

2013



ARTİDEĞER ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ
Mimar Sinan Mah. Mimar Sinan Cad. Birlik İş Merkezi No: 15 Kat:2 Daire: 2
Çekmeköy/İstanbul Tel : +90 216 641 6005 Fax : 641 6004

www.taskinternational.com

ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİCARET A.Ş.

A. SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ	3
1. Raporun Kapsamı	5
1.1. Değerlemenin Amacı	5
1.2. Değer Standardı ve Tanımı	5
1.3. Değerleme Tarihi	5
1.4. Değerlemenin Kapsamı	5
1.5. Kısıtlayıcı Koşullar	6
2. Şirket Bilgileri	6
2.1. Şirket Ünvanı, Adres Bilgileri, Faaliyet Alanı ve Ortaklık Yapısı Hakkında Bilgiler	6
2.2. Mali Tablolar	7
3. Ekonomik Bilgiler	8
3.1. Dünya Ekonomisi	8
3.2. Türkiye Ekonomisi	14
4. Akaryakıt Sektörü	21
4.1. Dünya Petrol Talebi	21
4.2. Türkiye Akaryakıt Sektörü	22
5. Değerleme Yaklaşımı	26
5.1. Şirket Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	26
5.1.1. Pazar Yaklaşımı	26
5.1.2. Varlık Esaslı Yaklaşım	26
5.1.3. Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı	27
6. Değerleme Sonuçları	27
6.1. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler	27
6.1.1. Pazar Yaklaşımının Sonuçları (Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi)	27
6.1.2. Varlık Yaklaşımı Sonuçları (Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi)	28
6.1.3. Gelir Yaklaşımı Sonuçları (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi)	32
6.1.3.1. İskonto (İndirgeme) Oranı	32
6.1.3.2. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi	32
6.1.3.3. Projeksiyonun Kapsadığı Süre	33
6.1.3.4. Enflasyon	33
6.1.3.5. Satış Gelirleri	33
6.1.3.6. Satışların Maliyeti	34
6.1.3.7. Faaliyet Giderleri	35
6.1.3.8. Amortisman	35
6.1.3.9. Yatırım Harcamaları	35
6.1.3.10. Vergi	35
6.1.3.11. Projeksiyon Nakit Akışları	36
7. Sonuç	37

A. SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ'nin talebi üzerine ve 13.01.2014 tarihli sözleşmeye istinaden Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "pazar değeri", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilerek el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar değerinin tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (seri:VIII, no:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Artı Değer Uluslararası Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.'nin 17.07.2003 tarih ve 39/875 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Kararı ile Gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilecek kuruluşlar için belirlenmiş asgari niteliklere sahip olduğunu,
- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla 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, değerlendirme yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,

Beyan ederiz.

Görüşümüze göre, *raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında*, değerlemeye konu şirketin 30.06.2013 tarihli mali tablolara göre hesaplanan pazar değeri 22.500.000 TL 'dir.

06 Mart 2014

Süleyman TAF

Ortak

ARTI DEĞER UUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE YMM. A.Ş.

Task International INC.

1. Raporun Kapsamı

1.1. Değerlemenin Amacı

Bu rapor, Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ'nin ve 13.01.2013 tarihli sözleşmeye istinaden, Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporun amacı, şirket yönetimi, hissedarlar ve ilgili tarafların yasal, mali ve ticari hususlarda alacakları kararlarda yardımcı olacak bağımsız bir görüş sunmaktır.

1.2. Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan "pazar değeri", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

"Pazar değerinin" belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Diğer taraftan, bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği de açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

1.3. Değerleme Tarihi

Değerlemenin yürürlük tarihi 30.06.2013 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, mali ara dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

1.4. Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (seri:VIII, no:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Çalışmalarımız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, şirketin mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır.

1.5. Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Artı Değer Uluslararası Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir. Raporda kullanılan veriler şirket yönetimi, kamu kurumları (Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu, Devlet Planlama Teşkilatı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası vb), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır.

Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Artı Değer Uluslararası Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor, talep eden müşterinin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Artı Değer Uluslararası Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

2. Şirket Bilgileri

2.1. Şirket Ünvanı, Adres Bilgileri, Faaliyet Alanı ve Ortaklık Yapısı Hakkında Bilgiler

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş., 593975 ticaret sicil numarası ile faaliyetlerini Büyükdere Caddesi Metrocity İş Merkezi A Blok No:171 K:17 Levent Şişli İSTANBUL adresinde sürdürmektedir. Şirketin faaliyet alanları; petrol ve petrol ürünü, Fuel Oil, mazot, LPG akaryakıt alım satımı dahili ticareti, ihracatı ve ithalatı yapmaktır. Şirket, her türlü menkul ve gayrimenkulleri makine demirbaş tesisatları alır, satar kiralar veya kiraya verir, kara hava ve deniz nakli vasıtalarını alır, satar, kiralar ve kiraya verir, bunlar üzerinde aynı veya şahsi tasarruflarda bulunabilir, şirket lehine ipotek tescil ve tesis edebilir. Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2013 tarihi itibari ile sermayesi 960.000 TL olup ortaklık paylarının dağılımı aşağıda verilmiştir.

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Metro Ticari ve Mali Yatırımlar A.Ş.	921.600	96,00%
Fatma Öztürk	38.400	4%
Toplam	960.000	1

2.2. Mali Tablolar

Şirketin 30 Haziran 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihli, bağımsız denetimden geçmiş bilanço ve gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.
30.06.2013 ve 31.12.2012 Dönemlerine Ait Bilançoları

	Sınırlı İncelemeden Geçmiş 30.06.2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2012
VARLIKLAR		
Cari / Dönen Varlıklar	1.377.000	278.030
Nakit ve Nakit Benzerleri	180	180
Ticari Alacaklar		
- İlişkili Taraflar	1.375.207	276.237
- İlişkili Olmayan Taraflar	--	--
Diğer Alacaklar		
- İlişkili Taraflar	--	--
- İlişkili Olmayan Taraflar	1.613	1.613
Diğer Dönen Varlıklar	--	--
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	1.890.542	1.905.023
Maddi Duran Varlıklar	1.616.689	1.631.007
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	--	--
Ertelemiş Vergi Varlığı	273.853	274.016
TOPLAM VARLIKLAR	3.267.542	2.183.053
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.423.987	1.065.306
Finansal Borçlar	--	--
Ticari Borçlar		
- İlişkili Taraflar	402.494	402.494
- İlişkili Olmayan Taraflar	6.544	3.814
Diğer Borçlar		
- İlişkili Taraflar	640.783	592.516
- İlişkili Olmayan Taraflar	9.219	1.152
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	83.454	59.106
Kısa Vadeli Karşılıklar		
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	--	--
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	114.200	--
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	167.293	6.224
Uzun Vadeli Yükümlülükler	--	754
Kıdem Tazminatı Karşılığı	--	754
ÖZKAYNAKLAR	1.843.555	1.116.993
Ödenmiş Sermaye	960.000	960.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	332.356	332.356
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(175.363)	(758.733)
Net Dönem Karı/Zararı	726.562	583.370
TOPLAM KAYNAKLAR	3.267.542	2.183.053

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.
30.06.2013 ve 31.12.2012 Dönemlerine Ait Gelir Tabloları

	<u>30.06.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Satış Gelirleri	--	--
Satışların Maliyeti (-)	--	--
BRÜT ESAS FAALİYET KARI	--	--
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	--	--
Genel Yönetim Giderleri (-)	(19.689)	(68.421)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	--	--
Diğer Faaliyet Gelirleri	754	615
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(114.200)	(547)
FAALİYET KARI/ZARARI	(133.135)	(68.353)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	992.034	757.299
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	--	--
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	--	--
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	858.899	688.946
Finansal Giderler (-)	(107.825)	(81.378)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	751.074	607.568
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(24.512)	(24.198)
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	(24.349)	(124.106)
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	(163)	99.908
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	726.562	583.370
DURDURULAN FAALİYETLER		
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	--	--
DÖNEM KARI/ZARARI	726.562	583.370

3. Ekonomik Bilgiler

3.1. Dünya Ekonomisi

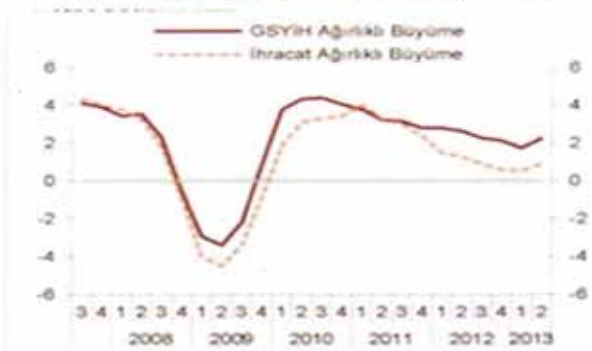
2013 ilk dokuz aylık dönemde açıklanan veriler, küresel büyümenin yılın ikinci çeyreğinde sınırlı bir miktar artış gösterdiğine işaret ederken, söz konusu artışın genel olarak gelişmiş ekonomilerde gözlenen canlanmadan kaynaklandığı görülmektedir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerde ise iktisadi faaliyetin yavaşlamaya devam ettiği izlenmiştir.

2013 Temmuz ayından bugüne açıklanan veriler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme görünümündeki bu ayrışmanın yılın kalan döneminde de devam edeceğine işaret etmektedir. Küresel büyümedeki sınırlı iyileşmeye paralel olarak 2013 yılı dokuz aylık dönem emtia fiyatlarında da ılımlı bir artış meydana gelmiş ancak söz konusu ılımlı artışın gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmadığı gözlenmiştir.

2013 yılı geçen 9 aylık dönemde küresel para politikası açısından en önemli gelişme, Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin, varlık alımlarını yakın dönemde azaltabileceğine dair Mayıs ayında yapmış olduğu açıklamalarına karşın, beklentilerin aksine, Eylül ayında varlık alım miktarında azaltmaya gitmeyip azaltmanın zamanlamasına dair bilgi de vermemiş olmasıdır. Fed'in varlık alımlarını aynı şekilde devam ettirecek olması, küresel likiditedeki artışın Eylül ayından itibaren yavaşlamaya başlayacağına dair endişeleri bir nebze olsun gidererek, kısa vadede finansal piyasaları rahatlatmıştır. Ne var ki, varlık alım programındaki muhtemel değişikliğin zamanlamasına ve miktarına ilişkin net bir bilgi verilmediğinden Fed'in para politikasının normalleşme sürecine ilişkin belirsizliğin, 2013 2. Çeyreğine kıyasla, artmış olduğu değerlendirilmektedir. Buna bağlı olarak, düşüş eğiliminde olan gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerindeki aşağı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde de canlı kalmaya devam edeceği öngörülmektedir. Buradan hareketle, küresel para politikasına dair belirsizliklerin uzun sürmesi ve bunun sonucunda sermaye çıkışlarının devam etmesi durumunda, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın olumsuz etkilenebileceği değerlendirilmektedir.

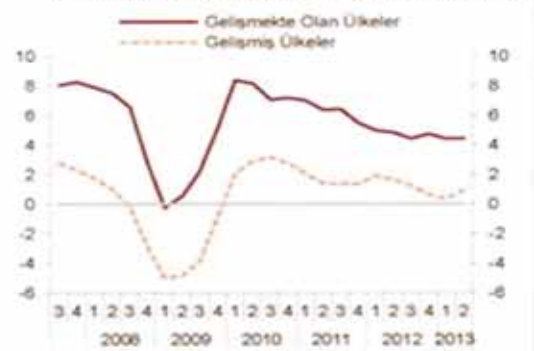
Küresel iktisadi faaliyet yılın ikinci çeyreğinde, sınırlı da olsa yukarı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 1). Bu gelişmede, gelişmiş ülkelerde yaşanan olumlu büyüme performansı etkili olmuştur. Bu dönemde ABD, Japonya ve İngiltere gelişmiş ülkeler büyümesine pozitif katkı yaparken, Euro Bölgesi'nde yaşanan resesyonun hız kaybettiği görülmektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızı söz konusu dönemde gerilemiştir (Grafik 2).

