

KARAR BAĞIMSIZ DENETİM VE DANIŞMANLIK A.Ş.

**TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ve
CEM ZEYTİN A.Ş.**

BİRLEŞMEYE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

Aralık 2021 / ANKARA



TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Yönetim Kurulu'na

TUKAŞ Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("TUKAŞ Gıda", "Şirket" veya "Müşteri") ve CEM Zeytin A.Ş. ("CEM Zeytin.") Yönetim Kurulları (birlikte "şirketler" olarak anılacaktır), TUKAŞ Gıda'nın, CEM Zeytin'in tüm aktif ve pasiflerini bir bütün halinde devralması suretiyle, TUKAŞ Gıda bünyesinde birleştirilmesine ("Birleşme") karar vermişlerdir.

Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. ("Karar Denetim"), Şirketlerin yönetimleri tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II.23.2) "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7. Maddesi gereğince Birleşme İşleminde "Uzman Kuruluş Raporunu" ("Birleşme Raporu" veya "Rapor") hazırlamak üzere Müşteri ile imzalanan 01.12.2021 tarihli sözleşmeye istinaden görevlendirilmiştir.

Bu rapor, şirketlerin Uluslararası Değerleme Yöntemleri kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını, değiştirme oranı ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek ve sunmak amacıyla hazırlanmıştır.

TUKAŞ Gıda'nın, CEM Zeytin'i devralma yoluyla birleşmesi işleminde, birleşme oranı hesaplanırken,

Cem Zeytin'in projekte 2022 yılı hasılatı ve bir önceki yıla göre artışı dikkat çekmektedir. Şirket yönetimi; 2022 yılı için tonajda %18 büyüme, fiyatlamada da %60 artış yapmayı planladığını beyan etmiştir. Bu husus dışında indirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemleri kullanılarak analiz yapılmış, nihai olarak hesaplanan değişim oranının, adil, makul ve güvenilir olacağı düşünülmüştür.

Bu Rapor, SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2) kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte

Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu Rapor'un muhatabı TUKAŞ Gıda ve CEM Zeytin olacaktır.



Rapor'da sunulan finansal veriler, Şirket Yönetimi tarafından temin edilen bağımsız dış denetim firması Güney Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (TUKAŞ Gıda) ve Deneyim Bağımsız Denetim A.Ş. (CEM Zeytin) Tarafından hazırlanan denetim raporlarından alınmıştır. Değerleme analizini de kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmamızda, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Birleşme Raporu SPK'nın III.62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDES") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDES standartlarına uygundur.

Rapor'da birleşme oranlarının ve değiştirme oranının hesaplanması amacıyla ulaşılan pay değerleri, Rapor'a konu Şirketler'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü partilerin ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir. Rapor'da yer alan çalışmalar Birleşme'ye yönelik olarak münhasıran hazırlanmıştır.

27.12.2021, Ankara

Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Member Firm of Abacus WorldWide



Ali Osman EFLATUN
Sorumlu Denetçi

BEYAN

İşbu değerleme raporunu hazırlayan Kuruluşumuzun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı doğrultusunda;

- i. Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olduğunu,
- ii. Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürleri içeren genelge, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- iii. Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu,
- iv. Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısının bulunduğunu,
- v. Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu,
- vi. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile aramızda değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunduğunu,
- vii. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını,
- viii. Değerlemeye konu şirketlere aynı dönem içerisinde değerlendirme hizmeti vermediğimizi beyan ederiz.



