

**İŞIKLAR ENERJİ ve YAPI
HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ**

Uzman Kuruluş Raporu



BAKER TILLY
G Ü R E L İ

İŞIKLAR ENERJİ ve YAPI HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ

- Uzman Kuruluş Raporu -

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Müşteri talebi üzerine ve 02.12.2016 tarihli sözleşmeye istinaden, Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'ni devir almak yoluyla birleşmesi sürecinde, devralan ve devrolan Şirketler'in özkaynaklarının "*pazar değeri*"ni tespit etmek ve değerlendirme sonuçlarını kullanarak birleşmeye konu Şirketler'in "*birleşme ve değiştirme oranları ile birleşme sonrası özsermaye tutarı*"nı belirlemek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Raporumuz, Sermaye Piyasası Kurulu "*Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)*" doğrultusunda hazırlanmış olup birleşmeye esas özkaynak değerinin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "*Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği*" kapsamında Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayınlanan "*Uluslararası Değerleme Standartları*" uyarınca hareket edilmiştir.

Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "*pazar değeri*", değerlemesi yapılan Şirketler'in, 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 tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, Şirket'in 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 Şirket'in en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- ⇒ Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- ⇒ Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- ⇒ Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- ⇒ Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- ⇒ Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- ⇒ Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- ⇒ Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- ⇒ Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

RAPORUN KAPSAMI

Raporun Amacı

Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. ("Işıklar Enerji" veya "Müşteri" veya "Ana Ortaklık" veya "Devralan Şirket") ve USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. ("USAŞ Holding" veya "Bağlı Ortaklık" veya "Devrolan Şirket") Yönetim Kurulları (hep birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 136. maddesi ve birleşme ile ilgili diğer maddeleri, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ("KVK") 18, 19 ve 20'nci maddesi hükümleri, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ("SPKn") ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği ve ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde, Devrolan Şirket'in bütün aktif ve pasifi ile kül halinde devralma yolu ile Devralan Şirket bünyesinde birleşmesine karar vermişlerdir.

Bu rapor, Müşteri talebine ve 02.12.2016 tarihli sözleşmeye istinaden, Işıklar Enerji ve USAŞ Holding'in şirket değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmek, birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemler arasında birleşme için kullanılacak yöntemin seçimi ve bu yöntemin seçilme gerekçesini ortaya koymak, birleşme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş oluşturmak, kullanılan yöntemlerin söz konusu durumlarda yeterli olup olmadığına ilişkin açıklamada bulunmak ve değerlendirme yöntemleri ile ilgili bir sorun ile karşılaşmış ise bu sorunlara ilişkin açıklamada bulunmaktır.

Raporda Kullanılan Değerleme Yöntemlerinin Kapsamı

Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin devralma yoluyla USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. ile birleşmesine istinaden Değerleme Şirketi'miz tarafından, birleşmeye konu Şirketler'in 30.09.2016 tarihli finansal tabloları esas alınarak, 11.01.2017 tarih ve SA20163IEH24 numaralı Uzman Kuruluş Raporu düzenlenmiştir.

Işıklar Enerji'nin 01.02.2017 tarihli Birleşme İşlemlerine İlişkin Bildirim Özel Durum Açıklaması'na göre, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 31.01.2017 tarih ve 29833736-105.01.03.01-E.1241 sayılı yazısında, "birleşmeye ilişkin tüm işlem ve hesaplamaların Birleşme Tebliği'nin 6/2 maddesi çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmiş daha güncel tarihli finansal tablolar dikkate alınmak suretiyle yenilenmesi"nin gerekli olduğu değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, 31.12.2016 tarihli özel bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolar dikkate alınarak raporumuz revize edilmiştir.

Raporumuz, Sermaye Piyasası Kurulu "**Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)**" doğrultusunda hazırlanmış olup birleşmeye esas özkaynak değerinin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "**Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği**" kapsamında Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayınlanan "**Uluslararası Değerleme Standartları**" uyarınca hareket edilmiştir.

Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, Şirket yönetimleri tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, Şirketler'in mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin Şirket yönetimleri ile tartışılması ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır.



Şirketler tarafından hazırlanan projeksiyonlara (eğer varsa) ilişkin varsayımlar, Şirketler'in yönetimlerinin sorumluluğu altındadır. Genel olarak, Şirketler'in pay sahiplerinin sorumluluk içerisinde hareket ettiği, Şirketler'in yönetimlerinin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.

Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan **"pazar değeri"**, değerlemesi yapılan Şirket'in, 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 değeri"nin belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, Şirketler'in 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 Şirketler'in 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, pay alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık paylarının satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

Birleşme Tarihi

Birleşme tarihi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Işıklar Enerji'ye ilettiği 31.01.2017 tarih ve 29833736-105.01.03.01-E.1241 sayılı yazısında, *"birleşmeye ilişkin tüm işlem ve hesaplamaların Birleşme Tebliği'nin 6/2 maddesi çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmiş daha güncel tarihli finansal tablolar dikkate alınmak suretiyle yenilenmesi"*nin gerekli olduğu değerlendirildiğinden 31.12.2016 olarak belirlenmiştir.



Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- ⇒ Raporda aksi belirtilmediği takdirde, Şirket'in ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- ⇒ Raporda kullanılan veriler Şirket yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BİAŞ 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 Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- ⇒ Rapor, talep eden Müşteri'nin 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. Rapor, Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- ⇒ Rapora dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasından gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- ⇒ Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin yasal temsilcileri, sorumlu ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.



DEVRALAN ŞİRKET**Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.**

Ana Ortaklık, Metemteks ünvanı ile 1982 yılında İstanbul'da kurulmuş, 2011 yılının 10. ayına kadar da faaliyetlerini ağırlıklı olarak iplik üretimi ve ev tekstili alanında sürdürmüştür. Şirket 2011 yılında hakim ortaklık yapısının Işıklar Holding A.Ş.'ye geçmesine takiben faaliyet konusunu değiştirecek şekilde yeniden yapılanmaya gitmiştir.

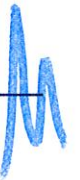
Söz konusu birleşmeyi takiben faaliyet konusunda da köklü değişikliğe gidilerek holding modeli benimsenmiş, ağırlıklı olarak enerji ve yapı sektörü alanında yatırımlara öncelik verecek şekilde yapılanmaya gidilmiştir. Ana Ortaklık'ın faaliyet konusundaki değişiklikle beraber fiili üretim alanından çıkmış ve sahip olduğu iplik üretim tesisleri de şirketin %100 payına sahip olacak şekilde yeni kurulan Metemteks Sentetik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye 01.11.2011 tarihinde kiralanmıştır.

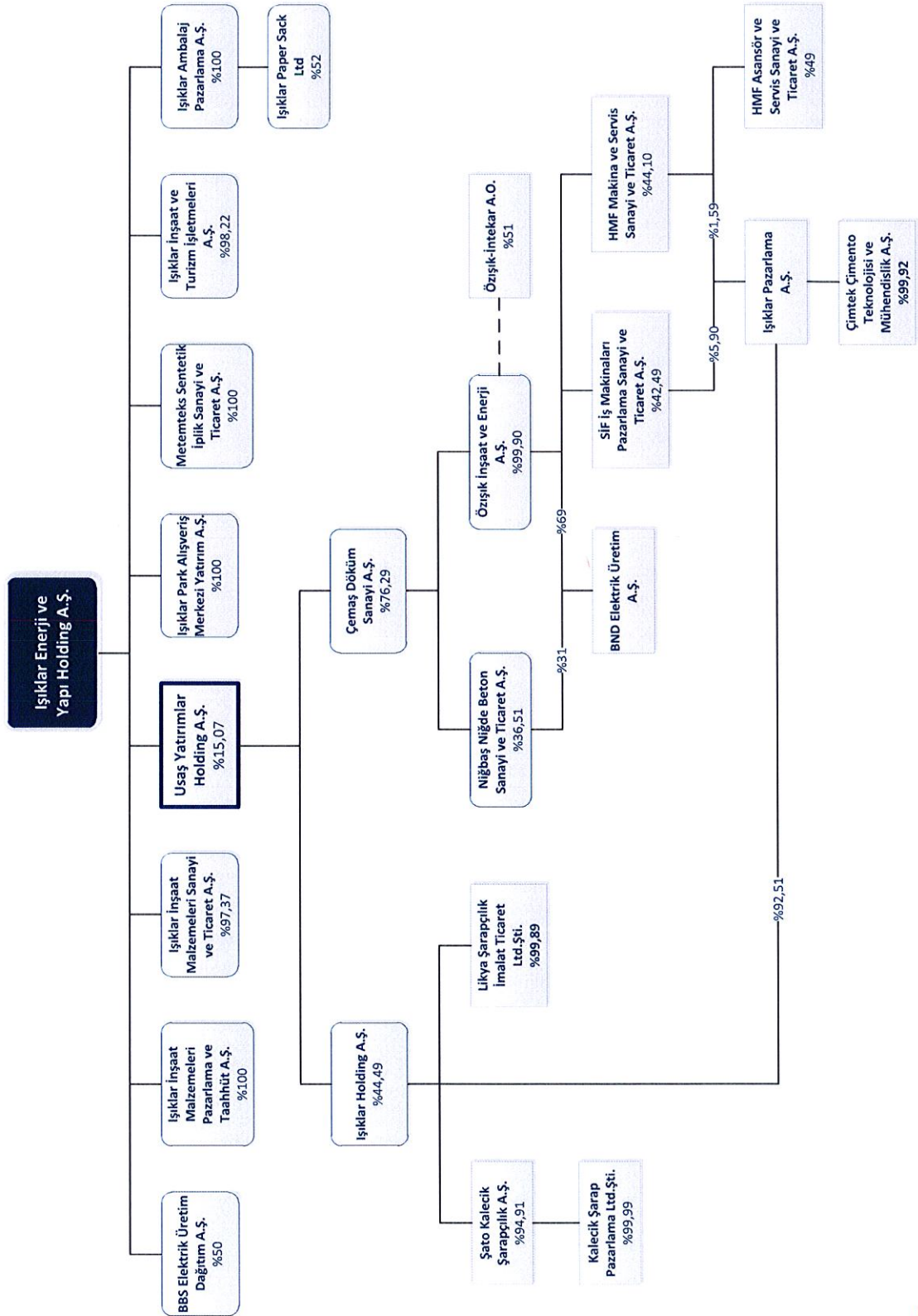
Faaliyet konusunda yapılan değişiklik sonucu Devralan Şirket'in "Metem Enerji ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş." olan ticaret unvanı "Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş." olarak değiştirilmiştir. Pay senetleri Borsa İstanbul'da ("BIST") işlem görmeye devam eden Devralan Şirket'in borsa kodu İEYHO şeklinde belirlenmiştir.