Grafik 1 Küresel Büyüme Oranları* (Yüzde Değişim, Yıllık)



(*) İhracat ağırlıklı endeks oluşturulurken ülkeler Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır. Kaynak: Bloomberg, TCMB.

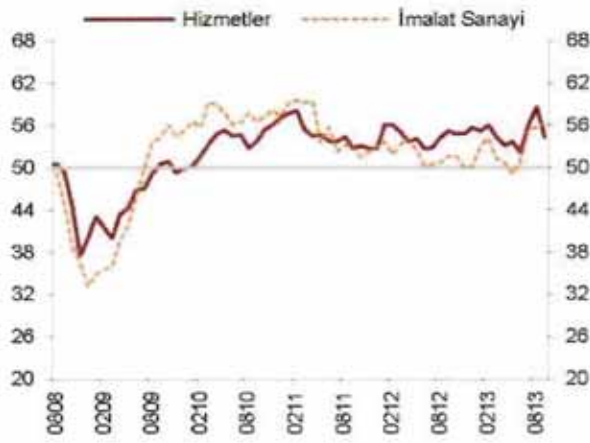
Grafik 2 Küresel Büyüme Oranları* (Yüzde Değişim, Yıllık)



(*) Topulaştırma yapılırken ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır. Kaynak: Bloomberg, TCMB.

ABD'de GSYİH yılın ilk iki çeyreğinde yıllıklandırılmış olarak bir önceki çeyreğe göre, sırasıyla, yüzde 1,1 ve yüzde 2,5 oranlarında büyümüştür. İkinci üç aylık dönemde büyümede gözlenen hızlanmada, özel tüketim harcamaları, ihracat ve konut dışı sabit yatırım harcamaları önemli bir rol oynamıştır. 2013 yılının başında uygulamaya konulan daraltıcı maliye politikasının sonucu olarak kamu harcamalarının büyümeye katkısı negatif olmuştur. ABD ekonomisine ilişkin PMI verileri, büyümedeki olumlu seyrin yılın üçüncü çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 3). Geçtiğimiz çeyrekte işsizlik oranı düşmeye devam ederken konut fiyatlarının yükselişini sürdürmüş olması, söz konusu yargıyı güçlendirmektedir.

Grafik 3 ABD PMI Endeksleri



Kaynak: ISM, BLS

Grafik 4 Euro Bölgesi PMI Endeksleri



* Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yayınlanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler büyümesine en yüksek katkıyı veren Çin ekonomisi yılın üçüncü üç aylık döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 7,8 oranında büyümüş, böylelikle yılın ilk yarısında gözlenen yavaşlama tersine dönmüştür. Söz konusu gelişmede, gevşek para politikası büyük oranda etkili olurken, artan yatırımların da büyümeye katkı verdiği görülmektedir. Öte yandan, Hindistan, Rusya, Meksika gibi diğer önde gelen gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranlarının yılın ikinci çeyreğinde düşüş kaydetmiş olduğu görülmektedir. Başta Latin Amerika ülkeleri ve Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda ekonomik büyümenin yılın ikinci yarısında da yavaşlamaya devam etmesi beklenmektedir.

Küresel iktisadi faaliyete ilişkin PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde gerek imalat sanayi gerekse hizmetler alt endekslerinde sınırlı da olsa bir artışa işaret etmektedir. Başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler ekonomilerinde yaşanan canlanma eğiliminin söz konusu artışta

belirleyici bir rol oynadığı düşünülmektedir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde son dönemde gözlenen sermaye çıkışlarına bağlı olarak söz konusu ülkelerin büyüme oranlarının yılın üçüncü çeyreğinde de düşük seyretmeye devam etmesi beklenmektedir. Buna ilaveten, Fed politikalarına ilişkin belirsizliğin uzun sürmesinin gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye çıkışlarını tetiklemesi durumunda, gelişmekte olan ülkelere finansal istikrar açısından önemli riskler oluşabileceği değerlendirilmektedir. Bu gelişmeler ışığında, önümüzdeki döneme ilişkin büyüme görünümünün gelişmiş ülkeler açısından 2013 ikinci çeyreğine dönemine nispeten olumluya, gelişmekte olan ülkeler açısından ise nispeten olumsuzla döndüğünü söylemek mümkündür. Nitekim Ekim ayı Consensus Forecasts bültenlerinde, 2013 ve 2014 yıllarına ilişkin küresel büyüme tahminleri Temmuz Enflasyon Raporu dönemi ile aynı kalırken, gelişmiş ülkeler için genel olarak bir miktar yukarı yönlü, gelişmekte olan ülkeler için ise bir miktar aşağı yönlü olarak güncellenmiştir. Ekim ayı büyüme tahminleriyle güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endekslerinde ise 2013 İkinci çeyreğe göre bir değişiklik olmamıştır. Bu durum Türkiye'nin dış talebinde süregelen zayıf görünümün önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde emtia genel endeksi bir önceki çeyreğe göre yüzde 3,5 oranında artış göstermiştir. Söz konusu dönemde enerji fiyatları yüzde 4,5, endüstriyel metal fiyatları yüzde 5,6 ve değerli metal fiyatları yüzde 8,8 oranında artarken, tarım fiyatları yüzde 3 oranında düşüş kaydetmiştir.

Üçüncü çeyrekte arz yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. Halen sürmekte olan Ortadoğu kaynaklı politik riskler, petrol arzına ilişkin kaygıları canlı tutarak fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaktadır. Özellikle, Suriye'de yaşanan iç savaşta kimyasal silahların kullanılması sonrasında Suriye'ye ABD müdahalesinin gündeme gelmesiyle Brent tipi ham petrol fiyatları 118 ABD doları seviyesine kadar yükselmiştir. Krizin çözümüne ilişkin siyasi adımların atılmasıyla söz konusu müdahale ihtimali azalmış ve böylece ham petrol fiyatlarında düşüş gözlenmiştir. Libya, Nijerya ve Irak ham petrol üretiminde yaşanan problemler de piyasadaki diğer arz yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Diğer yandan, son dönemdeki sınırlı azalışa rağmen ABD ham petrol stoklarının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyretmesi petrol fiyatları açısından olumlu bir görünüm oluşturmaktadır. Talep yönlü gelişmelere bakıldığında ise, gelişmiş ülkeler büyüme görünümündeki iyileşmeye rağmen gelişmekte olan ülkeler büyümesinin zayıf seyretmesi petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskıları azaltmaktadır. Özellikle, son dönemde para birimlerinde önemli ölçüde değer kaybı gözlenen gelişmekte olan ülkelerin büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellenmesi ham petrol talebindeki zayıf seyri desteklemektedir. Tüm bu gelişmeler neticesinde, önümüzdeki 15 ay için yapılan vadeli sözleşmelerde petrol fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla yukarı yönlü bir hareket görülmektedir.

Geçtiğimiz 2013 Haziran döneminden bugüne tarım fiyatlarının gelişimine bakıldığında, 2012 yılı ortasından bu yana düşüş eğiliminde olan fiyatların, 2013 yılı üçüncü çeyreğinde de söz konusu eğilimini devam ettirerek yüzde 3 oranında azaldığı görülmektedir. İklim koşullarına bağlı olarak bazı tarım ürünleri fiyatlarında sınırlı miktarda artışlar olmasına karşın, tarım ürünleri üretimine ve stok seviyelerine ilişkin beklentilerin olumlu seyrettiği gözlenmektedir.

2013 yılının üçüncü çeyreğinde, emtia fiyatlarında gözlenen ılımlı artışa rağmen, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde tüketici enflasyon oranları bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla sınırlı oranda düşüş kaydetmiştir.

Öte yandan, çekirdek enflasyon oranları gelişmiş ülkelerde ekonomik toparlanma sinyallerinin güçlenmesine paralel olarak üçüncü çeyrekte artış gösterirken, gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme görünümünde süregelen zayıflama nedeniyle azalışını sürdürmüştür.

ABD, Euro Bölgesi ve İngiltere’de enflasyon telafilerinin üçüncü çeyrekte belirgin bir artış eğilimine girdiği gözlenmiş, söz konusu artışta ekonomik büyüme görünümünün iyileşmesi etkili olmuştur. Her ne kadar varlık alımlarında azaltıma gidileceği beklentisi nedeniyle ABD’de Ağustos ayında telafi oranı bir miktar aşağı yönlü hareket etmiş olsa da, Ekim ayı itibarıyla telafi oranının yılın ikinci çeyreğindeki seviyesinin üzerinde olduğu görülmektedir.

Küresel enflasyon tahminlerine bakıldığında, gelişmiş ülkeler için 2013 yılsonu tahminlerinin geçen Enflasyon Raporu döneminden belirgin olarak farklılaşmadığı görülürken, 2014 yılsonu tahminlerinde ABD ve Euro Bölgesi için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellemeler olmuştur. Öte yandan, Asya Pasifik bölgesindeki gelişmekte olan ülkelere dair enflasyon tahminleri, büyüme beklentilerindeki azalışa paralel olarak aşağı yönlü güncellenmiştir. Ancak Küresel enflasyon tahminlerine bakıldığında, gelişmiş ülkeler için 2013 yılsonu tahminlerinin geçen haziran döneminden belirgin olarak farklılaşmadığı görülürken, 2014 yılsonu tahminlerinde ABD ve Euro Bölgesi için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellemeler olmuştur. Öte yandan, Asya Pasifik bölgesindeki gelişmekte olan ülkelere dair enflasyon tahminleri, büyüme beklentilerindeki azalışa paralel olarak aşağı yönlü güncellenmiş, ancak enflasyonla mücadele için Eylül ayında faiz artırımına giden Hindistan’a ilişkin tahminler belirgin biçimde yükselmiştir. Latin Amerika bölgesine ilişkin tahminlerdeki yukarı yönlü güncelleme ise son dönemde Venezuela’da tüketici fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlardan kaynaklanmıştır.

İlımlı seyreden emtia fiyatlarının önümüzdeki dönemde küresel enflasyon oranları üzerinde bir baskı unsuru oluşturmayacağı düşünülmektedir. Diğer yandan, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışlarının devam etmesi durumunda söz konusu ülke para birimlerinde meydana gelebilecek değer kayıplarının bu ülkelerde enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmanın yanında, enflasyon beklentilerini de bozabileceği değerlendirilmektedir.

Yılın üçüncü çeyreği, küresel büyümeye ilişkin kaygıların devamına karşın, Fed' in varlık alımlarını yakın dönemde azaltacağına ilişkin beklentilerin ötelenmesi nedeniyle, küresel risk iştahının dalgalı seyrettiği bir dönem olmuştur. Fed' in varlık alım programını aynı şekilde devam ettirmesine bağlı olarak küresel likidite artışının yavaşlayacağına ilişkin endişelerin kısa vadede bir nebze giderilmiş olmasına ve Suriye'ye ilişkin politik risklerin azalmasına bağlı olarak; küresel risk iştahının Eylül ayında yeniden bir toparlanma eğilimine girmiş olduğu görülmektedir. ABD politika faizi vadeli işlem sözleşmelerine bakıldığında da, ABD'de politika faizinin artmaya başlayacağı tarihe ilişkin beklentinin bir miktar ötelendiği ve beklenen artış miktarında da sınırlı bir gerileme olduğu görülmektedir.

