık Mahallesi 1493 Parselde kayıtlı "Tarla" nitelikli ana taşınmazı, **15 Ocak 2021** rapor tarihli ve **2021-0059** sayılı Cumhuriyet Mahallesi, Hürriyet Caddesi, 2949 Ada 7 Parsel, Esenyurt / İSTANBUL adresinde bulunan ve Innovia Projesi 1. Etap bünyesinde yer alan 1.073 adet konut vasıflı taşınmazın içinde Wowwo E Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş.'ye ait 4 adet bağımsız bölümü, **15 Ocak 2021** rapor tarihli ve **2021-0060** sayılı Yeşilkent Mahallesi, Nazım Hikmet Bulvarı, 2947 Ada, 48-49-50-51-52-54 nolu parseller, Esenyurt / İSTANBUL adresinde bulunan ve

Innovia Projesi 2. Etap bünyesinde yer alan 18 adet ticari ünite bölümü, **15 Ocak 2021** rapor tarihli ve **2021-0061** sayılı Cumhuriyet Mahallesi, Hürriyet Caddesi, 2945 Ada 35 Parsel, Esenyurt / İSTANBUL adresinde bulunan ve Innovia Projesi 3. Etap bünyesinde yer alan 1 adet ticari vasıflı bağımsız bölümü konu eden değerleme raporları dikkate alınmıştır. De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan değerleme raporunda emsal karşılaştırma ve maliyet yaklaşımı uygulanmıştır. Söz konusu maddi duran varlıkların detayları Ek:4'te sunulmuştur.

Tablo 27: Wowwo Düzeltilmiş Net Aktif Değer

31.12.2020 İtibarıyla	Wowwo (Bin TL)
Aktif Toplamı	434.433
(+) Faaliyet Dışı Maddi Duran Varlıklar Değer Düşüklüğü (31.12.2020)	(463)
Düzeltilmiş Aktif Değeri	433.970
(-) Kısa Vadeli Borçlar	141.551
(-) Uzun Vadeli Borçlar	150.953
(-) Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	1.204
Düzeltilmiş Net Aktif Değer	140.262

Firma'nın 31.12.2020 tarihi itibarıyla düzeltme farkları dâhil edilerek hesaplanan düzeltilmiş **Net Aktif Değeri 140,3 milyon Türk Lirası** seviyesindedir.

Handwritten signature

Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu

Wowwo E-Ticaret Telekomünikasyon ve Teknoloji A.Ş. 'nin değer tespitine yönelik kabul görmüş iki farklı yöntem kapsamında hesaplanan firma ve özsermaye değerleri aşağıda sunulmaktadır;

Tablo 28: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri (Bin TL)	883.685
(-) Toplam Finansal Borçlar	240.107
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı	1.204
(-) Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	27.752
(-) Faiz Gider Tahakkukları	1.375
(+) Net Grup içi/ilişkili Taraflardan Alacaklar	74.970
(+) Faaliyet Dışı Maddi Duran Varlıkların Değeri	40.435
(+) Hazır Değerler	13.519
Özsermaye Değeri (Bin TL)	742.171

Tablo 29: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

(Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Net Aktif Değer	140.262

Firmanın faaliyetlerinin artış trendinde olması, büyüme potansiyelini ve faaliyet değerini daha iyi yansıtabildiği için İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre ulaşılan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

Tablo 30: Wowwo Özsermaye Değeri

31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)	Değerleme Sonucu	Oran (%)	Özsermaye Değeri
İNA Yöntemine Göre	742.171	100%	742.171
NAD Yöntemine Göre	140.262	0%	0
Wowwo Özsermaye Değeri			742.171

Sonuç olarak, Wowwo'nun İNA yöntemine göre hesaplanan değer in Firma'nın makul değerini yansıttığı göz önünde bulundurularak özsermaye değeri **742,2 milyon TL** olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi firma tarafından sağlanan Vergi Usul Kanununa göre düzenlenmiş geçici 31.12.2020 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Türkiye İmar Kalkınma Bankası A.Ş.
Menkul Değerler Yat. A.Ş. Şişli 34427 İstanbul
Tic. Sic. No. 425591 | www.uskb.com.tr