Devralan Şirket'in merkezi Beybi Giz Plaza Dereboyu Caddesi Meydan Sokak No:1 Kat:8 Daire:27 34398 Maslak Sarıyer-İstanbul adresinde bulunmaktadır. Işıklar Enerji'nin 31.12.2016 tarihi itibarıyla sermayesi 286.121.264,21 TL olup ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Holding A.Ş. (B Grubu)	82.260.119,88	28,75%
Halka Açık Paylar (B Grubu)	201.299.419,43	70,35%
Diğer Ortaklar (A Grubu)	2.561.724,90	0,90%
Toplam	286.121.264,21	100,00%

Ana Ortaklık'ın bağlı ortaklık ve iştiraklerini gösteren organizasyon şeması ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)" uyarınca hazırlanan 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015 ve 31.12.2016 tarihli bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tabloları aşağıda gösterilmiştir:

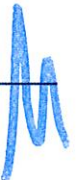




21.03.2017

Işık Enerji ve Yapı Holding A.Ş.

Işık Enerji ve Yapı Holding A.Ş. Bilançosu	2013	2014	2015	2016
DÖNEN VARLIKLAR	135.944.924	304.591.226	171.255.362	235.414.226
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.124.689	29.411.934	27.180.133	26.660.936
Finansal Yatırımlar	0	9.169.014	99.620	107.289
Ticari Alacaklar	1.474.966	41.901.013	55.229.228	59.933.075
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>122.910</i>	<i>1.588</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>1.474.966</i>	<i>41.778.103</i>	<i>55.227.640</i>	<i>59.933.075</i>
Diğer Alacaklar	107.422.791	163.043.951	24.238.931	76.625.757
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>107.094.491</i>	<i>162.074.246</i>	<i>23.352.685</i>	<i>74.138.705</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>328.300</i>	<i>969.705</i>	<i>886.246</i>	<i>2.487.052</i>
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	0	1.583.060	0	4.469.075
Stoklar	15.305.684	37.836.637	43.006.679	47.258.389
Peşin Ödenmiş Giderler	2.530.210	7.040.717	11.965.479	12.693.195
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	26.097	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	6.060.487	14.604.900	9.535.292	7.666.510
DURAN VARLIKLAR	95.082.817	383.835.327	553.777.198	553.046.867
Diğer Alacaklar	36.829	114.220.293	281.184.379	175.061.637
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>114.156.441</i>	<i>281.111.904</i>	<i>174.998.368</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>36.829</i>	<i>63.852</i>	<i>72.475</i>	<i>63.269</i>
Finansal Yatırımlar	0	0	0	107.167.758
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4.345.956	83.602.541	71.051.770	63.446.846
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.133.283	10.715.283	6.133.283	4.284.163
Maddi Duran Varlıklar	84.545.631	173.655.852	194.688.126	202.828.736
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.118	173.953	163.739	128.775
Peşin Ödenmiş Giderler	0	1.123.257	8.000	128.952
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	547.901	0
Diğer Duran Varlıklar	0	344.148	0	0
AKTİFLER	231.027.741	688.426.553	725.032.560	788.461.093



Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. Bilançosu	2013	2014	2015	2016
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	50.098.540	113.941.694	119.519.273	155.866.908
Finansal Borçlar	35.960.736	49.362.962	50.672.433	48.445.624
Ticari Borçlar	2.581.052	33.663.234	43.278.566	55.028.425
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>0</i>	<i>3.729</i>	<i>85.567</i>	<i>573.585</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>2.581.052</i>	<i>33.659.505</i>	<i>43.192.999</i>	<i>54.454.840</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	555.647	2.413.091	3.323.551	3.313.844
Diğer Borçlar	9.673.708	12.482.512	7.582.467	32.965.458
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>9.595.933</i>	<i>12.383.408</i>	<i>7.274.817</i>	<i>32.636.702</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>77.775</i>	<i>99.104</i>	<i>307.650</i>	<i>328.756</i>
Ertelenmiş Gelirler	201.967	6.543.127	7.348.268	7.611.444
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	210.249	1.282.599	179.147	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	19.309	5.648.641	3.628.872	5.924.969
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>0</i>	<i>442.265</i>	<i>260.755</i>	<i>362.794</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>19.309</i>	<i>5.206.376</i>	<i>3.368.117</i>	<i>5.562.175</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	895.872	2.545.528	3.505.969	2.577.144
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	26.865.281	41.134.228	66.090.664	78.793.663
Finansal Borçlar	18.483.670	25.606.853	53.202.769	59.138.249
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.709.950	12.010.567	12.736.815	15.388.680
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>1.709.950</i>	<i>12.010.567</i>	<i>12.736.815</i>	<i>15.388.680</i>
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Diğer Borçlar	0	0	151.080	140.405
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.671.661	3.516.808	0	4.126.329
ÖZKAYNAKLAR	154.063.920	533.350.631	539.422.623	553.800.522
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	156.333.693	337.987.385	337.165.403	233.371.800
Ödenmiş Sermaye	112.031.689	286.121.264	286.121.264	286.121.264
Sermaye Düzeltmesi Farkları	56.599.610	87.244.193	87.244.193	87.244.193
Geri Alınmış Paylar (-)	-310.000	0	0	-29.199
Diğer Yedekler	0	16.115.089	16.115.089	16.115.089
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	155.199	16.808.218	16.808.218	16.357.850
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	21.801.367	33.150.933	33.299.874	43.326.058
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	<i>21.925.212</i>	<i>34.411.231</i>	<i>35.415.272</i>	<i>46.700.626</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları</i>	<i>-123.845</i>	<i>-1.260.298</i>	<i>-2.115.398</i>	<i>-3.374.568</i>
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	429.398	3.848.090	5.538.384
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	28.263.055	15.701.972	16.119.549	8.706.181
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-66.439.966	-139.331.544	-134.893.822	-190.478.304
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs/İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	2.209.678	17.987.589	33.728.492	15.238.097
Net Dönem Karı/Zararı	2.023.061	3.760.273	-21.225.544	-54.767.813
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-2.269.773	195.363.246	202.257.220	320.428.722
PASİFLER	231.027.741	688.426.553	725.032.560	788.461.093

Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. Gelir Tablosu	2013	2014	2015	2016
Hasılat	22.700.699	196.726.681	197.334.048	242.974.859
Satışların Maliyeti (-)	-21.763.337	-170.492.253	-174.235.370	-211.260.282
Brüt Kar/Zarar	937.362	26.234.428	23.098.678	31.714.577
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.755.630	-24.898.470	-29.521.973	-26.351.341
Pazarlama Giderleri (-)	-1.631.743	-11.148.919	-9.959.173	-15.920.676
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	-356.518	-390.281
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.177.012	9.739.430	16.080.744	15.669.402
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.814.956	-8.078.869	-14.755.586	-16.710.468
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-6.087.955	-8.152.400	-15.413.828	-11.988.787
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.068.285	7.396.922	4.888.946	2.601.717
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-139.210	-365.028	-3.598.142	-37.318.747
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarından Paylar	-1.947.910	-4.049.806	-9.459.186	-7.604.577
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-7.106.790	-5.170.312	-23.582.210	-54.310.394
Finansman Gelirleri	21.381.411	52.778.424	33.878.813	32.428.677
Finansman Giderleri (-)	-13.072.466	-39.707.266	-30.240.252	-42.717.478
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	1.202.155	7.900.846	-19.943.649	-64.599.195
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-228.751	-1.567.861	-3.861.862	-33.517
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-745.731	-1.434.349	4.303.757	-2.758.352
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	227.673	4.898.636	-19.501.754	-67.391.064
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	0	0	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	227.673	4.898.636	-19.501.754	-67.391.064
Dönem Karı/Zararının Dağılımı				
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1.795.388	1.138.363	1.723.790	-12.623.251
Ana Ortaklık Payları	2.023.061	3.760.273	-21.225.544	-54.767.813



DEVROLAN ŞİRKET**USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.**

Bağlı Ortaklık, Uçak Servisi A.Ş. ünvanıyla kamu kurumu olarak 1958 yılında Türkiye'de faaliyete başlamış olup 1989 yılında %70 oranında payı SAS Service Partner'a satılarak özelleştirilmiştir. 1993 yılından itibaren payları Borsa İstanbul'da işlem gören Devrolan Şirket, 2012 yılında Işıklar Grubu bünyesine geçmiştir. Uçak Servisi A.Ş. ile Ege Kraft Torba Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Türk Ticaret Kanunu'nun 134, 135, 136'ncı maddeleri, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19 ve 20'nci maddeleri ve Sermaye Piyasası Kurulu "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:I, No:31)" hükümleri çerçevesinde Uçak Servisi A.Ş. bünyesinde devir yoluyla birleşmesi, 18.07.2013 tarihinde İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde tescil olmuştur.

Birleşme işlemini takiben 07.03.2014 tarihinde Genel Kurul olağanüstü toplanmış, Devrolan Şirket'in unvanı, amaç ve faaliyet konularında değişikliğe gidilmiştir. USAŞ Holding'in ana faaliyet konusu sınai, ticari ve hizmet sektöründe faaliyet gösterecek müesseseler kurmak, mevcutlara iştirak etmek veya devir almak, her türlü ticari ve sınai faaliyette bulunmaktır.