ABD'de orta ve uzun vadeli getiriler Ağustos ayı boyunca yükseldikten sonra, varlık alımlarının yakın dönemde azaltılacağına ilişkin beklentilerin ötelenmesine paralel olarak Eylül ve Ekim aylarında yeniden eski düzeylerine gerilemiştir. Söz konusu öteleme, Dünya'da en yaygın kullanılan rezerv para olan ABD dolarının değeri üzerindeki belirsizliği de bir miktar azaltmıştır. Bunun neticesinde, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke para birimleri üzerine yazılan 1 ay vadeli döviz kuru opsiyonlarının ima ettiği oynaklıklar, yılın üçüncü çeyreğinde, yılın ikinci çeyreğine göre gerilemiştir.

ABD'de para politikası kaynaklı belirsizliklerin kısa vadede azalmış gözükmesi gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülke borsalarını olumlu etkilemiştir. Bununla birlikte, gelişmiş ülke hisse senedi piyasalarındaki değer artışları, gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına kıyasla sınırlı kalmıştır.

Aynı dönemde, küresel risk iştahı ve hisse senedi piyasalarındaki gelişmelere paralel olarak, gelişmekte olan ülke borçlanma senedi getirilerinde de düşüşler gözlenmiştir.

Son dönemde, gelişmekte olan ülkelere benzer şekilde, Euro Bölgesi'ndeki sorunlu ülkelere ait borçlanma senedi getirileri de güvenli liman olarak algılanan Almanya'nın devlet tahvili getirilerine kıyasla sınırlı miktarda gerilemiştir. Öte yandan, para piyasalarında likidite koşullarının ve karşı taraf riskinin bir ölçütü olarak kabul edilen LIBOR-geceliğe endekli takas (OIS) farkları yılın üçüncü çeyreğinde gerek ABD gerekse Euro Bölgesi için belirgin bir değişim göstermemiştir.

Kredi gelişmelerine bakıldığında ise, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) Temmuz ayında açıklanan kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarındaki sıkılaştırma yılın ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe kıyasla, bir miktar azalmış olsa da, kredi talebi daralmaya devam etmiştir. Fed' in aynı döneme ilişkin kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin son dönemde de devam ettiğini, kredi talebinin ise gerek büyük ve orta ölçekli gerekse küçük ölçekli firmalar için hızlanarak arttığını göstermektedir.

3.2. Türkiye Ekonomisi

2013 yılı ikinci çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla verilerine göre iktisadi faaliyet mart ayında ortaya konulan görünüme kıyasla daha güçlü gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle GSYİH dönemlik bazda yüzde 2,1 oranında artmıştır. GSYİH dönemlik bazda iki çeyrek üst üste önemli artışlar gerçekleştirmiştir. Böylece, 2012 yılının ikinci yarısında zayıf seyreden iktisadi faaliyet 2013 yılı ilk yarısında önemli bir ivme kazanmıştır. Yılın ilk çeyreğinde güçlü bir artış gösteren nihai yurt içi talep ikinci çeyrekte yataya yakın bir seyir izlemiştir. Nihai yurt içi talebin bileşenleri incelendiğinde, özel kesim talebinin ılımlı oranda arttığı, ilk çeyrekte oldukça güçlü bir artış kaydeden kamu kesimi talebinin ise gerilediği görülmektedir. Öte yandan, bu dönemde ithalat yüksek oranda artarken zayıf seyreden küresel talep neticesinde ihracat artışı daha sınırlı oranda kalmıştır. Böylelikle, talep bileşenleri arasındaki dengelenme sürecinde ilk çeyrekte görülen bozulma ikinci çeyrekte devam etmiştir. Nihai yurt içi talep yatay seyrederken ithalatta görülen artışta stok biriktirme süreci ve bu dönemde artan altın ithalatının etkili olduğu düşünülmektedir. Nitekim stok değişimi yedi çeyrek aranın ardından ilk defa pozitif olmuştur.

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin PMI ve İYA anket göstergeleri ile otomobil ve beyaz eşya satışları iktisadi faaliyetin ılımlı bir şekilde toparlandığında işaret etmektedir. Öte yandan, Temmuz ayında artış gösteren sanayi üretim endeksi Ağustos ayında keskin bir düşüş göstermiş, böylece üretim Temmuz-Ağustos döneminde bir önceki çeyrek ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Ağustos ayının Bayram dönemi nedeniyle ana eğilimi doğru yansıtmadığı düşünülmektedir. Resmi olarak açıklanan verilerde "köprü günü" etkisinin dâhil edilmemesi sonucu Ağustos ayı verisinin ana eğilimden daha düşük bir seviyeyi gösterdiği hesaplanmıştır. Benzer durum ithalat ve ihracat miktar endeksleri için de geçerlidir.

Dolayısıyla, Temmuz-Ağustos dönemine ilişkin üretim ve dış ticaret miktar göstergelerini yorumlarken dikkatli olunması gerektiği not edilmelidir. Yılın üçüncü çeyreğine dair dış talebe ilişkin göstergeler mal ve hizmet ithalatının, mal ve hizmet ihracatına kıyasla daha fazla bir düşüş göstereceğine işaret etmektedir. Böylece, talep bileşenleri arasındaki dengelenme sürecinin bir miktar iyileşme göstereceği tahmin edilmektedir. Bunun sonucunda, cari işlemler açığının dönemlik bazda bir miktar kapanacağı düşünülmektedir. Ayrıca, sermaye akımlarındaki zayıflamanın, temkinli para politikası duruşunun ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde kredi büyüme hızlarının kademeli olarak daha makul düzeylere geleceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda, altın ticareti hariç tutulduğunda cari işlemler açığındaki kademeli iyileşme eğiliminin süreceği tahmin edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde istihdam ve kredi kanalının toparlanmaya verdiği desteğin zayıflacağı beklenmektedir. Ek olarak, küresel para politikalarına dair belirsizliklerin sürmesi ve sermaye akımlarındaki oynaklık yurt içi talebin önümüzdeki dönem seyrine ilişkin aşağı yönlü riskleri arttırmaktadır. Bu nedenle, yılın ilk yarısında sağlıklı bir toparlanma gösteren nihai yurt içi talebin ikinci yarıda daha zayıf bir seyir izlemesi, böylece enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaması ve cari açığı artışı sınırlaması beklenmektedir. Öte yandan, Euro Bölgesi'nin ikinci çeyrekte resesyondan çıkarak pozitif büyüme gerçekleştirmesi yurt dışı talep açısından olumlu bir gelişme olarak not edilmelidir.

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre, GSYİH 2013 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,4 oranında artış kaydetmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle ise GSYİH bir önceki çeyreğe kıyasla yüzde 2,1 oranında artmıştır. Böylece, 2012 yılının ikinci yarısında zayıf seyreden iktisadi faaliyet 2013 yılının ilk yarısında önemli bir ivme kazanmıştır. Nihai yurt içi talep ise, ilk çeyrekteki güçlü artışının ardından, bu dönemde yataya yakın bir seyir izlemiştir. Nihai yurt içi talebin bileşenleri incelendiğinde, özel kesim talebinin gerek özel tüketim gerekse özel yatırım kaynaklı olarak ılımlı oranda arttığı, kamu talebinin ise ilk çeyrekteki yüksek oranlı artışının ardından gerilediği görülmektedir. Öte yandan, bu dönemde ithalat güçlü oranda artarken, zayıf seyreden küresel talep neticesinde ihracat artışı daha sınırlı oranda gerçekleşmiştir.

Böylece, talep bileşenleri arasındaki dengelenme sürecinde ilk çeyrekte görülen bozulma ikinci çeyrekte devam etmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış verilerle, harcama yönünden GSYİH büyümesine dönemlik katkılar incelendiğinde, stok değişiminin dönemlik büyümeye en fazla katkı yapan bileşen olduğu görülmektedir. Özel kesim talebi dönemlik büyümeye pozitif katkı yaparken kamu kesimi talebinin ve net ihracatın negatif katkı yaptığı gözlenmektedir.

2013 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin veriler nihai yurt içi talebin üçüncü çeyrekte ılımlı bir seyir izleyeceğine işaret etmektedir. Tüketim malları üretim ve ithalatında Temmuz ayında görülen artışlar, Ağustos ayında yerini keskin düşüşlere bırakmıştır. Böylelikle, Temmuz-Ağustos döneminde tüketim malları üretimi bir önceki çeyreğe göre azalırken, tüketim malları ithalatındaki artış eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, Ağustos ayının Bayram dönemi olması nedeniyle ana eğilimi doğru yansıtmadığı ihtimaline karşın, Temmuz-Ağustos dönemi üretim ve ithalat verilerinin yorumlanmasında dikkatli olunması gerektiği not edilmelidir. Öte yandan, otomobil ve beyaz eşya satışlarında dönemlik bazda görülen artışlar, özel tüketim talebinin üçüncü çeyrekte ılımlı bir seyir izleyeceğine işaret etmektedir.

Yatırımlara ilişkin göstergeler ise tüketim talebine kıyasla daha zayıf bir görünüme işaret etmektedir. Nitekim taşımacılık hariç yatırım mallarının gerek ithalatı gerekse üretimi gerilemiştir. İnşaat yatırımlarına ilişkin öncü göstergelerden mineral maddeler üretimi azalırken, ithalatı dönemlik bazda artış göstermiştir. Bu durum, inşaat yatırımlarının üçüncü çeyrekte ılımlı bir seyir izleyeceğine işaret etmektedir. Öte yandan, tüketim malları üretim ve ithalatına dair verilerde gözlenen duruma paralel bir şekilde, Ağustos ayının bayram dönemi olması nedeniyle Temmuz-Ağustos dönemi yatırım malları üretim ve ithalatı verilerine de temkinli yaklaşılmalıdır.

Nihai yurt içi talepteki artışın, önümüzdeki dönemde istihdam ve kredi kanalının toparlanmaya verdiği katkının bir miktar zayıflaması ihtimaliyle birlikte, ılımlı şekilde devam etmesi beklenmektedir. Nitekim Eylül ve Ekim aylarında anket göstergelerinde toparlanma görülmektedir. Böylece, üçüncü çeyrekte bir önceki döneme kıyasla zayıflama gösteren İYA yatırım ve istihdam eğilimi, Ekim ayında üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. CNBC-e ve TCMB tüketici güven endeksleri de Ekim ayında bir miktar toparlanma kaydetmiştir. Bu durum, iktisadi faaliyetin üçüncü çeyrekte izlediği zayıf seyrin ardından, son çeyrekte daha olumlu bir görünüm sergileyeceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, finansal koşullardaki sıkışmanın özel kesim talebini yavaşlatabileceği not edilmelidir. Nitekim üçüncü çeyrek boyunca 2007-2012 dönemi ortalamasının üzerinde seyreden tüketici kredileri büyüme hızı, Ekim ayı ilk haftası itibarıyla uzun dönem ortalamasının altına inerken ticari kredilerin büyüme hızı son dönemde gözlenen dalgalı seyrine devam etmektedir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerdeki ekonomi politikalarına ilişkin belirsizlikler ve bunun sonucunda sermaye akımlarında artan oynaklık, yurt içi talebin seyri üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir.

Sonuç olarak, yılın ilk yarısında sağlıklı bir toparlanma gösteren nihai yurt içi talebin ikinci yarıda ılımlı şekilde toparlanmaya devam etmesi beklenmektedir. Ancak, son dönemdeki finansal gelişmelere bağlı olarak toparlanma görünümü üzerindeki aşağı yönlü riskler artmıştır. Bu çerçevede, yurt içi talep gelişmelerinin enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmaması ve cari açıkta son dönemde gözlenen iyileşmeye katkı vermesi beklenmektedir.