Ekler

Ek:1 İndirgeme Oranı ve Bileşenlerinin Belirlenmesi

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC) teorik ifadesi aşağıdaki gibidir.

$$WACC = (\text{Borç} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye})) * \text{Borç Maliyeti} * (1 - \text{Vergi Oranı}) + (\text{Özsermaye} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye})) * \text{Özsermaye Maliyeti}$$

Firma'nın özsermaye maliyeti (cost of equity) ve borçlanma maliyeti (cost of debt), bu bileşenlerin piyasa değerleri üzerinden ağırlıklandırılarak ortalama Firma'nın sermaye maliyeti hesaplanmaktadır.

Ağırlıkların Belirlenmesi

Borç/(Borç+Özsermaye) ve Özsermaye/(Borç+Özsermaye) ağırlıklarının belirlenmesinde varsa geleceğe yönelik potansiyel finansman ihtiyaçları dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar sonucu oluşan proforma bilançolardaki borç tutarları ile Firma'nın hesaplanan özsermaye değeri üzerinden, her yıl değişen oranlar hesaplanmaktadır.

Maliyetlerin Belirlenmesi

Borçlanma Maliyeti

Borçlanma Maliyeti (Cost of debt) olarak Firma'nın kullanacağı kredilerin ortalama maliyeti ve piyasa koşullarına paralel seviyelerde izleneceği varsayılmıştır. Firma'nın borçlanma maliyeti her yıl değişken olmak üzere 2021 yılı için %24 olarak alınmış, söz konusu oranın 2025 yılına kadar ki süreçte kademeli olarak %17 seviyesine gerileyeceği dikkate alınmıştır.

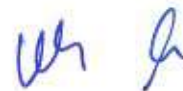
Vergi oranı olarak Türkiye'de geçerli (t) kurumlar vergisi oranı; %20 olarak alınmıştır.

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Matematiksel ifadesi:

$$Re = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

CAPM modelindeki R_f oranı, risksiz getiri oranını ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında R_f oranı olarak, 10 yıl vadeli TL cinsinden tahvilin son bir yıllık ortalama getirisi (%12,4) dikkate alınmıştır.



Bileşenlerinin Belirlenmesi

(Rm- Rf) oranı ise piyasadaki risk oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı belirtmektedir. Firma'nın değerlendirme çalışmasında risk primi olarak genel kabul görmüş olan %5,5 seviyesi dikkate alınmıştır.

Beta seviyesi firmaların borç sermaye dengesinden etkilenmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarında işlem gören firmaların piyasa verisi niteliğindeki kaldıraçlı betalarını (levered beta) borç sermaye dengesinden arındırmak gerekmektedir. Bu işlem sonunda elde edilen betaya kaldıraçsız (unlevered beta) denmekte ve kendi firmamızın borç sermaye oranı ile tekrar kaldıraçlandırılarak hedef firmanın özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmaktadır.

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Kaldıraçlı Beta}}{1 + \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}$$

Çalışmamızda beta, Firmanın faaliyet konusu ile doğrudan benzer faaliyeti yürüten halka açık Firma örneklemi bulunmadığı için 1 olarak dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranına risk primi eklenmiştir. Yukarıda belirtilen hesaplama ve varsayımlar ışığında Wowwo için yıllar itibarıyla hesaplanan sermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM – WACC) oranları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 31: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

WACC		2021	2022	2023	2024	2025
Risksiz Getiri Oranı	Rf	12,40%	12,40%	12,40%	12,40%	12,40%
Risk Primi	Rm-Rf	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Kaldıraçsız Beta	β_u	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kaldıraçlı Beta	β_L	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26
Borçlanma Maliyeti	Rd	24,0%	22,0%	20,0%	18,0%	17,0%
Efektif Vergi Oranı	t	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Beta * (Rm-Rf)		6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Özsermaye Maliyeti (Rf+Beta*(Rm-Rf)	Re	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	WACC	19,29%	18,90%	18,51%	18,12%	17,92%