Devrolan Şirket'in merkezi Maslak Mahallesi Dereboyu Caddesi Meydan Sokak Beybi Giz Plaza No:1 Daire:27 34398 Sarıyer-İstanbul adresinde bulunmaktadır. USAŞ Holding'in 31.12.2016 tarihi itibarıyla sermayesi 184.031.366,00 TL olup ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. (B Grubu)	27.731.361,33	15,07%
Halka Açık Paylar (B Grubu)	156.135.512,88	84,84%
Işıklar Holding A.Ş. (A Grubu)	64.473,68	0,04%
Rıza Kutlu Işık (B Grubu)	100.003,59	0,05%
Uğur Işık (B Grubu)	2,42	0,00%
Sırrı Gökçen Odyak (B Grubu)	2,42	0,00%
Sebahattin Levent Demirel (B Grubu)	2,42	0,00%
Volkan Girişken (B Grubu)	2,42	0,00%
Ahmet Çevirgen (B Grubu)	2,42	0,00%
Ahmet Lütfi Göktuğ (B Grubu)	2,42	0,00%
Toplam	184.031.366,00	100,00%

Devrolan Şirket'in Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği (II-14.1)" uyarınca hazırlanan 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015 ve 31.12.2016 tarihli bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tabloları aşağıda gösterilmiştir:



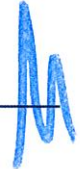
USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. Bilançosu	2013	2014	2015	2016
DÖNEN VARLIKLAR	337.998.238	89.300.777	126.048.739	146.323.985
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.104.682	24.588.157	25.761.295	19.266.343
Finansal Yatırımlar	13.350.000	9.169.014	99.620	107.289
Ticari Alacaklar	15.826.808	18.742.321	19.600.164	25.479.942
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.113.715	1.425.673	380.139	375.113
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	14.713.093	17.316.648	19.220.025	25.104.829
Diğer Alacaklar	272.534.988	12.491.028	55.294.182	70.376.423
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	271.933.485	12.089.655	54.480.923	69.190.457
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	601.503	401.373	813.259	1.185.966
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	1.534.643	1.583.060	0	4.469.075
Stoklar	17.136.413	15.732.930	15.179.447	17.559.644
Peşin Ödenmiş Giderler	1.264.012	2.472.505	4.321.511	4.713.684
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	2.246.692	4.521.762	5.792.520	4.351.585
DURAN VARLIKLAR	150.039.520	339.845.943	329.372.767	310.870.241
Diğer Alacaklar	4.438.421	196.256.198	132.617.184	19.351.261
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	3.651.015	196.246.821	132.608.276	19.342.353
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	787.406	9.377	8.908	8.908
Finansal Yatırımlar	207.067	0	0	107.177.758
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	101.827.193	80.255.453	68.773.805	63.446.846
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	534.568	4.582.000	0	0
Maddi Duran Varlıklar	39.359.383	56.350.977	122.600.236	118.915.563
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	106.296	97.894	98.696	77.500
Peşin Ödenmiş Giderler	36.798	1.013.809	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.185.646	945.464	5.282.846	1.901.313
Diğer Duran Varlıklar	344.148	344.148	0	0
AKTİFLER	488.037.758	429.146.720	455.421.506	457.194.226





USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. Bilançosu	2013	2014	2015	2016
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	105.289.485	62.144.053	78.966.094	93.274.200
Finansal Borçlar	11.930.321	12.443.215	25.434.154	29.745.092
Ticari Borçlar	23.550.218	27.134.636	29.018.670	33.875.426
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	164.664	1.783.261	562.862	808.279
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	23.385.554	25.351.375	28.455.808	33.067.147
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.367.098	1.401.023	1.490.100	2.075.707
Diğer Borçlar	55.202.336	9.321.686	11.509.627	15.692.523
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	54.829.298	9.314.156	11.503.756	15.684.617
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	373.038	7.530	5.871	7.906
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	988.761	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	7.146.706	5.259.005	6.286.021	6.166.287
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	181.715	179.147	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.645.161	4.915.742	3.230.936	4.596.486
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	365.942	405.863	260.755	362.794
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3.279.219	4.509.879	2.970.181	4.233.692
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.458.884	1.487.031	1.817.439	1.122.679
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	7.889.599	10.342.336	60.911.411	68.390.455
Finansal Borçlar	2.265.729	3.049.650	52.633.700	58.679.095
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.623.870	7.230.090	8.115.721	9.711.360
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	5.623.870	7.230.090	8.115.721	9.711.360
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	0	0	0	0
Diğer Borçlar	0	62.596	161.990	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	374.858.674	356.660.331	315.544.001	295.529.571
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	298.201.492	283.019.013	240.434.458	218.012.451
Ödenmiş Sermaye	184.031.366	184.031.366	184.031.366	184.031.366
Sermaye Düzeltmesi Farkları	373.351	373.351	373.351	373.351
Geri Alınmış Paylar (-)	0	0	0	-29.199
Karşılıklı Sermaye İştirak Eliminasyonu	0	-15.799.566	-15.799.566	0
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	10.570.396	10.129.653	10.129.653	9.679.525
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	2.639.354	11.712.383	13.236.743	12.211.965
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	3.044.809	12.381.798	14.317.293	13.904.010
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-405.455	-669.415	-1.080.550	-1.692.045
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	39.461.000	19.347.337	19.358.438	19.334.849
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-36.099.564	42.854.877	49.327.297	24.696.445
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs/İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	57.386.456	24.049.661	-4.919.521	17.682.466
Net Dönem Karı/Zararı	39.839.133	6.319.951	-15.303.303	-49.968.317
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	76.657.182	73.641.318	75.109.543	77.517.120
PASİFLER	488.037.758	429.146.720	455.421.506	457.194.226

USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. Gelir Tablosu	2013	2014	2015	2016
Hasılat	88.832.702	113.131.248	96.055.429	118.402.634
Satışların Maliyeti (-)	-77.182.416	-99.273.807	-90.127.212	-106.488.390
Brüt Kar/Zarar	11.650.286	13.857.441	5.928.217	11.914.244
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.559.012	-12.302.745	-12.098.683	-12.342.231
Pazarlama Giderleri (-)	-4.452.044	-5.593.245	-3.503.852	-3.782.586
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	-356.518	-390.281
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.841.400	5.292.766	7.391.169	6.993.617
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-7.006.954	-4.100.544	-5.298.952	-6.592.671
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-4.526.324	-2.846.327	-7.938.619	-4.199.908
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.053.191	7.131.568	4.863.579	2.556.084
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	-458.418	-3.430.434	-27.305.341
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarından Paylar	3.784.917	-3.050.939	-8.390.063	-5.326.957
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	311.784	775.884	-14.895.537	-34.276.122
Finansman Gelirleri	57.850.130	38.688.949	19.026.454	16.684.976
Finansman Giderleri (-)	-16.637.659	-29.111.812	-22.294.552	-30.597.428
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	41.524.255	10.353.021	-18.163.635	-48.188.574
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-95.315	-465.254	-2.474.700	0
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	2.009.941	-1.780.453	4.533.582	-3.727.595
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	43.438.881	8.107.314	-16.104.753	-51.916.169
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	0	0	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	43.438.881	8.107.314	-16.104.753	-51.916.169
Dönem Karı/Zararının Dağılımı				
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	3.599.748	1.787.363	-801.450	-1.947.852
Ana Ortaklık Payları	39.839.133	6.319.951	-15.303.303	-49.968.317



EKONOMİK GÖRÜNÜM

Küresel Ekonomi

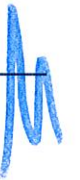
2015 yılında küresel büyüme uzun dönem ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelerde zayıf büyüme görünümü sürerken, gelişmekte olan ülkelere büyüme hızının ivme kaybettiği görülmektedir. Euro bölgesinde büyüme hızı yavaş seyretmekle birlikte, ılımlı bir toparlanma sergilemiştir. ABD ise, zayıflayan bir büyüme performansı ortaya koymuştur. Bununla birlikte, 2016 yılına ilişkin göstergeler de zayıf görünümün sürdüğünü işaret etmektedir.

Bloomberg verilerine göre küresel ekonomideki büyümenin 2016 yılında %2,9 oranında, 2017 yılında %3,2 oranında ve 2018 yılında ise %3,3 oranında olacağı tahmin edilmektedir. Gelişmiş ülkelerde büyümenin önümüzdeki 3 yıllık dönemde %1,6-1,9 arasında değişeceği, Euro bölgesinde ise 2016 yılında %1,5 seviyesinden 2017 yılında %1,3 seviyesine gerileyerek 2018 yılında yine %1,5'e yükseleceği öngörülmektedir. Ortadoğu ve Körfez bölgesinde büyümenin önemli oranda yavaşlayacağı düşünülmekle birlikte, gelişmekte olan ülkelere büyüme hızının özellikle 2017 yılından itibaren artarak %4,9 seviyelerine ulaşacağı beklenmektedir.

Region Comparison	Contributor		Contributor Composite				Yearly	Quarterly		
World	Real GDP									
Actual / Forecasts										
Country	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
World (YoY%)	-0.1	5.4	4.2	3.5	3.3	3.4	3.2	2.9	3.2	3.3
Regions										
Africa (YoY%)	3.4	6.4	4.3	3.8	4.6	4.3	2.6	1.6	3.4	4.1
Asia Ex-Japan (YoY%)	6.1	9.5	7.7	6.3	6.3	6.3	6.0	5.7	5.9	5.7
Asia Pacific (YoY%)	2.1	7.5	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9	4.4	4.7	4.6
BRICS (YoY%)	4.6	8.8	7.3	5.7	5.7	5.3	4.8	4.7	5.5	5.4
Developed Economies (YoY%)	-3.5	3.0	1.8	1.3	1.2	1.9	2.2	1.6	1.8	1.9
EMEA (YoY%)	-3.8	5.1	4.8	2.5	2.3	2.2	0.9	1.4	2.4	2.8
Eastern Europe (YoY%)	-5.2	4.7	4.8	2.4	2.0	1.7	0.4	1.5	2.2	2.6
Emerging Economies (YoY%)	2.9	7.8	6.6	5.2	5.0	4.6	4.3	3.7	4.8	4.9
European Union (YoY%)	-4.3	2.2	1.7	-0.4	0.2	1.6	2.3	1.8	1.4	1.6
Eurozone (YoY%)	-4.5	2.1	1.5	-0.9	-0.3	1.2	2.0	1.5	1.3	1.5
G-20 (YoY%)	-1.7	4.6	3.5	2.8	2.7	2.9	2.9	2.4	2.9	3.0
G-8 (YoY%)	-4.0	3.0	1.7	1.5	1.3	1.7	1.8	1.3	1.6	1.7
GCC (YoY%)	-1.5	4.9	8.7	5.9	3.3	3.2	3.4	1.9	2.2	2.5
Latin America (YoY%)	-0.1	6.5	4.6	2.8	3.1	0.6	-0.4	-1.7	1.8	2.7
Majors (YoY%)	-3.7	2.7	1.4	1.1	1.1	1.8	2.1	1.5	1.7	1.7
Middle East (YoY%)	0.2	5.0	7.1	4.9	3.3	3.0	3.3	2.2	2.5	2.7
North America (YoY%)	-2.9	2.7	1.9	2.3	1.7	2.4	2.5	1.5	2.1	2.1
Western Europe (YoY%)	-4.3	2.2	1.6	-0.3	0.3	1.6	2.1	1.7	1.3	1.5

Global ve Bölgesel Büyüme Oranları
Kaynak: Bloomberg

Küresel iktisadi faaliyetteki yavaşlama eğilimi ile emtia fiyatları düşük seviyelerde istikrar kazanmıştır. Artan arz ve zayıflayan talep, emtia fiyatlarında düşüşe sebep olmuştur. Ayrıca petrol ihracatçısı ülkelere arz bağlamında gelen farklı sinyallerin etkisiyle petrol fiyatları düşük



seyretmektedir. Çin ekonomisine dair endişeler ve petrol arz fazlasının sürmesi, önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarının yukarı yönlü hareketini sınırlandırabilecektir. Emtia fiyatlarındaki mevcut hareket, küresel enflasyon oranlarının düşük seyrinde önemli rol oynamayı sürdürmektedir.