2013 yılı ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep bileşenlerinde ilk çeyrekte görülen bozulmanın devam ettiğini göstermiştir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 1,2, mal ve hizmet ithalatı ise yüzde 11,7 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, net ihracatın yıllık büyümeye olan negatif katkısı artarak sürmüştür. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle mal ve hizmet ihracatı küresel koşullardaki olumsuzluklar nedeniyle sınırlı oranda artarken, mal ve hizmet ithalatı daha güçlü bir artış kaydetmiştir. İthalatta görülen bu artışta stok biriktirme süreci ve bu dönemde artan altın ithalatının etkili olduğu düşünülmektedir.

2013 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin veriler değerlendirildiğinde, ihracat miktar endeksinin Temmuz-Ağustos döneminde ılımlı bir oranda gerilediği görülmektedir. Bu dönemde altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeksin ise ilk iki çeyrekte izlediği istikrarlı seyrini sürdürdüğü ve bir önceki çeyreğe göre artış kaydettiği görülmektedir. Bununla beraber, Ağustos ayında hem genel ihracat hem de çekirdek ihracat göstergesinde aylık bazda görülen azalışlarda Ramazan Bayramının etkilerinin gözlemlendiği ve bu sebeple açıklanan verilerin ana eğilimi tam olarak yansıtmadığı düşünülmektedir. Ağustos ayında hafta sonu ile Ramazan Bayramının ilk günü arasında kalan ve köprü günü diye adlandırılan 2,5 günlük süre ithalat ve ihracatı düşürücü yönde etkilemiştir. Bu nedenle, ana eğilimi daha doğru yorumlayabilmek amacıyla üçüncü çeyrek görünümünü Eylül ayına ilişkin tahminleri de göz önünde bulundurarak değerlendirmenin daha doğru olacağı düşünülmektedir. Yakın döneme ilişkin göstergeler Eylül ayında hem ihracat genel miktar endeksinin hem de altın hariç ihracat miktar endeksinin aylık bazda kayda değer bir yükseliş gösterebileceğine işaret etmektedir. Söz konusu yükseliş gerçekleşirse çeyreklik olarak da ihracat ve altın hariç ihracatın ikinci çeyreğe göre artacağı öngörülmektedir.

Küresel eğilimlere bakıldığında, dünya ithalat talebinde görülen ılımlı artış eğiliminin Temmuz-Ağustos döneminde bir miktar hızlandığı dikkat çekmektedir. İhracatımızda önemli paya sahip olan Euro Bölgesi'nin ithalat talebi uzun süren zayıf seyrinin ardından sınırlı miktarda artış göstermiştir. İkinci çeyrekte gerileyen Asya Bölgesi ithalat talebi bu dönemde artarken Afrika ve Orta Doğu ülkeleri ithalat talebindeki artış yavaşlayarak sürmüştür.

PMI göstergeleri iktisadi faaliyette küresel düzeyde görülen toparlanma eğiliminin devam ettiğine işaret etmektedir. Nitekim küresel PMI imalat endeksi 50 düzeyinin üstünde artmaya devam etmiştir. Üçüncü çeyrekte ABD'ye ait PMI endeksi yüksek oranda artarken Euro Bölgesi'ne ait endekste artış daha ılımlı bir oranda kalmıştır. İkinci çeyrekte gerileyen Çin PMI endeksinin üçüncü çeyrekte artarak 50 seviyesine ulaştığı görülürken Japonya'ya ait endekste ılımlı toparlanma eğilimi devam etmiştir. Bununla beraber, orta vadeli göstergelerden ihracat ağırlıklı küresel büyüme görünümünde bir önceki döneme göre belirgin bir değişiklik gözlenmemektedir. Küresel PMI ve ithalat göstergeleri dış talep koşullarında yılın ilk yarısına kıyasla daha olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu gelişmeler ışığında, yılın üçüncü çeyreğinde mal ve hizmet ihracatının ana eğiliminin artış yönünde olmaya devam ettiği, bununla birlikte altın ihracatındaki düşüş kaynaklı olarak mal ve hizmet ihracatının daha zayıf seyredebileceği tahmin edilmektedir.

Yılın ilk yarısında güçlü oranda artan ithalat miktar endeksi Temmuz-Ağustos döneminde azalmıştır. İthalat miktar endeksinde görülen bu azalışta altın ithalatındaki gerilemenin etkili olduğu, altın hariç ithalattaki artışın ise yavaşlayarak devam ettiği görülmektedir. Yakın dönem göstergeleri Eylül ayında ılımlı bir artışa işaret etse de çeyreklik bazda değerlendirildiğinde toplam ithalatın altın ithalatındaki azalışın etkisiyle ikinci çeyreğe kıyasla azalacağı, yurt içi talepteki ılımlı artış beklentisi ile uyumlu olarak altın hariç ithalatın ise bir miktar artacağı öngörülmektedir. Bu bilgiler ışığında, GSYİH altında yer alan mal ve hizmet ithalatının üçüncü çeyrekte bir miktar gerileyeceği düşünülmektedir.

Son aylarda, TL'deki değer kaybının, küresel ekonomiye ilişkin artan belirsizliklerin ve kredi faiz oranlarında görülen artışların etkisi ile nihai yurt içi talebin ılımlı bir oranda artması beklenmektedir. Bu durumun ithalatı sınırlandırabileceği not edilmelidir. Bununla beraber, Euro Bölgesi'nin ikinci çeyrekte resesyondan çıkarak pozitif büyüme gerçekleştirmesi ve Euro Bölgesi'ne ilişkin anket göstergelerindeki iyileşme, dış talep açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bütün bu gelişmeler ışığında üçüncü çeyrekte net ihracatın büyümeye olumsuz katkısının devam etmekte beraber bir miktar azalması beklenmektedir.

İthalat talebindeki yavaşlamayla beraber cari işlemler dengesinde üçüncü çeyrekte bir miktar iyileşme beklenmektedir. Altın ithalatındaki azalışa paralel olarak altın ve enerji hariç cari işlemler dengesinde de benzer bir eğilim görülmektedir. Bu gelişmeler sonucunda 12 aylık birikimli cari işlemler dengesinde görülen bozulmanın durduğu gözlenmektedir.

Toplam ve tarım dışı işsizlik oranları 2013 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki döneme göre sınırlı ölçüde artış kaydetmiştir. Bu dönemde, tarım dışı istihdam önceki döneme kıyasla artış göstermiş ve ancak işgücüne katılım oranındaki artışın istihdam artışının üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle işsizlik oranları artmıştır. Öte yandan, 2013 yılının Haziran-Temmuz döneminde tarım dışı istihdamda gerileme yaşanmış ve işsizlik oranları ikinci çeyrekte gözlenen artış eğilimini sürdürmüştür.

2013 yılının ikinci çeyreğinde hizmetler istihdamındaki görece zayıflık Haziran-Temmuz dönemlerinde de devam etmiş ve bu dönemde hizmetler istihdamı bir önceki döneme göre gerilemiştir. İnşaat sektörü istihdamında 2012 yılının başlarından bu yana süregelen artış eğiliminin 2012 yılının son aylarına doğru kırıldığı gözlenmektedir. 2013 yılının ilk çeyreğinde belirginleşen bu zayıflık ikinci çeyrekte de devam etmiş, ancak kayıtlı-kayıt dışı ayrımında önemli bir farklılaşma ortaya çıkmıştır. İkinci çeyrekte kayıtlı inşaat istihdamı bir önceki döneme göre gözle görülür bir artış kaydederken, kayıt dışı istihdam belirgin bir biçimde gerilemiştir. Benzer eğilimler Haziran döneminde de sürerken, Temmuz döneminde hem kayıtlı hem de kayıt dışı inşaat istihdamında azalma gözlenmiştir.

Sanayi istihdamı ise 2012 yılının son çeyreğinin ardından 2013 yılının ilk iki çeyreğinde de artış göstermiştir. Söz konusu dönemlerde sanayi istihdamında gerçekleşen güçlü artışlar tarım dışı istihdamdaki artışta belirleyici bir rol oynamıştır. Sanayi üretimindeki dalgalı toparlanmaya karşın sanayi istihdamı daha güçlü bir artış sergilemiştir. Ancak, 2013 yılı Haziran-Temmuz döneminde sanayi istihdamı belirgin gerileme kaydetmiştir.

Öncü göstergeler, 2013 yılının üçüncü çeyreğinde istihdamdaki artış hızının yavaşlayabileceği yönünde sinyaller üretmektedir. İlk olarak, sanayi üretimi Ağustos ayında bir önceki döneme göre önemli ölçüde gerileme kaydetmiş ve Mart ayından beri genel eğilime bakıldığında da dalgalı görünümünü sürdürmüştür. Sanayi üretimindeki genel görünüm istihdam görünümüne kıyasla zayıf kalmakta ve istihdam artışına ilişkin beklentileri sınırlandırmaktadır. İkinci olarak, imalat sanayi istihdamı için gösterge niteliğinde olan PMI istihdam değeri de halen iyimser konumda bulunmasına rağmen üçüncü çeyrekte gerilemiştir. Benzer biçimde, İktisadi Yönelim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren özel şirketlerin görüşlerini yansıtan Toplam İstihdam Beklentisi yılın ilk çeyreğinde geçen yılın son çeyreğine göre belirgin bir biçimde artmasına rağmen ikinci ve üçüncü çeyreklerde yönünü aşağıya çevirmiştir. Bunlara ek olarak, inşaat sektörüne ara malı sağlayan metalik olmayan mineral ürünler imalatı sektörünün yılın üçüncü çeyreğine ilişkin üretim gelişmeleri inşaat faaliyetinde yavaşlama sinyali vermektedir.

Emek piyasası gelişmeleri iç talep açısından değerlendirildiğinde, özellikle saatlik kazanç gelişmelerinin katkısıyla artan toplam ücret ödemelerinin 2013 yılının ilk iki çeyreği itibarıyla yurt içi tüketim harcamalarına destek sağladığı görülmektedir. İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı sektörde saatlik kazanç endeksi 2013 yılı ikinci çeyreğinde reel olarak artmaya devam etmiştir. Söz konusu artış çeyreklik bazda asgari ücretteki artışın üzerinde kalmakla birlikte yıllık bazda iki serinin uyumlu bir hareket sergilediği gözlenmektedir. İstihdam gelişmelerini de içeren toplam ücret ödemeleri ücretler paralelinde artışını sürdürmektedir. Eş zamanlı olarak, dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar dışarıda bırakılarak hesaplanan hane halkı yurt içi tüketim harcamaları 2013 yılının ikinci çeyreğinde güçlü artış göstermiştir.

Ücret gelişmeleri maliyet unsuru olarak incelendiğinde, sanayi ve hizmetler sektörlerinde reel birim ücretlerin 2013 yılının ikinci çeyreğinde artmaya devam ettiği gözlenmektedir. Saatlik ücretlerdeki artışın yanı sıra ortalama verimliliğin zayıf seyri reel birim ücretlerdeki artışın sürmesine neden olmaktadır. Söz konusu artış, ücretlerden gelen maliyet baskısının artmış olabileceğine işaret etmektedir. Reel birim ücretlerdeki bu artış özellikle emek yoğunluğu yüksek olan hizmet sektörü için bir risk unsuru olarak görülmektedir. Bununla birlikte makro ölçekte ortalama değerler üzerinden gözlenen bu olgu kompozisyon değişiminden gelen etkileri de barındırdığı için kesin bir çıkarım yapmak mümkün olmamaktadır.

Özetle, 2013 yılında Temmuz dönemi itibarıyla tarım dışı sektörde istihdamda zayıflama gözlenmektedir. İşgücüne katılım istihdama paralel hareket etmektedir. 2013 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin öncü göstergeler ve Haziran-Temmuz 2013 dönemi işgücü piyasası verileri ışığında, tarım dışı istihdamın yılın üçüncü çeyreğinde zayıf görünüm sergilemesi beklenmektedir. Ayrıca, küresel iktisadi görünüme ilişkin belirsizliklerin özellikle sanayi sektöründe istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlandırabileceği düşünülmektedir.