Handwritten signature

Ek:2 Düzeltilmemiş Finansal Tablolar (VUK)

Bin TL	2017	2018	2019	2020/12
Dönen Varlıklar	121.229	124.357	290.297	300.956
Hazır Değerler	14.251	8.814	16.812	13.519
Ticari Alacaklar (net)	99.105	78.445	238.122	256.087
Stoklar	4.585	4.759	9.267	15.479
Diğer Stoklar	4.585	4.759	9.267	15.479
Diğer Dönen Varlıklar	3.288	32.339	26.096	15.871
Duran Varlıklar	150.110	397.565	135.440	133.479
Maddi Duran Varlıklar (net)	17.013	71.073	35.955	39.046
Yapılmakta Olan yatırımlar	8.517	37.297	588	-
Ortaklardan Alacaklar (net)	-	-	33.466	12.071
Diğer Duran Varlıklar	124.580	289.195	65.431	82.362
AKTİF TOPLAMI	271.339	521.922	425.737	434.435
Kısa Vadeli Borçlar	121.165	106.304	95.756	134.300
Kısa Vadeli Banka Kredileri	91.431	72.815	34.077	89.153
Ticari Borçlar	7.062	22.221	13.518	6.464
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	22.672	11.268	48.161	38.683
Uzun Vadeli Borçlar	105.133	304.411	212.245	150.957
Diğer Finansal Borçlar	98.244	277.229	212.245	150.957
Ortaklara Borçlar (Net)	6.889	27.182	-	-
Özsermaye	45.041	111.207	117.736	149.178
Ödenmiş Sermaye	20.000	100.000	100.000	100.000
Kâr Yedekleri	25.041	11.207	17.736	49.178
PASİF TOPLAMI	271.339	521.922	425.737	434.435

Bin TL	2017	2018	2019	2020/12
Net Satışlar	365.730	499.655	212.469	406.485
Satışların Maliyeti	(281.789)	(412.969)	(171.160)	(334.511)
Esas Faaliyet Kârı	83.941	86.686	41.309	71.974
FAVÖK	84.967	88.318	42.882	73.166
Finansman Giderleri (Net)	(9.759)	(59.029)	(62.939)	(69.077)
Faiz Giderleri	(10.081)	(64.831)	(75.825)	(57.791)
Faiz Geliri ve M.K. Karı/Zararı	326	5.819	12.477	3.776
Kambiyo Kar/Zararı(Net)	(4)	(17)	409	(15.062)
Diğer Gelir-Gider (Net)	(42.577)	(13.874)	31.031	28.546
Devre Kârı	31.605	13.783	9.401	31.443
Vergi	(6.481)	(3.854)	(2.874)	-
Net Kâr	25.124	9.929	6.527	31.443
Yaratılan Fon	68.804	33.682	(7.609)	16.553

Uk h

Ek:3 Düzeltmelere İlişkin Yapılan Değişiklikler

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	101	Alınan Çekler	-	-	552	552
Aktarılan Tutar			-	-	552	552
Düzeltilmiş	101	Alınan Çekler	-	-	-	-
Düzeltilmiş	121	Alacak Senetleri	107.912	91.352	228.012	206.201

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	103	Verilen Çekler	-	-	-	-1.079
Aktarılan Tutar - 321			-	-	-	1.079
Düzeltilmiş	103	Verilen Çek Ödeme Emri	-	-	-	-
Düzeltilmiş	321	Borç Senetleri	1.095	2.784	2.970	1.716