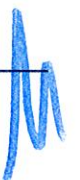
Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarındaki düşük seviye korunmaktadır. ABD'de istihdam piyasasındaki toparlanma devam etmekte, buna karşın enerji fiyatları ile enerji dışı ithalat fiyatları enflasyonda yukarı yönlü bir baskının önüne geçmektedir. Euro bölgesinde yıllık TÜFE'ye bağlı enflasyonun Nisan ayında sıfırın altında kalması, deflasyon tehdidinin sürdüğünü göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise düşük emtia fiyatları enflasyonu aşağı yönlü etkilemeye devam etmektedir. Ayrıca, emtia fiyatlarının söz konusu seyri, emtia ihraç eden ülkelerin büyüme görünümüne olumsuz yansırken, emtia ithal eden ülkeler açısından büyüme performansını desteklemektedir.

Region Comparison	Contributor	Contributor Composite						Yearly	Quarterly		
World		Consumer Prices									
Actual / Forecasts											
Country	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*	
World (YoY%)	2.7	3.7	5.1	4.1	3.7	3.2	2.8	3.0	3.2	3.1	
Regions											
Africa (YoY%)	8.9	8.2	7.8	8.5	7.1	6.8	7.3	11.4	9.1	8.8	
Asia Ex-Japan (YoY%)	1.9	4.7	5.6	3.6	3.7	2.7	2.0	1.9	2.5	2.7	
Asia Pacific (YoY%)	1.1	3.0	3.9	2.6	3.0	2.8	1.8	1.5	2.2	2.4	
BRICS (YoY%)	3.8	5.4	6.5	4.3	4.7	3.9	4.0	3.4	3.1	3.1	
Developed Economies (YoY%)	0.4	1.7	2.7	2.1	1.5	1.6	0.4	0.9	1.8	2.0	
EMEA (YoY%)	8.0	6.4	6.8	5.8	5.4	5.9	8.3	5.9	5.4	5.5	
Eastern Europe (YoY%)	7.7	6.2	6.9	5.2	5.2	5.8	9.0	5.3	4.9	4.6	
Emerging Economies (YoY%)	4.5	5.7	6.6	4.7	5.0	4.5	5.2	9.1	7.4	4.2	
European Union (YoY%)	0.8	1.9	3.0	2.6	1.5	0.6	0.0	0.3	1.5	1.6	
Eurozone (YoY%)	0.3	1.6	2.7	2.5	1.4	0.4	0.0	0.2	1.3	1.5	
G-20 (YoY%)	1.2	2.7	3.8	2.8	2.7	2.5	1.6	2.1	2.5	2.5	
G-8 (YoY%)	0.4	1.6	2.8	2.0	1.7	1.9	0.8	1.0	1.9	2.0	
GCC (YoY%)	2.5	2.4	2.9	2.3	2.7	2.6	2.6	3.3	3.2	2.7	
Latin America (YoY%)	6.4	6.8	7.8	6.7	7.5	8.5	15.5	38.7	30.8	11.0	
Majors (YoY%)	0.0	1.5	2.5	1.9	1.3	1.4	0.2	0.7	1.7	1.8	
Middle East (YoY%)	4.5	3.8	4.0	3.1	3.1	3.3	3.3	3.9	3.9		
North America (YoY%)	0.0	1.8	3.2	2.2	1.6	1.8	0.3	1.3	2.3	2.2	
Western Europe (YoY%)	0.6	1.8	2.8	2.3	1.5	0.7	0.1	0.4	1.5	1.6*	

Global ve Bölgesel Tüketici Fiyatları
Kaynak: Bloomberg

Türkiye Ekonomisi

2015 yılında iktisadi faaliyette beklentilerin üzerinde bir büyüme gerçekleşmiştir. Jeopolitik riskler ve küresel ekonomideki yavaşlama nedeniyle dış talepte görülen daralmaya rağmen, iç talebin olumlu katkısı büyümeyi desteklemiştir. Ayrıca, 2015 yılı son çeyreğinde, bir yıllık dönemin ardından net ihracat büyümeye yeniden pozitif katkı sağlamaya başlamıştır. Büyümedeki olumlu performansta ücret artışları ve petrol fiyatlarının da önemli etkisi



olduğu değerlendirilmektedir. 2016 yılı ilk çeyreğinde, sanayi üretiminde 2015 yılı son çeyreğinde gerçekleşen güçlü yükseliş eğilimi devam etmiştir. Dayanısız tüketim ve ara malı üretimi söz konusu artışı desteklemiştir. Bu çerçevede, öncü göstergeler, üretim ve tüketim dinamiklerinin 2016 yılında da büyümeye olumlu katkıda bulunacağına işaret etmekle beraber 15 Temmuz'un ekonomiye etkisinin belirsizlikleri devam etmektedir.

2015 yılında işsizlik oranının artış hızı yavaşlamış ve yıl genelinde yataya yakın seyretmiştir. 2015 yılında istihdamda ılımlı bir artış yaşanmış, istihdam artışındaki en büyük pay ise hizmet sektörünün olmuştur. Bununla birlikte işgücüne katılımdaki yavaşlama, işsizlik oranındaki artışı sınırlandırmıştır. 2016 yılına ait ilk verilere göre istihdam artışları ve işgücüne katılımdaki yavaşlama sürerken, işsizlik oranında gerileme eğilimi ortaya çıkmıştır. Yılın geri kalanında hizmet ihracatındaki olası bir gerilemeye bağlı olarak istihdam artışlarının sınırlanabileceği değerlendirilmektedir.

Country/Region/World	Contributor	Contributor Composite					Yearly	Quarterly		
Turkey	Browse	Private Official								
Actual / Forecasts										
Indicator	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
Economic Activity										
Real GDP (YoY%)	-4.8	9.2	8.8	2.1	4.2	3.0	4.0	3.1	3.0	3.5
Private Consumption (YoY%)							4.1	4.2	3.2	4.0
Gross Fixed Investment (YoY)							2.6	1.4	3.2	3.5
Industrial Production (YoY, F)							2.9	3.9	4.1	4.0
Price Indices										
CPI (YoY%)	6.3	8.6	6.4	8.9	7.5	8.9	7.7	8.0	7.8	7.4
PPI (YoY%)							6.0	4.2	7.3	7.1
Labor Market										
Unemployment (%)	13.0	11.1	9.2	8.4	9.1	10.0	10.3	10.5	10.9	11.0
External Balance										
Curr. Acct. (% of GDP)	-2.0	-6.2	-9.6	-6.1	-7.9	-5.9	-4.4	-4.6	-4.9	-4.8
Fiscal Balance										
Budget (% of GDP)	-5.5	-3.7	-1.4	-2.1	-1.2	-1.3	-1.2	-2.1	-2.0	-2.1
Interest Rates										
1 Week Repo Rate (%)		6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.50	7.55	7.50	
3-Month Rate (%)	7.01	7.46	11.30	5.79	9.12	9.78	11.47	9.69	10.11	
2-Year Note (%)	9.30	7.25	10.44	6.02	9.94	7.86	10.60	10.00	11.11	
10-Year Note (%)		8.40	9.72	6.55	10.15	7.86	10.46	10.68	12.05	
Exchange Rates										
USDTRY	1.50	1.54	1.89	1.78	2.15	2.34	2.92	3.10	3.26	3.38

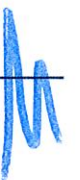
Türkiye Ekonomik Göstergeler
Kaynak: Bloomberg

Enflasyonda 2015 yılının son çeyreğindeki artışın ardından, son dönemde gıda fiyatları kaynaklı düşüş görülmüştür. İşlenmemiş gıda enflasyonu, başta sebze ve kırmızı et fiyatlarının yıllık değişimde azalış sergilemesi olmak üzere, yüksek baz etkisiyle kayda değer oranda azalmıştır. Döviz kurlarının yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkileri azalmaya devam etmektedir. Bu doğrultuda çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu son dönemde bir miktar düşmüş, ana eğilimlerinde görülen iyileşme devam etmiştir.



Cari işlemler dengesinde iyileşme devam etmektedir. Dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler, tüketici kredilerinin dengeli seyri ve Merkez Bankası tarafından uygulanan makro ihtiyati politikalar cari dengedeki iyileşmenin ana nedenleri olarak değerlendirilmektedir. Emtia fiyatlarında süren gerilemeyle enerji maliyetlerindeki düşüş ithalatı azaltırken, Avrupa Birliği ülkelerindeki toparlanma eğilimi ve ihracatımızın pazar değiştirme esnekliğinin yüksek olması ihracatı desteklemiştir. Bunların sonucunda dış ticaret hadlerinin olumlu yönde değişimi devam etmiştir.

Türkiye ekonomisine yönelik büyüme beklentisinin 2016 ve 2017 yılında 2015 yılına göre azalacağı, 2018 yılında ise artacağı öngörülmektedir. 2015 yılında %4,0 seviyesinde gerçekleşen reel büyümenin, 2016 yılında %3,1 oranında, 2017 yılında %3,0 oranında ve 2018 yılında ise %3,5 oranında olacağı öngörülmektedir. Enflasyon oranlarının 2016-2018 döneminde önce %8,0 daha sonra sırasıyla %7,8 ve %7,4 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



SEKTÖREL GÖRÜNÜM**İnşaat Malzemeleri Sektörü**

2016 yılı Eylül ayında inşaat malzemeleri sanayi üretimi bir önceki yılın Eylül ayına göre ağırlıklı ortalama olarak %4,4 gerilemiştir. İnşaat malzemeleri sanayi üretiminde Temmuz ayında yaşanan keskin gerileme Ağustos ayında durmuştur. Ancak Eylül ayında inşaat malzemeleri sanayi üretiminde yine önemli bir gerileme yaşanmıştır. Böylece yıllık üretim gerçekleşmesi de zayıflamıştır. Eylül ayındaki gerileme ile birlikte 2016 yılı Ocak-Eylül döneminde inşaat malzemeleri sanayi üretimi 2015 yılı Ocak-Eylül dönemine göre %0,5 artmıştır.

Yılın ilk aylarında yaşanan hızlı büyüme ivmesi önemli ölçüde azalmıştır. Üretimdeki gelişmeler alt sektörler itibarıyla oldukça farklılıklar göstermeye devam etmektedir. Sanayi üretimindeki artışta iç piyasa satışları ile iç piyasa siparişleri belirleyici olmaya devam etmektedir. 15 Temmuz sonrası iç talepteki gerilemenin Ağustos ayında kısmen telafi edildiği görülmektedir. Ancak iç talep Eylül ve Ekim aylarında yeniden ivme kaybetmeye başlamıştır. İhracat tarafından gelen talep ise halen zayıf kalmaktadır.