2013 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,42 puan azalarak yüzde 7,88 oranına gerilemiştir. Enflasyondaki gerilemede işlenmemiş gıda grubunun olumlu seyri temel belirleyici olmuştur. Diğer taraftan, Türk lirasında gözlenen değer kaybının etkileri ile temel mal grubu yıllık enflasyonu bu dönemde ivmelenirken hizmet enflasyonu sınırlı artış eğilimini sürdürmüştür. Temel enflasyon göstergeleri de bu gelişmeler çerçevesinde yükselmiştir. Sonuç olarak enflasyon yılın üçüncü çeyreğinde döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan patikanın sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir.

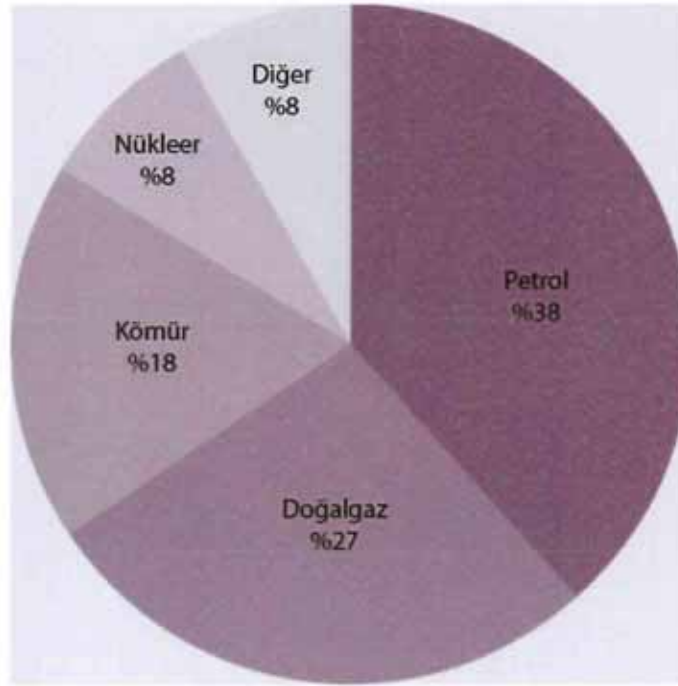
Alt gruplar detayında bakıldığında yılın üçüncü çeyreğinde gıda grubunda çeyreklik fiyat değişim oranlarının, işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak geçmiş yıl ortalamalarına kıyasla daha olumlu gerçekleştiği gözlenmiştir. Tüketici enflasyonunun seyrinde belirleyici olan işlenmemiş gıda grubunda yılın ikinci çeyreğinde yaklaşık 13 puan yükselen yıllık enflasyon, üçüncü çeyrekte yaklaşık 10 puan gerilemiştir. Böylelikle bu grubun enflasyona yaptığı katkı ikinci çeyreğe kıyasla 1 puan azalmıştır. Diğer taraftan kur gelişmelerinin etkisiyle temel mal grubu enflasyonu bu dönemde belirgin olarak artmış ve grubun yıllık enflasyona yaptığı katkı 0,6 puan yükselmiştir.

Sonuç olarak yılın üçüncü çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatları enflasyonun seyrine olumlu katkı sunarken, çekirdek enflasyon göstergeleri Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü üzere temelde döviz kuru gelişmeleri çerçevesinde yükselmiştir. Yılın kalan döneminde yıllık enflasyonun seyrinde döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkileri ile işlenmemiş gıda grubu fiyatları belirleyici olacaktır. Enerji grubu yıllık enflasyonunun ise azalış eğilimini sürdürerek yılın son çeyreğinde enflasyondaki düşüşe katkı sunacağı tahmin edilmektedir.

4. Akaryakıt Sektörü

4.1. Dünya Petrol Talebi

Alternatif enerji kaynaklarının varlığı ve petrol rezervlerinin hızla tükenmesi, enerji kaynakları içerisinde petrolün önemini kaybedeceği görüşünü doğursa da gerek alternatif enerji kaynaklarının yeterince ekonomik hale gelmemiş olması, gerekse de yeni yatırımlarla birlikte yeni rezervlerin keşfedilmesi petrolün stratejik bir ürün olarak öneminin azalmasını engellemektedir.



Dünya Enerji Tüketiminin Birincil Enerji Kaynaklarına Göre Dağılımı

Dünya petrol talebi 2010 yılında günde 2,72 milyon varil ile %3,2, 2011 yılında günde 0,66 milyon varil ile %0,7, 2012 yılında ise günde 1,16 milyon varil ile %1,3 oranında artmıştır. Böylelikle 2012 yılındaki günlük petrol talebi toplamda ortalama 90 milyon varil olarak gerçekleşmiştir. Petrol tüketim miktarı ile ülkelerin gelişmişlik düzeyi arasında paralellik olsa da, petrol tüketimlerinin yıllara göre seyrini gösteren aşağıdaki tablo incelendiğinde, 2012 yılında genellikle gelişmiş ülkelerin üyesi olduğu OECD ülkelerinin toplam talebinin %51,3 ve OECD üyesi olmayan ülkelerin toplam talebinin ise %48,7 ile bir önceki yıla göre büyük oranda değişiklik göstermediği görülmektedir. Bununla birlikte; 2012 yılında OECD üyesi olmayan ülkeler ile OECD ülkelerinin taleplerinde sırasıyla günlük 0,4 milyon ve 0,5 milyon varil artış olmuş ve dolayısıyla dünya talebindeki net artış 0,9 milyon varil olarak gerçekleşmiştir.

	Ham Petrol Talebi	2010	2011	2012	2012 Payı (%)	Değişim (%) 2011-2012
OECD	Kuzey Amerika	23,8	23,4	23,8	26,4	1,7
	Avrupa	14,6	14,3	13,8	15,4	-3,6
	Pasifik	7,8	7,9	8,5	9,5	7,0
	Toplam	46,2	45,6	46,1	51,3	1,1
OECD Dışı	Çin	9,1	9,5	9,6	10,7	4,4
	Diğer Asya	10,4	10,6	11,4	12,7	7,0
	Eski SSCB	4,5	4,7	4,6	5,1	-2,2
	Orta Doğu	7,8	8,0	7,6	8,4	-5,2
	Afrika	3,4	3,3	3,4	3,8	2,9
	Latin Amerika	6,3	6,5	6,5	7,2	0,0
	Diğer Avrupa	0,7	0,7	0,7	0,8	0,0
	Toplam	42,1	43,4	43,8	48,7	0,9
Dünya Toplamı	88,3	89,0	89,9	100	1,0	

Dünya Petrol Talebi (milyon varil/gün)

4.2. Türkiye Akaryakıt Sektörü

Akaryakıt Türleri	2010	2011	2012	Değişim (%)	
				2010-2011	2011-2012
Benzin Türleri	2.075.247	1.978.542	1.848.464	-4,7	-6,6
Motorin Türleri	13.896.876	14.728.382	15.625.144	6	6,1
Fuel Oil Türleri	833.620	793.612	693.767	-4,8	-12,6
Toplam	16.805.743	17.500.536	18.167.375	4,1	3,8

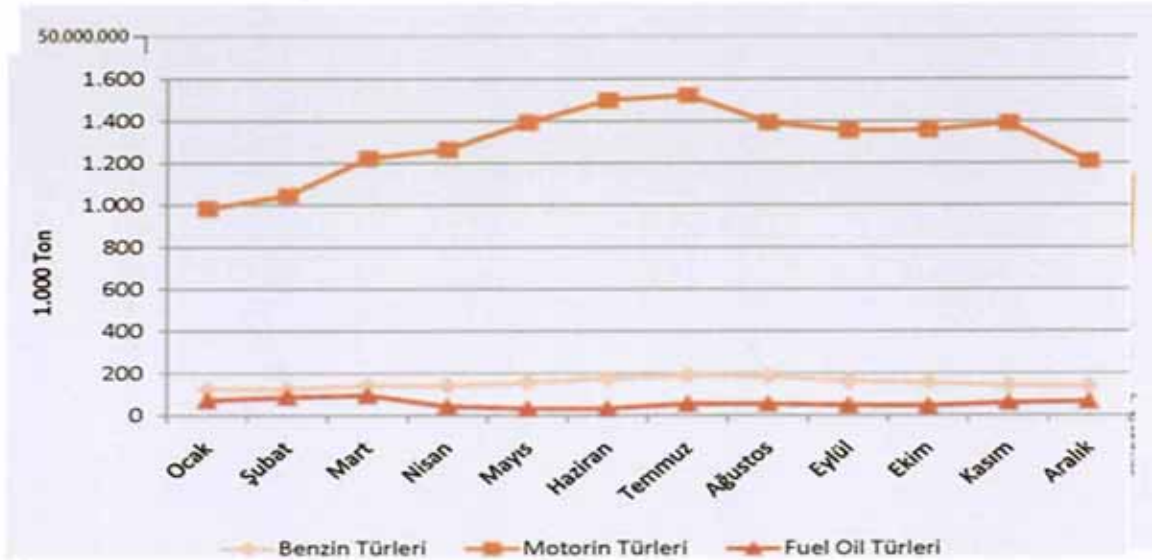
Dağıtıcı Lisans Sahiplilerinin Satış Miktarları

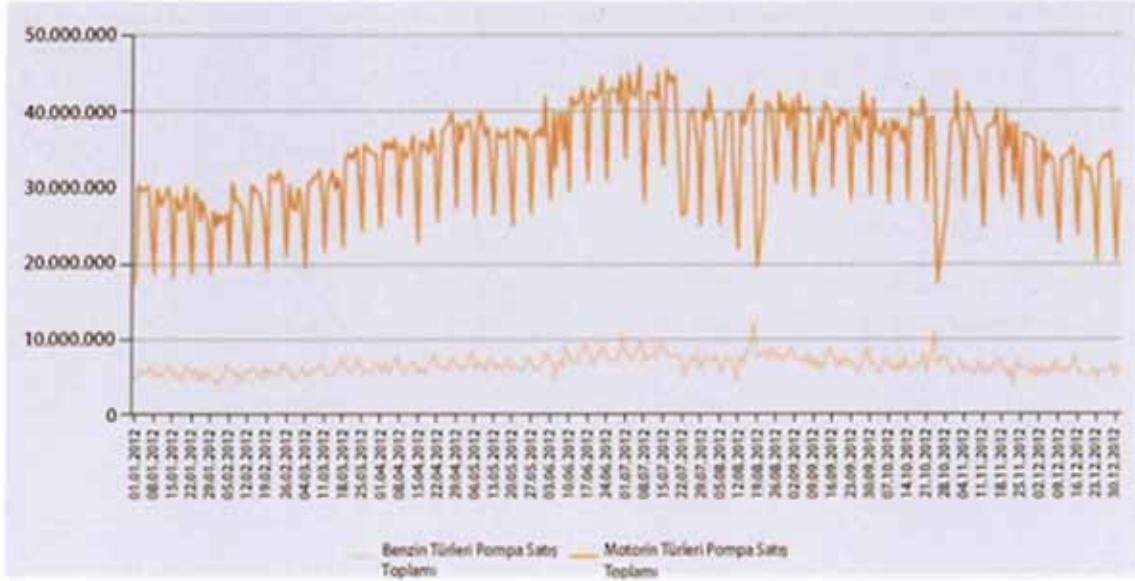
Tabloda görüldüğü üzere, Türkiye akaryakıt piyasasında dağıtıcı lisansı sahiplerinin benzin ve fuel oil türleri satışındaki düşüş eğilimi ile motorin türlerindeki artış eğilimi devam etmekte olup, toplam akaryakıt satışları bir önceki yıla göre %3,8 artış göstermiştir.