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	136	Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	1.772	23.237	25.907	15.712
Düzeltilmemiş	132	İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.481	22.446	25.118	2.536
Aktarılan Tutar	120	Alicılar				
		İlişkili Taraf Senedi (Kamil Engin Yeşil)	-	-	-	55.776
		Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-	-	-	-
		Yeşil Yapı Ltd.A.Ş.	-	-	112	-
		Yeşil Global İnş. Turizm Otelcilik A.Ş.	-	-	767	-
		Yeşil Holding A.Ş.	-	-	-	-
		Yeşil Kundura A.Ş.	-	-	669	-
		Grup Firmaları	-	-	-	14.904
Düzeltilmiş	132	İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.481	22.446	26.666	73.216
Düzeltilmiş	120	Alicılar	293	76	284	1.662
Düzeltilmiş	136	Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	291	791	789	808

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	120	Alicılar	293	76	31.795	4.639
Aktarılan Tutar-131		Yeşil Holding A.Ş.			26.639	
		Ortadoğu Enerji San. Ve Tic.A.Ş.			3.324	438
Düzeltilmiş	131	Ortaklardan Alacaklar	400	18	63.428	12.509
Düzeltilmiş	120	Alicılar	293	76	284	1.665

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	121	Alacak Senetleri	107.912	91.352	227.460	261.425
Aktarılan - 136		İlişkili Taraf Senedi (Kamil Engin Yeşil)	-	-	-	55.776
Düzeltilmiş	121	Alacak Senetleri	107.912	91.352	228.012	206.201
Düzeltilmiş	132	İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.481	22.446	26.666	73.216

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	136	Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	1.772	23.237	25.907	15.712
Aktarılan Tutar -132		Çeşitli Alacaklar	1.481	22.446	25.118	14.904
Düzeltilmiş	136	Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	291	791	789	808
Düzeltilmiş		İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.481	22.446	26.667	73.216

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	320	Satıcılar	5.966	4.952	10.599	4.855
Aktarılan Tutar - 336		Yeşil Holding A.Ş.			4.261	
Düzeltilmiş	320	Satıcılar	5.966	4.952	6.337	4.855
Düzeltilmiş	336	Ortaklara Borçlar	7.289	41.985	4.261	-

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	321	Borç Senetleri	1.095	17.569	2.970	637
Aktarılan Tutar - 331		İlişki Taraf Bakiyesi		14.785		
Düzeltilmiş	321	Borç Senetleri	1.095	2.784	2.970	1.716
Düzeltilmiş	331	Ortaklara Borç	7.289	41.985	4.261	-

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	360	Ödenecek Vergi ve Fonlar	6.285	5.286	12.557	1.507
Aktarılan Tutar		Ödenecek Vergi Hesabı				7.249
Düzeltilmiş	360	Ödenecek Vergi ve Fonlar	6.285	5.286	12.557	8.756

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	602	Diğer Gelirler	82	1.465	793	1.004
Aktarılan Tutar	649	Senet Vade Farkı Geliri	273	2.544	7.426	7.204
	649	İptal-lade Ceza Kesintisi Geliri	1.359	6.575	4.039	4.861
Düzeltilmiş	602	Diğer Gelirler	1.699	10.546	12.254	12.847
Düzeltilmiş	649	Diğer Olağan Gelir Ve Karlar	16	37	5	223

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	649	Diğer Olağan Gelir Ve Karlar	1.633	9.118	11.466	12.066
Aktarılan Tutar	602	5510 Sayılı Kanun'dan Doğan İndirim	15	37	4	222
Düzeltilmiş	649	Diğer Olağan Gelir Ve Karlar	16	37	5	223

Mali Tablo	Hesap	Hesap İsmi	2017	2018	2019	2020
Düzeltilmemiş	631	Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri	15.286	48.576	27.227	34.121
Aktarılan Tutar-621		Araçlara İlişkin Giderler (Kasko vb.)	27	23.978	10.416	6.803
Düzeltilmemiş	621	Ticari Mal Maliyeti	264.007	381.213	151.839	305.254
Düzeltilmiş	631	Satış ve Pazarlama Giderleri	15.259	24.598	16.811	27.318