Sanayi Üretimi Büyüme* (%)	2016 Eylül	2016 Ocak - Eylül
İnşaat Amaçlı Beton Ürünleri	-18,6	6,2
Hazır Beton	-12,5	4,2
Çimento	-8,5	3,8
İnşaat Malzemeleri	-4,4	0,5

Kaynak: TÜİK

*Bir önceki yılın aynı ayına ve dönemine göre

İnşaat malzemeleri ihracatı Eylül ayında geçen yılın Eylül ayına göre %6,6 gerilemiş ve 1.184 milyon dolara inmiştir. İhracatta Ağustos ayında görülen toparlanma çabasıdan sonra Eylül ayında yeniden gerileme eğilimi görülmektedir. Pazarlardaki bozulma ve sıkıntılara ilave olarak yaşanan Eylül ayındaki uzun tatil de ihracat yüklemelerini olumsuz etkilemiştir. Ancak pazar sıkıntıları halen gerilemede esas belirleyici olmaya devam etmektedir.

İnşaat malzemeleri ithalatı yıl genelinde artarken Temmuz ayında önemli ölçüde gerilemiş, Ağustos ayında ise yeniden artmıştır. Eylül ayında ise ithalat %3,9 gerilemiş ve 661 milyon dolara inmiştir. Eylül ayında yılın en düşük aylık ithalatı gerçekleşmiştir. Artan döviz kurları da ithalatı sınırlamaya başlamıştır. İhracat 2016 yılının genelinde gerileme eğilimini sürdürmektedir. Eylül ayında gerileme yeniden hız kazanmıştır. Yılın ilk dokuz ayında ihracat %12,2 düşmüştür. Bu düşüş ile birlikte yıllık ihracat (2015 Ekim-2016 Eylül arasındaki dönemde) 15,46 milyar dolara gerilemiştir. Yıl genelinde artan ve sadece Temmuz ayında düşen ithalat Eylül ayında da gerileme göstermiştir. Yılın ilk dokuz ayında ithalat %5,8 artmıştır. Buna bağlı olarak yıllık (Ekim 2015-Eylül 2016 arasındaki dönem) ithalat 9,65 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Birleşmeye taraf olan şirketler holding yapısında faaliyet gösterdiklerinden dolayı herhangi bir ticari faaliyetleri bulunmamaktadır. Bu nedenle, iştirak ettikleri şirketler yoluyla yatırım yaptıkları sektörler hakkında bilgi verilmiştir.



Seçilmiş Alt Sektörler (milyon dolar)	2015 Ocak - Eylül	2016 Ocak - Eylül	% Değişim
Çimento	415,5	399,4	-3,9
Plastik İnşaat Malzemeleri	850,3	671,1	-21,1
Ağaçtan İnşaat Malzemeleri	355,0	315,2	-11,2
Demir Çelik Çubuk, Profil, Teller ve Çivi	3.227,3	2.627,2	-18,6
Demir Çelikten Boru ve Boru Bağlantı Parça	1.116,3	881,5	-21,0
Asansörler ve Liftler	31,1	37,6	21,0
Elektrik Malzemeleri	363,4	330,7	-9,0
İnşaat Malzemeleri	12.989,2	11.398,0	-12,2

İnşaat Malzemeleri İhracatı
Kaynak: TÜİK

Seçilmiş Alt Sektörler (milyon dolar)	2015 Ocak - Eylül	2016 Ocak - Eylül	% Değişim
Çimento	12,9	11,5	-10,9
Plastik İnşaat Malzemeleri	274,9	277,0	0,7
Ağaçtan İnşaat Malzemeleri	422,9	417,8	-1,2
Demir Çelik Çubuk, Profil, Teller ve Çivi	311,4	307,4	-1,3
Demir Çelikten Boru ve Boru Bağlantı Parça	616,0	595,8	-3,3
Asansörler ve Liftler	101,1	149,8	48,1
Elektrik Malzemeleri	800,4	766,7	-4,2
İnşaat Malzemeleri	6.819,5	7.213,2	5,8

İnşaat Malzemeleri İthalatı
Kaynak: TÜİK

Elektrik Üretimi

2015 yılında elektrik üretim miktarı 2014 yılına göre %3,07 artarak 259,69 TWh olmuştur. Tüketim miktarı ise 2014 yılına göre %2,69 artarak 264,14 TWh'a ulaşmıştır. Üretim miktarının %37,81'i doğal gazdan, %25,76'sı hidroelektrikten, %12,83'ü taş kömürü ve linyitten, %15,22'i ithal kömürden, %4,45'i rüzgardan, geri kalan kısım ise diğer kaynaklardan elde edilmiştir. 2015 yılında elektrik ithalatı geçen yıla göre %6,81 azalarak 7,41 TWh olarak gerçekleşmiştir. Elektrik ihracatı ise geçen yıla göre %9,96 artışla 2,96 TWh değerine ulaşmıştır.

2014 yılına kıyasla 2015 yılında üretim ve tüketim sırasıyla %3,07 ve %2,69 oranlarında artmıştır. Benzer şekilde 2015 yılında puant talep ve kurulu güç sırasıyla %5,58 ve %5,22 oranlarında arttığı görülmektedir. Bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında, üretim, tüketim, kurulu güç ve puant talep artış hızında yavaşlama dikkat çekmektedir. İthalat bir önceki yıla göre %6,81 azalış göstererek 7,41 TWh olarak gerçekleşmiştir. İhracat ise %9,96 oranında artış ile 2,96 TWh'e ulaşmıştır. Elektrik fiyatlarında yaşanan düşüş ve döviz kurunda yaşanan yükseliş nedeniyle ithalat azalırken ihracatın arttığı gözlemlenmektedir. Ancak ihracatın ithalata oranı hala düşüktür ve ihracat, ithalatın yalnızca %40 kadarını karşılamaktadır.



Genel Üretim ve Tüketim	Birim	2013	2014	Değişim (%)	2015	Değişim (%)
Kurulu Güç	MW	64.007	69.520	8,61	73.147	5,22
Puant Talep	MW	38.274	41.003	7,13	43.289	5,58
Üretim	GWh	242.121	251.962	4,06	259.690	3,07
İthalat	GWh	7.429	7.953	7,05	7.411	-6,81
İhracat	GWh	1.227	2.696	119,72	2.965	9,96
Tüketim	GWh	248.324	257.220	3,58	264.137	2,69

Kaynak: EPDK

Tekstil Sektörü

Türkiye'nin toplam tekstil ve hammaddeleri sektörü ihracatı, 2016 yılının Ekim ayında %7,3 oranında gerileme ile 863 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Ocak-Ekim dönemi toplam tekstil ve hammaddeleri ihracatı ise %1 oranında gerileme ile 8,1 milyar dolar değerinde kaydedilmiştir.

2016 yılı Ekim ayında Türkiye'nin genel ihracatı %4,6 oranında gerileyerek 11,7 milyar dolar değerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde sanayi ürünleri ihracatı ise %4,5 oranında gerilemiş ve 9,4 milyar dolar değerinde gerçekleşmiştir. 2016 yılı Ekim ayında toplam tekstil ve hammaddeleri sektörü ihracatının genel ihracatımız içerisindeki payı %7,4 olarak gerçekleşmiştir.

Sektör İhracat Performansı ('000 USD)	2015 Ekim	2016 Ekim	Değişim (%)	2015 Ocak-Ekim	2016 Ocak-Ekim	Değişim (%)
Türkiye Genel İhracatı	12.291.787	11.726.679	-4,6%	110.658.885	107.439.191	-2,9%
Sektör İhracatı	931.540	863.075	-7,3%	8.232.609	8.154.110	-1,0%
Sektörün İhracattaki Payı (%)	7,6%	7,4%	-	7,4%	7,6%	-
Sanayi İhracatı	9.871.839	9.429.671	-4,5%	90.571.639	88.196.177	-2,6%
Sektör İhracatı/Sanayi İhracatı (%)	9,4%	9,2%	-	9,1%	9,2%	-

Kaynak: İhracatçı Birlikleri

Ambalaj Sektörü

Ambalaj Sanayicileri Derneği'nin (ASD) raporuna göre: ambalaj sektörünün ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine oranla miktar olarak %24; değer olarak %9 arttı. Ambalaj ithalatı ise bir önceki yılın aynı dönemine oranla miktar olarak %3 azalırken; değer olarak %5 arttı.

Ambalaj sektörü yılın ilk 6 ayında dış ticarete 280,2 milyon dolarlık dış ticaret fazlası verdi. Ambalaj Sanayicileri Derneği'nin açıkladığı rapora göre; 2015 yılının ilk 6 ayında 790 bin 680 ton olan ambalaj ihracatı, 2016 yılının ilk 6 ayında 984 bin 134 tona yükseldi. Değer olarak ise 1,81 milyar dolardan 1,97 milyar dolara yükselerek miktar bazında %24 artış elde etti. İthalatta ise 2015'in ilk 6 ayında 924 bin 538 ton olan rakam, 2016 yılının ilk 6 ayında 897 bin 935 tona kadar geriledi. 2015 için 1,61 milyar dolara eşdeğer olan ithalat rakamı ise bu yılın aynı döneminde 1,69 milyar dolara yükselerek miktar olarak %3 azalırken; değer olarak %5 artış gösterdi.



Ambalaj türüne göre ihracat rakamlarına bakıldığında; plastik ambalajların % 67'lik payla ilk sırada, kağıt/karton ambalajların ise %23 ile ikinci sırada yer aldığı görülüyor. 2016 yılının ilk 6 ayında değer bazında en fazla ihracat yapılan ilk 10 ülke ise; Almanya, İngiltere, Irak, Fransa, İtalya, İsrail, İran, Hollanda, Bulgaristan ve ABD olarak sıralandı.

Ambalaj türüne göre genel toplamlara bakıldığında plastik ambalaj ithalat oranının değer olarak %54; kağıt/karton ambalaj ithalat oranının değer olarak %34 olduğu görülmekte. 2016 yılının ilk 6 ayında değer bazında en fazla ithalat yapılan ilk 10 ülke ise; Almanya, Çin, İtalya, ABD, Güney Kore, Fransa, İngiltere, Finlandiya, İspanya ve Belçika olarak sıralandı.

Döküm Sektörü

Türk döküm sektöründe büyüme devam etmekle birlikte 2009 yılında 1 milyon ton civarında olan toplam döküm kapasitesinin, 2015 sonu itibariyle 2 milyon tona yaklaşmış durumdadır. Pik döküm en yüksek üretim hacmine sahipken sfero dökümde gerçekleşen büyüme oldukça hızlı gerçekleşmiştir. Çelik döküm sektörü ise son yıllarda üretimini arttıramamıştır.