Aşağıdaki tabloda yer alan dağıtıcı lisansı sahiplerinin akaryakıt satışları pazar payları incelendiğinde, ilk 10 şirketin pazar paylarının toplamının %82,9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere, en yüksek paya sahip ilk 10 şirketin pazar payları toplamı 2010, 2011 ve 2012 yıllarında sırasıyla, %87, %83,4 ve %82,9 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla akaryakıt dağıtım piyasasında yoğunlaşmanın her geçen yıl azaldığı görülmektedir.

No	2010	Pazar Payı (%)	No	2011	Pazar Payı (%)	No	2012	Pazar Payı (%)
1	Omv Petrol Ofisi A.Ş.	24,7	1	Omv Petrol Ofisi A.Ş.	23,7	1	Omv Petrol Ofisi A.Ş.	22,4
2	Shell & Turcas Pet. A.Ş.	19,1	2	Shell & Turcas Pet. A.Ş.	17,6	2	Opet Petrolcülük A.Ş.	17
3	Opet Petrolcülük A.Ş.	16,6	3	Opet Petrolcülük A.Ş.	17,2	3	Shell & Turcas Pet. A.Ş.	16,7
4	Bp Petrolleri A.Ş.	10,8	4	Bp Petrolleri A.Ş.	9,4	4	Bp Petrolleri A.Ş.	8,9
5	Total Oil Türkiye A. Ş.	5,6	5	Total Oil Türkiye A.Ş.	5,2	5	Total Oil Türkiye A. Ş.	6
6	Akpet Akaryakıt Dağ. A.Ş.	2,3	6	Altınbaş Pet. ve Tic. A.Ş.	3	6	Tp Pet. Dağ. A. Ş.	3,7
7	Altınbaş Pet. ve Tic. A.Ş.	3	7	Lukoil Eurasia Pet. A.Ş.	2,1	7	Altınbaş Pet. ve Tic. A.Ş.	2,2
8	Tp Pet. Dağ. A.Ş.	1,9	8	Tp Pet. Dağ. A.Ş.	2	8	Milan Pet. San. ve Tic. A.Ş.	2,1
9	Bölünmez Petrolcülük A.Ş.	1,4	9	Milan Pet. San. ve Tic. A.Ş.	1,7	9	Lukoil Eurasia Pet. A.Ş.	2
10	Lukoil Eurasia Pet. A.Ş.	1,4	10	Akpet Akaryakıt Dağ. A.Ş.	1,5	10	Aytemiz Akar. Dağ. A.Ş.	1,9
11	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı		13	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı	16,6	11	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı	17,1

Aşağıda yer alan tablolarda Akaryakıt türlerine göre pompa satışlarının aylık dağılımı yer almaktadır.





Dağıtıcı lisans sahiplerinin 2012 yılı içerisindeki akaryakıt satış performansı, 1.868.464 Ton Benzin, 15.625.144 Ton motorin ve 693.767 Ton Fueloil olmak üzere 18.167.375 Ton olarak gerçekleşmiştir.

2013 yılı Ekim ayı itibariyle Rafinerici lisansı sahiplerinin toplam benzin ve motorin üretimi 947.461 ton olurken, toplam petrol ürünleri üretimi 1.843.452 ton olarak gerçekleşmiştir.

Rafinerici lisansı sahiplerinin, 2012 yılı Ocak-Ekim aylarına göre 2013 yılı Ocak- Ekim aylarında toplam üretimi yaklaşık %3,3 azalarak 17.933.116 ton olmuştur.

2013 yılı Ocak- Ekim aylarında ham petrol ithalatı, geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %5,4 azalarak 15.370.759 ton olmuştur.

2012 yılı Ocak-Ekim aylarına göre 2013 yılı Ocak-Ekim aylarında motorin ithalatı %12,1 artarak 8.057.266 ton olarak gerçekleşmiştir.

2013 yılı Ocak-Ekim aylarında benzin ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %3,4 azalarak 2.124.208 ton olmuştur.

Havacılık yakıtları ihracatı, 2012 yılının Ocak-Ekim aylarına göre 2013 yılı Ocak- Ekim aylarında %21,6 artarak 2.827.014 ton olurken bu miktar denizcilik yakıtlarında %18,6 azalışla 1.461.234 ton olmuştur.

Dağıtıcı lisansı sahiplerinin yurtiçi benzin satışları 159.105 ton olarak gerçekleşmiş, motorin satışları ise 1.475.862 ton olmuştur.

2012 yılı Ocak-Ekim aylarına göre 2013 yılı Ocak-Ekim aylarında yurtiçi benzin türleri satışları yaklaşık %2,6 artarak 1.601.546 ton olarak gerçekleşmiş, motorin türleri satışları ise %8,0 artarak 13.995.845 ton olmuştur.

2012 yılında Türkiye akaryakıt sektöründeki fiyat hareketlerini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

Kurşunsuz benzin 95 Oktan vergisiz rafineri fiyatları yıl boyunca, Akdeniz spot fiyatlarına büyük ölçüde paralel ancak, daha yukarıda hareket etmektedir. 2012 yılı vergisiz rafineri fiyatlarının daha önceki yıllara kıyasla çok az düştüğü, dağıtıcı ve bayi fiyatlarının ise çok az arttığı görülmektedir. Vergili fiyatlardaki artış ise yıl içinde yapılan vergi artışından kaynaklanmaktadır.

Dönem içerisinde Kurşunsuz benzin 95 Oktan'da rafineri payının ortalama 8 Kr/l, dağıtıcı payının 24 Kr/l ve bayi payının ise 18 Kr/l olduğu görülmektedir. Dağıtıcı payı da bu segmentte daha yüksek ancak, bayi payı aynıdır. Vergi yükü ile satış kanallarının nihai fiyat içerisindeki paylarına ilişkin değerler incelendiğinde rafineri payının yüksekliği, daha önceki yıllarda var olan dağıtıcı-bayi arasındaki dengenin belirgin ölçüde bayiler aleyhine değiştiği görülmektedir.

2012 yılı motorin fiyat hareketleri incelendiğinde vergisiz rafineri fiyatlarının daha önceki yıllara kıyasla çok az düştüğü, dağıtıcı ve bayi fiyatlarının ise Kurşunsuz Benzin fiyatlarına kıyasla daha fazla arttığı, vergisiz dağıtıcı fiyatlarının bayi fiyatlarına göre daha çok arttığı görülmektedir. Vergili fiyatlardaki artış ise yıl içinde yapılan vergi artışından kaynaklanmaktadır.

Dönem içerisinde Motorin'de rafineri payının ortalama 3 Kr/l, dağıtıcı payının 23 Kr/l ve bayi payının ise 19Kr/l olduğu görülmektedir. Vergi yükü ile satış kanallarının nihai fiyat içerisindeki paylarına ilişkin değerler incelendiğinde daha önceki yıllarda var olan dağıtıcı-bayi arasındaki dengenin belirgin şekilde bayiler aleyhine değiştiği, ayrıca bu bozulmanın kurşunsuz benzin 95 oktana göre daha şiddetli olduğu görülmektedir.

2013 yılı Ekim ayı itibariyle Türkiye Akaryakıt sektöründeki fiyat hareketleri de aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

Ekim 2013 döneminde benzin ortalama satış fiyatı Eylül 2013 dönemine göre %1,8 azalarak 4,80 TL/l olmuştur. Eylül 2013 döneminde motorin ortalama satış fiyatı Ağustos 2013 dönemine göre %1,8 azalarak 4,37 TL/l olmuştur.

5. Değerleme Yaklaşımı

5.1. Şirket Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

Şirket değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

- Pazar Yaklaşımı
- Varlık Esaslı Yaklaşım
- Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

5.1.1. 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.

5.1.2. Varlık Esaslı Yaklaşım

Şirket değerlemelerinde varlık esaslı yaklaşım, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar "pazar değeri" veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

5.1.3. Gelir (İndirgeme) 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. Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

6. Değerleme Sonuçları

6.1. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında "Pazar Yaklaşımı"ni temsilen karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "Varlık Yaklaşımı"ni temsilen Düzeltilmiş Öz varlık Yöntemi ve "Gelir Yaklaşımı"ni temsilen İndirgenmiş Nakit Akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

6.1.1. Pazar Yaklaşımının Sonuçları (Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi)

Karşılaştırılabilir firma değeri yönteminde, değerlemeye konu olan firma ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de İMKB'de işlem gören firmalar dışındaki şirketlerin mali tablo ve faaliyet raporlarına ulaşma imkânı ya çok zor ya da imkânsızdır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren firma ancak halka açık şirketler arasından tespit edilebilir. İMKB'de işlem gören, faaliyet konusu ve sektörü değerlendirme konusu şirketle aynı olan ya da benzerlik taşıyan bir firma bulunmadığı için karşılaştırılabilir firma değeri yöntemine göre şirketin değeri tespit edilememiştir.

6.1.2. Varlık Yaklaşımı Sonuçları (Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi)

Düzeltilmiş (Güncelleştirilmiş) Özvarlık Değeri, şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların kullanıcı açısından ifade ettiği piyasa değerinin hesaplanarak, bundan şirketin tüm borçlarının düşülmesi sonucunda kalan değerdir. Bu değerın hesaplanmasının temel amacı, gelecekteki faaliyetlerden bağımsız olarak böyle bir şirkete sahip olmanın kaç mal olacağını belirlemektir.

Düzeltilmiş özvarlık yönteminde şirketin değerini belirleyen en önemli faktör, şirket aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların değeridir. Bu noktada şirketimiz, ALAN TAŞINMAZ DEĞERLEME VE DANIŞMANLIK A.Ş. tarafından hazırlanan 2013-OZ-049-REV rapor numaralı ve **18.02.2013** tarihli gayrimenkul değerlendirme raporlarından faydalanmıştır.

Söz konusu raporun 6,1 Sorum Değerleme Uzmanının Sonuç Cümlesi bölümünde "Değerleme konusu taşınmazların yukarıda belirtilen teknik, olumlu ve olumsuz özellikleri göz önünde bulundurulduğunda; değerlendirme konusu 2261 ada 6 parsel sayılı taşınmazın kaydı üzerinde herhangi bir takyidat bulunmadığı ve SATILABİLİR nitelikte olduğu, ancak 2261 ada 11 ve 12 parsel sayılı, taşınmazların tapu kayıtları üzerinde yer alan kamu hacizleri serhlerinin terkin edilmeleri durumunda "SATILABİLİR" nitelik kazanacakları 2261 ada 11 ve 12 parsel sayılı taşınmazların gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyüne alınmaları için taşınmazların tapu kayıtlarında yer alan ipoteklerin de terkin edilmesi gerekmektedir." ibaresi yer almakta olup nihai değer takdiri bu hususlar dikkate alınarak yapılmıştır.

– **Gayrimenkul Değer Artışlarına İlişkin Vergi Yükümlülüğünün Hesaplamasına İlişkin Açıklamalar**

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 5. Maddesinin (e) Fıkrası aşağıdaki şekildedir;

e) Kurumların, en az iki tam yıl süreyle aktiflerinde yer alan taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile aynı süreyle sahip oldukları kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satışından doğan kazançların % 75'lik kısmı.