Handwritten signature

Ek:4 Maddi Duran Varlıklara İlişkin Değerleme

Hesap Kodu	Hesap İsmi	Muhasebe Kayıtlı Değeri (TL)	Ekspertiz Değeri (TL)	Değer Düşüklüğü / Artışı (TL)
250.01.001.002	Çorlu Marmaracık Arsa/1 Pafta-1493	3.852.200	2.500.000	1.352.200
252.01.001.001	Innovia 6B Blok - 29 Nolu Daire	400.000	430.000	-30.000
252.01.001.002	Innovia 6B Blok - 52 Nolu Daire	578.000	625.000	-47.000
252.01.001.003	Innovia 7A Blok - 76 Nolu Daire	336.000	365.000	-29.000
252.01.001.004	Innovia 5A Blok - 27 Nolu Daire	336.000	365.000	-29.000
252.01.002.001	E Çarşı 1.Bodrum Kat - 6 Nolu Ticari Ünite	728.364	850.000	-121.636
252.01.002.002	E Çarşı 1.Bodrum Kat - 7 Nolu Ticari Ünite	194.649	250.000	-55.351
252.01.002.003	E Çarşı 1.Bodrum Kat - 8 Nolu Ticari Ünite	119.301	150.000	-30.699
252.01.002.004	E Çarşı Zemin Kat - 15 Nolu Ticari Ünite	452.088	550.000	-97.912
252.01.002.005	E Çarşı Zemin Kat - 16 Nolu Ticari Ünite	326.508	375.000	-48.492
252.01.002.006	E Çarşı Zemin Kat - 17 Nolu Ticari Ünite	1.770.678	2.000.000	-229.322
252.01.002.007	E Çarşı Zemin Kat - 18 Nolu Ticari Ünite	772.317	900.000	-127.683
252.01.002.008	E Çarşı Zemin Kat - 27 Nolu Ticari Ünite	1.180.452	1.450.000	-269.548
252.01.002.009	B Çarşı - 2 Nolu Ticari Ünite	1.750.000	1.835.000	-85.000
252.01.002.010	B Çarşı Zemin + 1.Kat - 6 Nolu Ticari Ünite	3.600.000	3.625.000	-25.000
252.01.002.011	F Çarşı Bodrum+Zemin + 1.Kat - 1 Nolu Ticari Ünite	2.550.000	2.950.000	-400.000
252.01.002.012	B Çarşı Zemin Kat - 5 Nolu Ticari Ünite	370.461	465.000	-94.539
252.01.002.013	B Çarşı Zemin Kat - 7 Nolu Ticari Ünite	521.157	650.000	-128.843
252.01.002.014	E Çarşı 1.Bodrum Kat - 4 Nolu Ticari Ünite	194.649	250.000	-55.351
252.01.002.015	E Çarşı 1.Bodrum Kat - 5 Nolu Ticari Ünite	728.364	850.000	-121.636
252.01.002.016	M Çarşı 1 Nolu Ticari Ünite	5.275.253	5.300.000	-24.747
252.01.002.017	M Çarşı 2 Nolu Ticari Ünite	5.013.541	5.025.000	-11.459
252.01.002.018	M Çarşı 4 Nolu Ticari Ünite	6.388.284	6.400.000	-11.716
252.01.002.022	Innovia 3 A1 Blok 17 Nolu Ticari Ünite	3.460.000	2.275.000	1.185.000
	Toplam	40.898.266	40.435.000	(463.266)

Uşu

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 25.08.2010

No : 204694

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ İLERİ DÜZEY LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Onur AKSOY

Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansını almaya hak kazanmıştır.



İlkey ARIKAN
GENEL SEKRETER



E.Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 16.03.2012

No : 205785

**SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ
İLERİ DÜZEY LİSANSI**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Utku ÖZTOK

Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlker Arıkan

İlker ARIKAN
GENEL SEKRETER



K. Atilla Köksal

K. Atilla KÖKSAL
BAŞKAN