Üretim Hacmi (bin ton)	2009	2012	2015
Pik	456	610	675
Sfero	352	502	630
Demir Dışı	122	185	380
Çelik	98	140	150

Kaynak: Türkiye Döküm Sanayicileri Derneği

Avrupa ve Türkiye binek otomotiv pazarındaki büyüme döküm sektörünü olumlu bir şekilde etkilemiş olsa da, vana, pompa ve genel makine alanlarında arzu edilen gelişmeleri gerçekleştirmemiştir. 2016 yılında otomotiv, ağır vasıta ve ticari araç alanında yurtiçinden ziyade AB bölgesinden geçen yıla benzer oranlarda bir etki beklenmektedir.

Makina Sektörü

2014 yılı TÜİK verilerine göre 45,0 milyar TL düzeyinde gerçekleşen makine sektörü üretim değerinin, aynı yıldaki 957,2 milyar TL'lik Türkiye Toplam İmalat Sanayi içerisindeki payı %4,7 civarındadır ve bu oran her geçen yıl artmaktadır. Makina sektörü 2014 yılında toplam 47,9 milyar TL'lik ciro yapmıştır. Anılan yıl itibariyle sektörün toplam imalat sanayi cirosu içerisindeki payı ise % 4,7'ye yükselmiştir.



Makine Sanayi Ciro	2011	2012	2013	2014
Makine ve Ekipman İmalatı (milyar TL)	32,2	35,8	41,2	47,9
Toplam İmalat Sanayi (milyar TL)	740,3	797,0	898,0	1013,7
Pay (%)	4,3	4,5	4,6	4,7

Kaynak: TÜİK

Makine ihracatında 2015 yılında bir önceki yıla kıyasla %10'luk düşüşle ihracat 10 milyar dolar olmuştur. Sektörün ithalatı da %6,5 azalarak 24,3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiş olup, dış ticaret açığı ise 2014 yılına göre %4 azalmıştır. 2015 yılı sonu için 14,3 milyar dolarlık bir dış ticaret açığı söz konusudur.

Makina Sektörü (milyar dolar)	2011	2012	2013	2014	2015
Toplam İhracat	134,9	152,5	151,8	157,6	143,9
Makina İhracatı	9,4	9,7	10,6	11,1	10,0
Toplam İthalat	240,8	236,5	251,7	242,2	207,2
Makina İthalatı	25,5	24,8	28,3	26,0	24,3

Kaynak: TÜİK

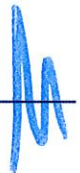
İnşaat Sektörü

İnşaat sektöründe büyüme 2014 yılında %14,7 ile %11,5 olan GSYH büyümesinin üzerinde gerçekleşmiştir. Sektörde, 2015 yılında ise %7,7 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Sektörün GSYH içerisindeki payı 2014 ve 2015 yıllarında sırasıyla %4,6 ve %4,4 oranında olmuştur.

İnşaat Sektörü	2011	2012	2013	2014	2015
İnşaat Sektörü	57.751.313.559	62.156.828.152	69.557.490.072	79.764.928.672	85.889.197.731
Sektörün GSYH İçindeki Payı (%)	4,5	4,4	4,4	4,6	4,4
Sektör Büyüme Hızı (%)	26,5	7,6	11,9	14,7	7,7
GSYH	1.297.713.210.117	1.416.798.489.819	1.567.289.237.901	1.748.167.816.609	1.952.638.408.908
GSYH Büyüme Hızı (%)	18,1	9,2	10,6	11,5	11,7

Kaynak: TÜİK

Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış İnşaat Ciro Endeksi 2015 yılı 4. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %6,4 oranında artmıştır. 2016 yılı 2. çeyreğinde ise bir önceki çeyreğe göre %14,5 oranında artmıştır. İnşaat Üretim Endeksi ise, 2015 yılı 4. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %1,1 oranında azalmıştır. 2016 yılı 4. çeyreğinde ise bir önceki çeyreğe göre %2,2 oranında artmıştır.



DEĞERLEME YAKLAŞIMI**Temel Yaklaşımlar**

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

1. Pazar Yaklaşımı
2. Varlık Yaklaşımı
3. Gelir 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.

Pazar Yaklaşımı

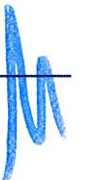
Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılanlardan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı borsalardaki pay 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.

Varlık Yaklaşımı

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

Varlık yaklaşımının 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 gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.



Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulanan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışları 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 akışları analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışları (pay sahiplerine dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki pay sahiplerinin durumunda) kullanılmaktadır.



DEĞERLEME ANALİZİ**Metodoloji**

Birleşmeye konu Şirketler'in değerinin tespitinde pazar yaklaşımı kapsamında Borsa Değeri ile Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi ve varlık yaklaşımı kapsamında Net Aktif Değeri Yöntemi kullanılmıştır.

Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. Değerleme Sonuçları**Varlık Yaklaşımı - Net Aktif Değeri Yöntemi**

Işıklar Enerji'nin Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla 31.12.2016 tarihli konsolide finansal tabloları esas alınmıştır. Söz konusu finansal tablolar genel olarak Ana Ortaklık ve bağlı ortaklıklarının varlıklarını (MDV vb) gerçeğe uygun değerleri üzerinden yansıtmaktadır. Işıklar Enerji'nin 31.12.2016 tarihli konsolide finansal tablolarına göre özkaynaklarının toplamı 553.800.522 TL olup 286.121.264 TL ödenmiş sermayesi, 87.244.193 TL sermaye düzeltmesi farkları, 29.199 TL geri alınmış payları, 16.115.089 TL diğer yedekleri, 16.357.850 TL paylara ilişkin primleri, 43.326.058 TL birikmiş diğer kapsamlı gelirleri, 5.538.384 TL yabancı para çevrim farkları, 8.706.181 TL kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekleri, 190.478.304 TL geçmiş yıl zararları ve 54.767.813 TL net dönem zararı bulunmaktadır. Ayrıca ortak kontrole tabi işletmeleri içeren birleşmelerin özkaynaklarda 15.238.097 TL etkisi oluşmuştur.

ÖZKAYNAKLAR	553.800.522
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	233.371.800
Ödenmiş Sermaye	286.121.264
Sermaye Düzeltmesi Farkları	87.244.193
Geri Alınmış Paylar (-)	-29.199
Diğer Yedekler	16.115.089
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	16.357.850
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	43.326.058
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	<i>46.700.626</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları</i>	<i>-3.374.568</i>
Yabancı Para Çevrim Farkları	5.538.384
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	8.706.181
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-190.478.304
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs/İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	15.238.097
Net Dönem Karı/Zararı	-54.767.813
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	320.428.722

Özkaynak tutarının 320.428.722 TL'lik kısmı kontrol gücü olmayan paylardan oluşmaktadır. Dolayısıyla, Işıklar Enerji'nin Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 233.371.800 TL olarak tespit edilmiştir.



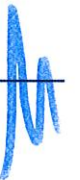
Pazar Yaklaşımı - Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

Işıklar Enerji'nin Karşılaştırılabilir ("Emsal") Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla BIST Holding ve Yatırım Endeksi şirketleri temel alınmıştır. Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde defter değeri ve satış gelirleri parametreleri kullanılmıştır. Değerlemede baz alınan çarpanlar, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Hesaplanan şirket değerleri, varlık ve faaliyet bazı çarpanların etkisini sağlıklı bir biçimde yansıtmak amacıyla ağırlıklandırılmıştır. Karşılaştırılabilir şirket değeri yönteminde kullanılan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

Şirket Adı	Şirket Kodu	Pazar Değeri	Defter Değeri	PD/DD	Satışlar	PD/Sat
ALARKO HOLDING	ALARK TI Equity	800.386.832	1.132.020.144	0,7	590.905.263	1,4
BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA	BRYAT TI Equity	211.714.496	774.728.009	0,3	25.077.625	8,4
BOYNER PERAKENDE VE TEKSTİL	BOYP TI Equity	6.425.881.600	131.689.822	48,8	3.444.203.236	1,9
DOGAN SİRKETLER GRUBU HLDGS	DOHOL TI Equity	2.839.280.064	2.578.346.000	1,1	7.774.247.000	0,4
ECZACIBASI YATIRIM HOLDING	ECZYT TI Equity	65.608.064	1.445.940.678	0,0	66.323.055	1,0
GLOBAL YATIRIM HOLDING AS	GLYHO TI Equity	2.475.616.416	488.533.757	5,1	599.453.940	4,1
GOZDE GIRISIM SERMAYESI YATI	GOZDE TI Equity	1.037.029.824	951.252.563	1,1	71.319.545	14,5
GSD HOLDING AS	GSDHO TI Equity	241.062.000	848.297.000	0,3	33.071.000	7,3
HACI OMER SABANCI HOLDING	SAHOL TI Equity	41.045.721.088	23.146.297.000	1,8	12.362.180.000	3,3
IHLAS HOLDING	IHLAS TI Equity	738.489.040	503.173.740	1,5	1.082.075.506	0,7
IHLAS YAYIN HOLDING AS	IHYAY TI Equity	157.333.528	140.914.646	1,1	153.858.479	1,0
ITTIKAK HOLDING A.S	ITTFH TI Equity	664.384.576	357.957.623	1,9	1.015.521.923	0,7
KOC HOLDING AS	KCHOL TI Equity	59.090.513.920	25.825.863.000	2,3	70.432.243.000	0,8
KOMBASSAN HOLDINGS AS	KOMHL TI Equity	950.197.168	1.116.765.772	0,9	1.312.722.377	0,7
NET HOLDING AS	NTHOL TI Equity	2.033.335.616	1.187.337.941	1,7	471.949.688	4,3
OSTIM ENDUSTRIYEL YATIRIMLAR	OSTIM TI Equity	180.152.872	93.007.564	1,9	16.521.346	10,9
POLISAN HOLDING AS	POLHO TI Equity	2.603.231.568	1.292.841.371	2,0	470.331.288	5,5
RHEA GIRISIM AS	RHEAG TI Equity	46.798.090	17.035.208	2,7	42.710	1.095,7*
TAV HAVALIMANLARI HOLDING AS	TAVHL TI Equity	8.525.444.096	2.997.978.000	2,8	3.450.223.000	2,5
TEKFEN HOLDING AS	TKFEN TI Equity	1.913.956.064	2.349.681.000	0,8	4.737.397.000	0,4
TURK SISE VE CAM FABRIKALARI	SISE TI Equity	12.123.451.904	8.546.311.584	1,4	8.421.668.181	1,4
VERUSA HOLDING AS	VERUS TI Equity	879.013.600	200.976.850	4,4	94.776.443	9,3
YAZICILAR HOLDING AS-A	YAZIC TI Equity	6.936.564.224	3.755.171.000	1,8	3.030.113.000	2,3
Geometrik Ortalama - 31.12.2016				1,43		2,17

Kaynak: KAP, Bloomberg
*kapsam dışı bırakılmıştır

Emsal şirketlerin pazar değerleri borç ve özsermayenin toplamı olmak üzere bir bütün olarak şirket değerini (Enterprise Value/Firma Değeri) ifade ettiğinden değerlemeye konu Şirket'in net borç tutarı kullanılarak özsermaye değeri hesaplanmıştır.



Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,43	233.371.800	333.890.335	50,00%	166.945.167
Piyasa Değeri/Satışlar	2,17	242.974.859	526.680.510	50,00%	263.340.255
Emsal Değeri - 31.12.2016				100,00%	430.285.422
Net Nakit veya Borç (+/-)					72.138.276
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					26.660.936
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar (+)					107.289
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (+)					74.138.705
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (+)					107.167.758
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)					4.284.163
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)					-48.445.624
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (-)					-32.636.702
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)					-59.138.249
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri					502.423.698

Sonuç olarak, Işıklar Enerji'nin Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 502.423.698 TL olarak tespit edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı - Borsa Değeri Yöntemi

Işıklar Enerji'nin Borsa Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla borsada işlem gören paylarının 1 yıllık ağırlıklı ortalama fiyatı dikkate alınmış ve pay adedi ile çarpılmıştır.

Tarih	AOF	Pay Adedi	Borsa Değeri
30.12.2016	0,27	286.121.264	77.681.923
29.12.2016	0,28	286.121.264	78.797.796
28.12.2016	0,28	286.121.264	78.855.020
27.12.2016	0,28	286.121.264	80.056.730
26.12.2016	0,29	286.121.264	82.803.494
23.12.2016	0,28	286.121.264	80.142.566
22.12.2016	0,28	286.121.264	80.857.869
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
11.1.2016	0,27	286.121.264	76.279.929
8.1.2016	0,26	286.121.264	75.078.220
7.1.2016	0,26	286.121.264	75.793.523
6.1.2016	0,26	286.121.264	75.450.177
5.1.2016	0,26	286.121.264	75.278.505
4.1.2016	0,26	286.121.264	74.448.753
Ağırlıklı Ortalama Pazar Değeri			74.549.294

Kaynak: KAP, Bloomberg
 *tablonun tamamı ekte sunulmuştur

Dolayısıyla, Işıklar Enerji'nin Borsa Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 74.549.294 TL olarak tespit edilmiştir.



USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş. Değerleme Sonuçları

Varlık Yaklaşımı - Net Aktif Değeri Yöntemi

USAŞ Holding'in Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla 31.12.2016 tarihli konsolide finansal tabloları esas alınmıştır. Söz konusu finansal tablolar genel olarak USAŞ Holding ve bağlı ortaklıklarının varlıklarını (MDV vb) gerçeğe uygun değerleri üzerinden yansıtmaktadır. USAŞ Holding'in 31.12.2016 tarihli konsolide finansal tablolarına göre özkaynaklarının toplamı 295.529.571 TL olup 184.031.366 TL ödenmiş sermayesi, 373.351 TL sermaye düzeltmesi farkları, 29.199 TL geri alınmış payları, 9.679.525 TL paylara ilişkin primleri, 12.211.965 TL birikmiş diğer kapsamlı gelirleri, 19.334.849 TL kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekleri, 24.696.445 TL geçmiş yıl karları ve 49.968.317 TL net dönem zararı bulunmaktadır. Ayrıca ortak kontrole tabi işletmeleri içeren birleşmelerin özkaynaklarda 17.682.466 TL etkisi oluşmuştur.

ÖZKAYNAKLAR	295.529.571
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	218.012.451
Ödenmiş Sermaye	184.031.366
Sermaye Düzeltmesi Farkları	373.351
Geri Alınmış Paylar (-)	-29.199
Karşılıklı Sermaye İştirak Eliminasyonu	0
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	9.679.525
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	12.211.965
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	13.904.010
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-1.692.045
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	19.334.849
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	24.696.445
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs/İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	17.682.466
Net Dönem Karı/Zararı	-49.968.317
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	77.517.120

Özkaynak tutarının 77.517.120 TL'lik kısmı kontrol gücü olmayan paylardan oluşmaktadır. Dolayısıyla, USAŞ Holding'in Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 218.012.451 TL olarak tespit edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı - Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

USAŞ Holding'in Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla, Işıklar Enerji'de olduğu gibi, BIST Holding ve Yatırım Endeksi şirketleri temel alınmıştır. Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde defter değeri ve satış gelirleri parametreleri kullanılmıştır.



Değerlemede baz alınan çarpanlar, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Hesaplanan şirket değerleri, varlık ve faaliyet bazlı çarpanların etkisini sağlıklı bir biçimde yansıtmak amacıyla ağırlıklandırılmıştır.

Emsal şirketlerin pazar değerleri borç ve özsermayenin toplamı olmak üzere bir bütün olarak şirket değerini (Enterprise Value/Firma Değeri) ifade ettiğinden değerlemeye konu Şirket'in net borç tutarı kullanılarak özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,43	218.012.451	311.915.365	50,00%	155.957.683
Piyasa Değeri/Satışlar	2,17	118.402.634	256.653.548	50,00%	128.326.774
Emsal Değeri - 31.12.2016				100,00%	284.284.457
Net Nakit veya Borç (+/-)					91.633.043
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)					19.266.343
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar (+)					107.289
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (+)					69.190.457
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar (+)					107.177.758
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)					0
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (-)					-29.745.092
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar (-)					-15.684.617
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (-)					-58.679.095
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri					375.917.500

Sonuç olarak, USAŞ Holding'in Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 375.917.500 TL olarak tespit edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı - Borsa Değeri Yöntemi

USAŞ Holding'in Borsa Değeri Yöntemi'ne göre değerinin belirlenmesi amacıyla borsada işlem gören paylarının 1 yıllık ağırlıklı ortalama fiyatı dikkate alınmış ve pay adedi ile çarpılmıştır. Dolayısıyla, USAŞ Holding'in Borsa Değeri Yöntemi'ne göre değeri 31.12.2016 tarihi itibarıyla 78.987.875 TL olarak tespit edilmiştir.



Tarih	AOF	Pay Adedi	Borsa Değeri
30.12.2016	0,36	184.031.366	66.656.161
29.12.2016	0,39	184.031.366	72.121.892
28.12.2016	0,42	184.031.366	77.053.933
27.12.2016	0,42	184.031.366	76.373.017
26.12.2016	0,42	184.031.366	78.102.912
23.12.2016	0,46	184.031.366	85.519.376
-	-	-	-
-	-	-	-
8.1.2016	0,43	184.031.366	79.004.665
7.1.2016	0,43	184.031.366	79.188.697
6.1.2016	0,43	184.031.366	78.452.571
5.1.2016	0,43	184.031.366	79.207.100
4.1.2016	0,43	184.031.366	79.391.131
Ağırlıklı Ortalama Pazar Değeri			78.987.875

Kaynak: KAP, Bloomberg

*tablonun tamamı ekte sunulmuştur



BİRLEŞME ORANLARI**Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net Aktif Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji'nin değeri 233.371.800 TL ve USAŞ Holding'in değeri 218.012.451 TL olarak hesaplanmıştır. Birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'deki payı USAŞ Holding sermaye ve özkaynaklarından düşülmüştür. Diğer taraftan, Işıklar Enerji'nin değeri konsolide olduğundan USAŞ Holding'in değerini de içermektedir. Rakamlarda mükerrerlik oluşmaması amacıyla Işıklar Enerji sermaye ve özkaynaklarında USAŞ Holding paylarının değeri ile ilgili bir düzeltme yapılmamıştır.

Varlık Yöntemi	Işıklar Enerji	USAŞ Holding
Sermaye	286.121.264 TL	184.031.366 TL
Sermaye Düzeltmeleri	0 TL	-27.731.361 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-27.731.361 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Netleştirilmiş Sermaye	286.121.264 TL	156.300.005 TL
Özkaynak	233.371.800 TL	218.012.451 TL
Özkaynak Düzeltmeleri	0 TL	-32.851.911 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-32.851.911 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Birleşmeye Esas Özkaynak	233.371.800 TL	185.160.540 TL

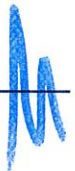
Yukarıdaki tabloda görülen birleşmeye esas özkaynak ve netleştirilmiş sermaye tutarları dikkate alındığında birleşme oranı %55,76 ve değiştirme oranı 1,45 olarak hesaplanmaktadır. Arttırılacak sermaye 227.012.723 TL olup birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Toplam Özkaynak	=	233.371.800	+	185.160.540	=	418.532.340
Birleşme Oranı	=	233.371.800	/	418.532.340	=	0,557596
Birleşme Sonrası Sermaye	=	286.121.264	/	0,55759562	=	513.133.987
Arttırılacak Sermaye	=	513.133.987	-	286.121.264	=	227.012.723
Birleşme Sonrası Devrolan Şirketin Payı	=	513.133.987	-	286.121.264	=	227.012.723
Değiştirme Oranı*	=	227.012.723	/	156.300.005	=	1,452417

Birleşme Sonrası Sermaye	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Holding A.Ş.	82.353.762,53	16,05%
Halka Açık Paylar	428.073.231,66	83,42%
Rıza Kutlu Işık	145.246,88	0,03%
Uğur Işık	3,51	0,00%
Sırrı Gökçen Odyak	3,51	0,00%
Sebahattin Levent Demirer	3,51	0,00%
Turgut Işık ve Mahdumları A.Ş.**	2.561.724,90	0,50%
Volkan Girişken	3,51	0,00%
Ahmet Çevirgen	3,51	0,00%
Ahmet Lütfi Göktuğ	3,51	0,00%
Toplam	513.133.987,06	100,00%

* USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'nin Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. payları hariç diğer ortaklarına isabet eden

** Turgut Işık ve Mahdumları Gayrimenkul ve Turizm Yatırımları A.Ş.



Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi

Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji'nin değeri 502.423.698 TL ve USAŞ Holding'in değeri 375.917.500 TL olarak hesaplanmıştır. Birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'deki payı USAŞ Holding sermaye ve özkaynaklarından düşülmüştür. Diğer taraftan, Işıklar Enerji'nin değeri konsolide olduğundan USAŞ Holding'in değerini de içermektedir. Rakamlarda mükerrerlik oluşmaması amacıyla Işıklar Enerji sermaye ve özkaynaklarında USAŞ Holding paylarının değeri ile ilgili bir düzeltme yapılmamıştır.