Bu istisna, satışın yapıldığı dönemde uygulanır ve satış kazancının istisnadan yararlanan kısmı satışın yapıldığı yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar pasifte özel bir fon hesabında tutulur. Ancak satış bedelinin, satışın yapıldığı yılı izleyen ikinci takvim yılının sonuna kadar tahsil edilmesi şarttır. Bu süre içinde tahsil edilmeyen satış bedeline isabet eden istisna nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler ziyaa uğramış sayılır.(6111 Sayılı Kanunla eklenen parantez içi hüküm Yürürlük; 25.02.2011) (6495 Sayılı Kanunla değişen parantez içi hüküm Yürürlük; 02.08.2013)Taşınmazların; kaynak kuruluşlarca, kira sertifikası ihracı amacıyla varlık kiralama şirketlerine satışı ile 21/11/2012tarihli ve 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu kapsamında geri kiralama amacıyla ve sözleşme sonunda geri alınması şartıyla, finansal kiralama şirketlerine satışı ve varlık kiralama ile finansal kiralama şirketlerince taşınmazın devralındığı kuruma satışından doğan kazançlar

için bu oran %100 olarak uygulanır ve bu taşınmazlar için en az iki tam yıl süreyle aktifte bulunma şartı aranmaz. Ancak söz konusu taşınmazların; kaynak kuruluş, kiracı veya sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilememesi hâli hariç olmak üzere, varlık kiralama veya finansal kiralama şirketi tarafından üçüncü kişi ve kurumlara satılması durumunda, bu taşınmazların kaynak kuruluşta veya kiracıdaki varlık kiralama veya finansal kiralama şirketine devirden önceki kayıtlı değeri ile anılan kurumlarda ayrılan toplam amortisman tutarı dikkate alınarak satışı gerçekleştiren kurum nezdinde vergilendirme yapılır.

İstisna edilen kazançtan beş yıl içinde sermayeye ilave dışında herhangi bir şekilde başka bir hesaba nakledilen veya işletmeden çekilen ya da dar mükellef kurumlarca ana merkeze aktarılan kısım için uygulanan istisna dolayısıyla zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler ziyaa uğramış sayılır. Aynı süre içinde işletmenin tasfiyesi (bu Kanuna göre yapılan devir ve bölünmeler hariç) halinde de bu hüküm uygulanır.

Bedelsiz olarak veya rüçhan hakkı kullanılmak suretiyle itibarî değeriyle elde edilen hisse senetlerinin elde edilme tarihi olarak, sahip olunan eski hisse senetlerinin elde edilme tarihi esas alınır.

Devir veya bölünme suretiyle devralınan taşınmazlar, iştirak hisseleri, kurucu senetleri ve intifa senetleri ile rüçhan haklarının satışında iki yıllık sürenin hesabında, devir olunan veya bölünen kurumda geçen süreler de dikkate alınır.

Menkul kıymet veya taşınmaz ticareti ve kiralanmasıyla uğraşan kurumların bu amaçla ellerinde bulundurdukları değerlerin satışından elde ettikleri kazançlar istisna kapsamı dışındadır.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu 1 Seri Nolu Genel Tebliğinin 5. Maddesinde Taşınmazların Satışından doğan kazançların İstisna yararlanabilmesi için aşağıdaki şartların sağlanması gerektiği belirtilmiştir.

A- İstisna hükmünden, dar mükellef kurumlar da dâhil olmak üzere, tüm kurumlar vergisi mükellefleri yararlanabilecektir.

B- İstisnaya konu olan taşınmazlar, Türk Medeni Kanununda "Taşınmaz" olarak tanımlanan ve esas niteliği bakımından bir yerden başka bir yere taşınması mümkün olmayan, dolayısıyla yerinde sabit olan mallardır. Bunlar Türk Medeni Kanununun 704 üncü maddesinde; Arazi, Tapu siciline ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar, Kat mülkiyeti kütüğüne kayıtlı bağımsız bölümler olarak sayılmıştır.

Elden çıkarılacak taşınmazlardan doğacak kazancın, bu istisna uygulamasına konu olabilmesi için taşınmazın Türk Medeni Kanununun 705 inci maddesi gereğince kurum adına tapuya tescil edilmiş olması gerekmektedir. Bu nedenle, ilgili kurum adına tapuya tescili yapılmamış bir binanın satışından doğan kazançta bu istisna uygulanmayacaktır.

C- İstisna uygulamasına konu olacak taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının en az iki tam yıl (730 gün) süreyle kurumun aktifinde yer alması, diğer bir ifadeyle kurumun bu değerlere iki tam yıl süreyle bilfiil sahip olması gerekmektedir.

D- Taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satışında kazanç, satış işlemi ile birlikte doğacağından, satış işlemi ister peşin isterse vadeli olarak yapılmış olsun istisna, satışın yapıldığı dönemde uygulanacaktır.(3 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nin 1. maddesiyle değişen paragraf)Bu değerlerin satışından elde edilecek kazancın istisnadan yararlanan kısmının, pasifte özel bir fon hesabına alınması ve satışın yapıldığı yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar söz konusu fon hesabında tutulması gerekmektedir. Bu çerçevede, fon hesabına alınma işleminin, satışın yapıldığı yılı izleyen hesap döneminin başından itibaren kazancın beyan edildiği döneme ait kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği tarihe kadar yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla, istisnadan yararlanacak olan kazanç tutarı, satışın yapıldığı dönemin genel sonuç hesaplarına yansıtacak olup kurumlar vergisi beyannamesinin ilgili satırında gösterilmek suretiyle istisnadan yararlanılabilecektir. Anılan istisnadan geçici vergi dönemleri itibarıyla da yararlanılması mümkün olup belirtilen süre zarfında söz konusu kazancın fon hesabına alınmaması durumunda, kurumlar vergisi beyannamesinde istisnadan yararlanılabilmesi mümkün olmadığı gibi geçici vergi dönemleri itibarıyla yararlanılan istisna nedeniyle zamanında tahakkuk etmeyen vergilerden kaynaklanan vergi ziyayı cezası ve gecikme faizinin ayrıca aranacağı tabiidir.

Fon hesabına alınan kazanç tutarının mükelleflerce sermayeye ilavesi mümkün bulunmaktadır. Ancak, fon hesabına alınan kazanç tutarının sermayeye ilave dışında, beş yıl içinde başka bir hesaba nakledilmesi, işletmeden çekilmesi veya dar mükellef kurumlarca ana merkeze aktarılması ya da kurumun tasfiyesi halinde, istisna uygulanması nedeniyle zamanında tahakkuk etmeyen vergiler, vergi ziyayı cezası ve gecikme faizi ile birlikte tahsil edilecektir.

İstisna, satış kazancının %75'ine uygulandığından, kazancın tamamının fon hesabına alınma şartı bulunmayıp, sadece istisnadan yararlanan kazanç kısmının söz konusu fon hesabına alınması yeterlidir.

Öte yandan, istisna uygulamasında mükelleflerin kazancın belli bir kısmı için istisnadan yararlanabilmeleri mümkün bulunmaktadır. İstisnadan kısmen yararlanılması halinde, yararlanılmayan bu kazanç tutarı için sonraki yıllarda istisnadan yararlanılabilmesi mümkün değildir. İstisnadan yararlanması öngörülen kazanç kısmının fon hesabına alınan kazanç kısmından büyük olamayacağı da tabiidir.

E- Peşin satışlarda olduğu gibi vadeli satış halinde de satıştan doğan kazanç kısmının %75'i, beş yıl süreyle özel bir fon hesabında tutulmak şartıyla satışın yapıldığı dönemde istisnadan yararlanılabilecektir. Ancak, satış bedelinin tamamının, satışın yapıldığı yılı izleyen ikinci takvim yılının sonuna kadar tahsil edilmesi şarttır. Bu süre içinde tahsil edilmeyen satış bedeline isabet

eden istisna nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler, vergi ziyai cezası ve gecikme faizi ile birlikte tahsil edilecektir. Bu nedenle, mükelleflerin istisna uygulayabilecekleri kazanç tutarını doğru olarak belirlemeleri gerekmektedir.

F- İstisna uygulamasında, satışın yapıldığı yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar pasifte özel bir fon hesabında tutulması gereken kazançların, beş yıl içinde fon hesabından başka bir hesaba (sermayeye ilave hariç) nakledilmesi, işletmeden çekilmesi, dar mükellef kurumlar tarafından yurt dışına transfer edilmesi veya bu süre içinde işletmenin tasfiyeye girmesi halinde, bu işlemlere tabi tutulan kazanç kısmı için uygulanan istisna dolayısıyla zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler, Vergi Usul Kanunu uyarınca vergi ziyai cezası ve gecikme faizi ile birlikte alınacaktır. Fon hesabında tutulması gereken süreden, satışın yapıldığı yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar olan sürenin anlaşılması gerekmektedir. Kazancın sermayeye ilave edilmesi durumunda da aynı süre geçerli olacaktır.

Değerleme çalışmalarında Düzeltilmiş Net Aktif Değer yöntemine göre Şirket değerinin tespitinde Şirket Gayrimenkullerinin Değer artışlarına ilişkin Vergi yükümlüğünün hesaplamasında Şirket'in 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 5. Maddesinin (e) Fıkrası ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu 1 Seri Nolu Genel Tebliğinin 5. Maddesinde yer alan ve yukarıda belirtilen şartları sağlayacağı ve söz konusu istisnadan yararlanacağı varsayılmıştır.

	Bilanço (TL)	Değerleme Farkları	Düzeltilmiş Bilanço (TL)
	2013/6		
Dönen Varlıklar	1.377.000	--	1.377.000
Duran Varlıklar	1.890.542	21.744.310	23.634.852
- Arsalar	512.000	19.718.300	20.230.300
- Binalar	1.103.690	2.026.010	3.129.700
- Diğer	274.852	--	274.852
Toplam Aktifler	3.267.542	21.744.310	25.011.852
Kısa Vadeli Borçlar	1.423.987	1.087.216	2.511.203
Uzun Vadeli Borçlar	--	--	--
Toplam Pasifler	1.423.987	--	2.511.203
Özkaynaklar/Düzeltilmiş Özkaynaklar	1.843.555	1.087.216	22.500.650

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2013 tarihli bilançosu esas alındığında düzeltilmiş özvarlık değeri 22.500.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirketin değerlemeye konu olan gayrimenkulleri satması durumunda elde edilen gelir üzerinden 20% oranında kurumlar vergisi ödeneceğinden, gayrimenkulün defter değeri piyasa değerine göre düzeltilirken ortaya çıkan vergi etkisi kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde gösterilerek değere yansıtılmıştır.

6.1.3. Gelir Yaklaşımı Sonuçları (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi)

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan öz sermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

6.1.3.1. İskonto (İndirgeme) Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %10,10 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times p$$

formülünden hareketle aşağıdaki değerler baz alınarak %10,14 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır.

Borç %	43,6
Borçlanma Maliyeti %	11,5
(1-Vergi oranı) %	20
Sermaye %	56,4
Önlenemeyen Risk (Rf) %	8,06
Beta (B)	0,57
Piyasa Riski (Rm) %	12,96
Sermaye Maliyeti %	10,87
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %	10,14

6.1.3.2. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

6.1.3.3. Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2014–2022 yıllarını kapsamakta olup, 2019 yılında elde edilen nakit, % 2 büyüme oranı ile sonsuza götürülmüştür.

6.1.3.4. Enflasyon

Cari yıl ve takip eden yıllara dair tüketici fiyatları enflasyon beklentileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Enflasyon Raporu içerisinde yer alan beklentilere dayalı olarak belirlenmiştir ve 2014 yılındaki enflasyon oranı projeksiyonun geri kalan döneminde sabit tutulmuştur. Üretici fiyatları enflasyonun belirlenmesinde 2013 sonu tarihi itibarıyla gerçekleşen enflasyon oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

ENFLASYON TAHMİNLERİ	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
TÜFE	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
TEFE	6,97	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6

6.1.3.5. Satış Gelirleri

Şirketin gelirleri sahibi olduğu Edirne ili Merkez mevkiinde bulunan dinlenme tesisi ve akaryakıt istasyonuyla ilgili olarak Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. (Mepet) ile imzalanan 1 yıl süreli kira sözleşmesine dayanmaktadır. Dolayısıyla, şirketin satış gelirlerinin tahmininde, sözleşme hükümleri çerçevesinde belirlenen kira bedelleri ve tesislerin işletilmesi yoluyla edinilen gelirlerden alınan komisyon tutarı baz alınmıştır.