Emsal Yöntemi	Işıklar Enerji	USAŞ Holding
Sermaye	286.121.264 TL	184.031.366 TL
Sermaye Düzeltmeleri	0 TL	-27.731.361 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-27.731.361 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Netleştirilmiş Sermaye	286.121.264 TL	156.300.005 TL
Özkaynak	502.423.698 TL	375.917.500 TL
Özkaynak Düzeltmeleri	0 TL	-56.646.344 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-56.646.344 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Birleşmeye Esas Özkaynak	502.423.698 TL	319.271.156 TL

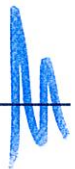
Yukarıdaki tabloda görülen birleşmeye esas özkaynak ve netleştirilmiş sermaye tutarları dikkate alındığında birleşme oranı %61,14 ve değiştirme oranı 1,16 olarak hesaplanmaktadır. Arttırılacak sermaye 181.819.184 TL olup birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Toplam Özkaynak	=	502.423.698	+	319.271.156	=	821.694.854
Birleşme Oranı	=	502.423.698	/	821.694.854	=	0,611448
Birleşme Sonrası Sermaye	=	286.121.264	/	0,61144803	=	467.940.448
Arttırılacak Sermaye	=	467.940.448	-	286.121.264	=	181.819.184
Birleşme Sonrası Devrolan Şirketin Payı	=	467.940.448	-	286.121.264	=	181.819.184
Değiştirme Oranı*	=	181.819.184	/	156.300.005	=	1,163270

Birleşme Sonrası Sermaye	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Holding A.Ş.	82.335.120,21	17,60%
Halka Açık Paylar	382.927.254,70	81,83%
Rıza Kutlu Işık	116.331,23	0,02%
Uğur Işık	2,82	0,00%
Sırrı Gökçen Odyak	2,82	0,00%
Sebahattin Levent Demirer	2,82	0,00%
Turgut Işık ve Mahdumları A.Ş.**	2.561.724,90	0,55%
Volkan Girişken	2,82	0,00%
Ahmet Çevirgen	2,82	0,00%
Ahmet Lütfi Göktuğ	2,82	0,00%
Toplam	467.940.447,93	100,00%

* USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'nin Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. payları hariç diğer ortaklarına isabet eden

** Turgut Işık ve Mahdumları Gayrimenkul ve Turizm Yatırımları A.Ş.



Borsa Değeri Yöntemi

Borsa Değeri Yöntemi'ne göre Işıklar Enerji'nin değeri 74.549.294 TL ve USAŞ Holding'in değeri 78.987.875 TL olarak hesaplanmıştır. Birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'deki payı USAŞ Holding sermaye ve özkaynaklarından düşülmüştür. Diğer taraftan, Işıklar Enerji'nin değeri konsolide olduğundan USAŞ Holding'in değerini de içermektedir. Rakamlarda mükerrerlik oluşmaması amacıyla Işıklar Enerji sermaye ve özkaynaklarında USAŞ Holding paylarının değeri ile ilgili bir düzeltme yapılmamıştır.

Borsa Yöntemi	Işıklar Enerji	USAŞ Holding
Sermaye	286.121.264 TL	184.031.366 TL
Sermaye Düzeltmeleri	0 TL	-27.731.361 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-27.731.361 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Netleştirilmiş Sermaye	286.121.264 TL	156.300.005 TL
Özkaynak	74.549.294 TL	78.987.875 TL
Özkaynak Düzeltmeleri	0 TL	-11.902.543 TL
Işıklar Enerji'nin USAŞ Holding'teki Payı	0 TL	-11.902.543 TL
Diğer Düzeltmeler	0 TL	0 TL
Birleşmeye Esas Özkaynak	74.549.294 TL	67.085.332 TL

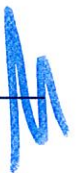
Yukarıdaki tabloda görülen birleşmeye esas özkaynak ve netleştirilmiş sermaye tutarları dikkate alındığında birleşme oranı %52,63 ve değiştirme oranı 1,65 olarak hesaplanmaktadır. Arttırılacak sermaye 257.474.469 TL olup birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Toplam Özkaynak	=	74.549.294	+	67.085.332	=	141.634.626
Birleşme Oranı	=	74.549.294	/	141.634.626	=	0,526349
Birleşme Sonrası Sermaye	=	286.121.264	/	0,52634936	=	543.595.733
Arttırılacak Sermaye	=	543.595.733	-	286.121.264	=	257.474.469
Birleşme Sonrası Devrolan Şirketin Payı	=	543.595.733	-	286.121.264	=	257.474.469
Değiştirme Oranı*	=	257.474.469	/	156.300.005	=	1,647309

Birleşme Sonrası Sermaye	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Holding A.Ş.	82.366.327,99	15,15%
Halka Açık Paylar	458.502.919,70	84,35%
Rıza Kutlu Işık	164.736,86	0,03%
Uğur Işık	3,99	0,00%
Sırrı Gökçen Odyak	3,99	0,00%
Sebahattin Levent Demirel	3,99	0,00%
Turgut Işık ve Mahdumları A.Ş.**	2.561.724,90	0,47%
Volkan Girişken	3,99	0,00%
Ahmet Çevirgen	3,99	0,00%
Ahmet Lütfi Göktuğ	3,99	0,00%
Toplam	543.595.733,36	100,00%

* USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'nin Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş. payları hariç diğer ortaklarına isabet eden

** Turgut Işık ve Mahdumları Gayrimenkul ve Turizm Yatırımları A.Ş.



SONUÇ

Yapılan inceleme ve hesaplamalar neticesinde 3 farklı yöntemle tespit edilen birleşme oranları, birleşme sonucu ulaşılan sermayeler, birleşme sonucu artacak sermayeler ve değişirme oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Hesaplama Sonuçları	Net Aktif Değeri	Emsal Değeri	Borsa Değeri
Birleşme Oranı	55,76%	61,14%	52,63%
Birleşme Sonucu Sermaye	513.133.987 TL	467.940.448 TL	543.595.733 TL
Birleşme Sonucu Artacak Sermaye	227.012.723 TL	181.819.184 TL	257.474.469 TL
Değişirme Oranı	1,4524	1,1633	1,6473

Birleşme oranları incelendiğinde, Net Aktif Değeri Yöntemi ve Emsal Yöntemi sonuçlarının görece yüksek olduğu görülmektedir. Buna karşılık bu yöntemler çeşitli seviyelerde subjektif kriterler içermektedir. Birleşmeye konu Şirketler'in her ikisinin de paylarının borsada işlem görmesi nedeniyle piyasada rayıç değerleri oluşmuştur. Bu değerler sözkonusu payların arz ve talebine göre oluşmakta ve objektif bir sonuç ortaya koymaktadırlar.

Görüşümüze göre Işıklar Enerji ve Yapı Holding A.Ş.'nin USAŞ Yatırımlar Holding A.Ş.'yi devir almak yoluyla birleşmesi işleminde Borsa Değeri Yöntemi ile hesaplanan birleşme ve değişirme oranlarının kullanılması daha adil ve makul olacaktır. Bu durumda birleşme oranı %52,63 ve değişirme oranı 1,6473 olarak hesaplanmakta, 257.474.469 TL arttırılacak sermaye ile birleşme sonrası Işıklar Enerji'nin sermayesi 543.595.733 TL'ye çıkmaktadır. Birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Birleşme Sonrası Sermaye	Pay Tutarı	Pay Oranı
Işıklar Holding A.Ş.	82.366.327,99	15,15%
Halka Açık Paylar	458.502.919,70	84,35%
Rıza Kutlu Işık	164.736,86	0,03%
Uğur Işık	3,99	0,00%
Sırrı Gökçen Odyak	3,99	0,00%
Sebahattin Levent Demirer	3,99	0,00%
Turgut Işık ve Mahdumları A.Ş.*	2.561.724,90	0,47%
Volkan Girişken	3,99	0,00%
Ahmet Çevirgen	3,99	0,00%
Ahmet Lütfi Göktuğ	3,99	0,00%
Toplam	543.595.733,36	100,00%

* Turgut Işık ve Mahdumları Gayrimenkul ve Turizm Yatırımları A.Ş.

G Y M
G Ü R E L İ
 YEMİNLİ MÜHÜR VE
 BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Metin ETKİN
 Sorumlu Ortak Baş Denetçi

EKLER

Bağımsız Denetim Raporları
 Birleşme Özel Durum Açıklamaları
 Pay Alım Satım Özel Durum Açıklaması
 1 Yıllık Ağırlıklı Ortalama Pay Fiyatları

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

YMM Tasdik Hizmetleri
Bağımsız Dış Denetim Hizmetleri
Vergi Danışmanlığı Hizmetleri
Bilgi Sistemleri Denetim Hizmetleri
Hukuk Danışmanlığı Hizmetleri
İK Danışmanlığı Hizmetleri
Kurumsal Finansman Hizmetleri

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 165 ortak firma ile 141 ülkede, 745 ofisle hizmet vermektedir. 2015 yılı global cirosu 3,8 milyar Amerikan Doları'dır. Dünya çapında yaklaşık 28.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

Gürelî Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. 1984 yılında İstanbul'da kurulmuş olup, buradaki merkez ofisi dışında İzmir, Antalya, Bursa, Gaziantep, Trakya, Ankara ve Batı Karadeniz ofisleri ile hizmet vermektedir.

Türkiye'de bankalar ve diğer mali kurumların, sigorta şirketlerinin, enerji piyasasında faaliyet gösteren firmaların ve halka açık anonim şirketlerin denetimleri, yerel mevzuatı düzenleyici kurumlar olan Sermaye Piyasası Kurulu, BDDK, EPDK ve Sigorta Murakebe Kurulu tarafından düzenlenmektedir. Firmamızın sözkonusu kurumlardan alınan denetim yetki belgelerine ek olarak 3568 sayılı YMM kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Merkez Ofis

Spine Tower Büyükdere
Cad. Kat: 25 ve 26 PK.34398
Maslak - İSTANBUL

+90 212 285 01 50
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

ASO Kule Atatürk Bulvarı
No: 193 PK.06680
Kavaklıdere - ANKARA

+90 312 466 84 20
gymankara@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Çağlayan Mah. Barınaklar Bulvarı
No: 48 K: 2 D: 3 PK.07230
ANTALYA

+90 242 324 30 14
gymantalya@gureli.com.tr

İzmir Ofis

1379 Sok. No: 19
D: 8 PK.35220
Alsancak - İZMİR
+90 232 463 88 63
gymizmir@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Ertuğrul Mah. Hüseyin Pehlivan
Cad. Destereci İş Mrk.
No: 24 K: 4 D: 4 Süleymanpaşa
TEKİRDAĞ
+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr

Bursa Ofis

Odunlu Mah. Akademi Cad. Zeno
İş Mrk. No:31 D Blk. K:7
BURSA
+90 224 451 27 10
gymbursa@gureli.com.tr

Gaziantep Ofis

İncilipınar Mah. Nişantaşı Sk.
F&H İş Mrk. K:5 No:6
Şehitkamil - GAZİANTEP
+90 342 215 10 70
gymgaziantep@gureli.com.tr