Şirketin Mepet ile 01.01.2012 tarihinde imzalanan kira sözleşmesi ve ek protokolüne göre 2012 yılı için kira bedeli aylık 120.000 TL olarak belirlenmiştir. Kira sözleşmesi ve ek protokolü 1 yıllık bir süreyi kapsamakta olup, sözleşmede, sözleşme süresinin hitamından 1 ay öncesinden taraflar sözleşmeyi devam ettirmeyeceklerini karşı tarafa bildirmezlerse sözleşmenin 1 yıl daha uzayacağı maddesi bulunmaktadır. Mevcut sözleşme daha önceki yıllarda da imzalanan kira sözleşmelerin yenilenmesi yoluyla düzenlendiği için gelecek yıllarda da sözleşmenin aynı şartlar altında yenileneceği varsayımı ile değerlendirme çalışması yapılmıştır. Bu varsayım yapılırken 2010 yılında düzenlenen sözleşmede yer alan hükümler (akaryakıt satış komisyonu alınmaksızın sadece yıllık 350.000 TL kira alınması) istisna kabul edilerek kapsam dışı bırakılmıştır.

Ayrıca kira sözleşmesi ek protokolüne göre; Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. işletmeciliği altında tesisten yapılan akaryakıt satışları tutarının %2,5'u oranında komisyon alınacağı sözleşmede belirtilmiştir.

Şirket ile Mepet arasında imzalanan 27 Haziran 2012 tarihli Zeyilnamenin hükümleri aşağıdaki şekildedir;

"01.01.2012 tarihli kira anlaşması ve eki protokolde; tesise (Otel ve dinlenme tesislerinde) bakım onarım, tadil ve geliştirme için KİRALAYAN tarafından 400.000 TL tutarında yatırım yapılacağı taahhüt edilmiştir (Ek Protokol Madde 2) . Bu yatırımın 2012 yılının ilk yarısında olacağı Şirket yetkililerince öngörülmüştür. Kira bedeli bu 400.000 TL'lik yatırımın yapılması sonrasında elde edilecek gelirler dikkate alınarak hesaplanmıştır."

Taraflar yaptıkları değerlendirmede söz konusu yatırımın finansal gerekçelerle 2013 yılının Nisan-Temmuz ayı arasında yapılabileceği ve söz konusu tesisleri 01.08.2013 tarihinde hizmete açılacağı ve bu tarihten itibaren Kiralayan ve Kiracı için verimli bir işletme olacağı tespit edilmiştir."

Bu tespit sonrasında Tesisin Kirası söz konusu yatırım gerçekleşene kadar 60.000 TL olarak belirlenmiş ve sözleşme 2015 yılına kadar uzatılmıştır.

Söz konusu Zeyilname sonrasında 2012 ve 2013 yılı aylık kira bedeli söz konusu yatırım gerçekleşmediği için 60.000 TL olarak belirlenmiştir.

Bu nedenle İndirgenmiş Nakit Akım projeksiyonunda 2014 yılı aylık kira bedeli TEFE/TÜFE oranında arttırılmıştır. 2014 yılında söz konusu 400.000 TL tutarındaki yatırımın gerçekleşmesi sonrasında ise 2015 yılında $\{20.000 \text{ TL} + [2014 \text{ kira tutarı} * (1+TEFE/TÜFE)]\}$ olarak belirlenmiştir.

2015 sonrasında 2020 yılına kadar kira bedeli TEFE/TÜFE oranında arttırılmıştır.

2020 yılında ise Tesise Şirket tarafından 1.000.000 TL tutarında Sabit Kıymet Yatırımı yapılacağı varsayılmış ve bu yatırım neticesinde kira bedelinin $\{20.000 \text{ TL} + [2014 \text{ kira tutarı} * (1+TEFE/TÜFE)]\}$ olarak belirleneceği ve sonraki dönemlerde TFE/TÜFE oranında arttırılacağı varsayılmıştır.

Şirket'in satış gelirlerinden kira sözleşmesinde yer alan akaryakıt satış gelirlerinden aldığı paya esas teşkil eden akaryakıt istasyonu satış geliri projeksiyonları, tesisin işletmeciliğini yapan Mepet Metro Petrol ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. tarafından temin edilmiştir.

2013 yılından sonraki akaryakıt satışları büyüme oranının tahmin edilmesinde yıllık ÜFE artış oranları ve yoldan geçen araç sayılarındaki artış oranı dikkate alınmıştır. 2013 yılında ÜFE artışı %7,4 olarak gerçekleşmiştir. Akaryakıt tesisinin bulunduğu yoldan geçen araç sayılarındaki artış %10 öngörülmüştür. Akaryakıt satışları büyüme oranı ise yıllık olarak bu artış tutarlarının altında %6,1 olarak öngörülmüştür.

6.1.3.6. Satışların Maliyeti

Şirketin gelirlerinin komisyon ve kira gelirleri olması nedeniyle satış maliyetlerinin olmadığı varsayılmıştır.

6.1.3.7. Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri TEFE/TÜFE oranında arttırılmıştır.

6.1.3.8. Amortisman

Şirketin varlıkları mevcut defter değerleri üzerinden itfa edilerek amortisman giderlerine ulaşılmıştır. Yeni yatırımlara ait amortisman giderlerinin belirlenmesinde yatırımın faydalı ömrü göz önünde bulundurulmuştur.

6.1.3.9. Yatırım Harcamaları

Şirket yönetiminden mevcut şirket tesisinin ön sahasındaki yıpranmış alan tadil edilerek hem görsel hem de fiziksel olarak araç girişinin artmasının sağlanması ve tesis binasının ön yüzünün daha modern ve yeni hale getirilmesi amacıyla 01.01.2014 tarihinde başlanarak 31.12.2014 tarihinde tamamlanmak üzere 400.000 TL'lik yatırım yapılacağı bilgisi alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetiminden alınan bilgiler uyarınca 01.01.2020 tarihinde başlanarak 31.12.2020 tarihine kadar Tesis 'de 1.000.000 TL tutarında sabit kıymet yatırımı yapılacağı varsayılmıştır.

6.1.3.10. Vergi

Projeksiyon Gelir Tablosu'ndaki dönem karları üzerinden % 20 oranında kurumlar vergisi hesaplanmış ve net karlara ulaşılmıştır.

6.1.3.11. Projeksiyon Nakit Akışları

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret AŞ'ye ait projeksiyon nakit akımları aşağıda gösterilmiştir:

	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	Sonsuz Değer
Satış Gelirleri										
Kira Geliri	771.732	960.000	1.028.976	1.102.908	1.182.152	1.267.089	1.538.130	1.648.644	1.767.100	
Komisyon Geliri	170.755	181.137	192.150	203.833	216.226	229.372	243.318	258.112	273.805	
Tesis Ciro Primi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Toplam Satış Geliri	942.487	1.141.137	1.221.126	1.306.741	1.398.378	1.496.462	1.781.448	1.906.756	2.040.904	
Yenileme Giderleri (Sabit Kıymet Yatırımı)	(400.000)	-	-	-	(200.000)	-	(1.000.000)	-	-	
Personel Giderleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Danışmanlık ve Müşavirlik Gideri	(6.753)	(7.238)	(7.758)	(8.315)	(8.913)	(9.553)	(10.239)	(10.975)	(11.764)	
Ortak Gider	(1.463)	(1.568)	(1.681)	(1.802)	(1.931)	(2.070)	(2.219)	(2.378)	(2.549)	
Noter Giderleri	(264)	(283)	(303)	(325)	(348)	(373)	(400)	(429)	(459)	
Kırtasiye Giderleri	(91)	(98)	(105)	(112)	(120)	(129)	(138)	(148)	(159)	
Çeşitli Giderler	(177)	(190)	(203)	(218)	(233)	(250)	(268)	(287)	(308)	
Vergi Resim ve Harçlar	(4.386)	(4.701)	(5.039)	(5.401)	(5.789)	(6.205)	(6.651)	(7.129)	(7.641)	
Amortisman ve İfa Payları	(21.556)	(23.105)	(24.765)	(26.544)	(28.451)	(30.496)	(32.687)	(35.035)	(37.553)	
Faiz ve Komisyonlar	(135.210)	(144.924)	(155.337)	(166.498)	(178.461)	(191.284)	(205.027)	(219.758)	(235.548)	
Kurumlar Vergisi	(101.442)	(108.731)	(116.543)	(124.917)	(133.892)	(143.512)	(153.823)	(164.875)	(176.722)	
Diğer Gelir /Gider (Net)	(121.873)	(130.629)	(140.015)	(150.075)	(160.858)	(172.415)	(184.803)	(198.082)	(212.314)	
Net Dönem Karı	149.273	719.671	769.378	822.534	679.381	940.175	185.192	1.267.660	1.355.889	
Elde Edilen Net Nakit	170.829	742.776	744.613	849.078	707.832	909.679	217.879	1.302.695	1.393.441	17.460.583
İskonto Edilmiş Nakit Akım	151.372	597.577	543.759	562.961	426.104	497.196	108.092	586.781	569.871	7.140.800
Şirket Değeri	11.184.514									
Net Borç / Net Nakit (+/-)	(46.987)									
Öz Sermaye Değeri	11.137.527									

Açıklanan varsayımlar altında Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi 'ne göre hesaplanan değeri 11.137.527 TL'dir.

7. Sonuç

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 30.06.2013 tarihi itibarıyla geçerli olan şirket değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Değer
Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi	22.500.000
İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi	11.137.527
Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi	Uygulanamaz

Şirket'in aktifinde yer alan Edirne ili Merkez İlçesi, Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 11 Parselde yer alan 16.530 m² yüz ölçümlü arsa vasıflı taşınmazın 3.320 m²'lik kısmının akaryakıt istasyonu ve turistik yol üzeri konaklama tesisi olarak kullanılmakta söz konusu taşınmaza ait geriye kalan 13.210 m² yüzölçümüne sahip kısım ile Edirne ili Merkez İlçesi, Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 12 Parselde yer alan 4.935,70 m² yüz ölçümlü arsa vasıflı taşınmaz atıl durumdadır.

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine göre yapılan hesaplamalarda sadece Şirket'in halen devam etmekte olan ve aktifinde yer alan Edirne ili Merkez İlçesi, Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 11 Parselde yer alan 16.530 m² yüz ölçümlü arsa vasıflı taşınmazın 3.320 m²'lik kısmı kullanılarak inşa edilen akaryakıt istasyonu ve turistik yol üzeri konaklama tesisinin kiralanması faaliyetinden elde edilmesi muhtemel net gelirler kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Yöntemi göre yapılan hesaplamalar Şirket'in aktifinde yer alan tüm atıl durumdaki gayrimenkullerin kullanımına ilişkin belirlenmiş ve başlatılmış bir proje bulunmaması dolayısıyla tüm bu gayrimenkullerin bir arada kullanılması durumunda elde edilmesi muhtemel gelirler veya bu gayrimenkullerin satışından elde edilebilecek gelirleri içermemektedir.

Yapılan gelir projeksiyonu hesaplamalarına göre İndirgenmiş Nakit Akım makul güvenceyi vermemekte ve gerçekçi bir tahmin sağlamamaktadır. Bu sebeple indirgenmiş nakit akım yöntemi Şirket değerlemesinde göz ardı edilmiştir.

Raporun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri açıklanmış, sonuçlar arasında yukarıdaki paragraflarda da belirttiğimiz nedenlerle Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yönetimi ile hesaplanmış olup, bu tutar 22.500.000 TL'dir.