1. BÖLÜM	1
Yönetici Özeti	1
1.1. Raporun Amacı ve Kapsamı	2
1.2. Kısıtlayıcı Koşullar	3
1.3. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	5
1.4. Değerleme Sonucu	7
1.5. Raporu Hazırlayan ve İmzalayanlara İlişkin Bilgi	9
2. BÖLÜM	10
Şirketin Tanıtımı	10
2.1. Tukaş Gıda - Genel Bilgiler ve Faaliyet Alanı	11
2.2. Ortaklık Yapısı	12
2.3. Finansal Tablolar ve Analizler	13
2.4. CEM Zeytin - Genel Bilgiler ve Faaliyet Alanı	19
2.5. Ortaklık Yapısı	19
2.6. Finansal Tablolar ve Analizler	20
3. BÖLÜM	26
Ekonomik Göstergeler	26
3.1. Makro Ekonomik Göstergeler	27
3.2. Türkiye Ekonomisi	39
4. BÖLÜM	64
Sektörel Bilgiler	64
4.1. Sektörel Bilgiler - Gıda	65
4.2. Sektörel Bilgiler - Zeytin	70
5. BÖLÜM	73
Değerleme Analizleri	73
5.1. Tukaş - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	74
5.2. Tuka Gıda - Piyasa Çarpanları Yöntemi	79
5.3. Tukaş Gıda - Değerleme Sonuçları	82
5.4. CEM Zeytin - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	83
5.5. CEM Zeytin - Piyasa Çarpanları Yöntemi	86
5.6. CEM Zeytin - Değerleme Sonuçları	89
5.7. Sonuç	90

1. BÖLÜM

Yönetici Özeti

1.1. Raporun Amacı ve Kapsamı

- Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1)" hükümlerine gereğince Uluslararası Değerleme Standartları'na (UDES) 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 değerlendirilmesi ve değerleme tarihinde mevcut olan ekonomik koşulların ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır.
- Şirketimiz, 01.12.2021 tarihinde imzalanan sözleşmeye istinaden TUKAŞ Gıda'nın, CEM Zeytin'i aktif ve pasifiyle tamamen devralması suretiyle birleşmesinde Uzman Kuruluş Raporu'nun hazırlanması amacıyla görevlendirilmiştir.
- Raporun amacı, UDES standartları tarafından ön görülmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını ve seçilen yöntemle göre değiştirme oranı ve birleştirme sonrasında ulaşılabilecek gereken sermaye tutarını tespit etmektir.
- Değerlemenin yürürlük tarihi 30.09.2021 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.
- Bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

- 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 Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

1.2. Kısıtlayıcı Koşullar

Bu çalışmada kullanılan tüm bilgiler, ilgili şirket tarafından sağlanmıştır. Şirket yönetimi, şirketin mevcut yapısı ve geleceğe ilişkin olarak tarafımıza sunulan beklentiler değerlendirilmiş, bu süreçte ilgili sektörlerin ve Türkiye ekonomisinin göstereceği performans da dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında, Şirket tarafından hazırlanmış olan geleceğe yönelik projeksiyon tabloları esas alınmıştır. Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler veri alınmış ve şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıtacağı kabul edilmiş, yorumlar uzman görüşü ile birlikte yapılmıştır. Tarafımız, varsayımların doğruluğunu ve gerçekleştirilebilirliğini araştırma yükümlülüğüne sahip değildir. Tarafımız, varsayımların gerçekleşmemesinden dolayı sorumlu değildir.

Değerleme işlemi belirli varsayımlar dahilinde yapılmış olup yapılan hesaplamaların vergi ile hiçbir ilgisi bulunmamaktadır. Bu değerlendirme çalışması kapsamında şirketin değerini etkileyebilecek beklenmedik durumların olmadığı varsayılmaktadır.

Bu raporda bulunan değerlendirme sonuçları, ilgili şirket yönetimine bilgi sağlamak ve sunulmak üzere hazırlanmıştır. Bu nedenle, belirtilen bu amaç dışında kullanılması doğru olmayabilir. Özellikle, bu rapor sonuçlarının, üçüncü şahısların eline geçmesi ve bu sonuçların bir yatırım kararı veya başka bir amaç için kullanılması durumunda bunun sonuçlarından Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. hiçbir sorumluluk kabul etmez.

Yönetici Özeti

Değerleme çalışmaları, piyasa fiyatını etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin temettü ödeme kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri
- Hisse senetlerinin satılabilme potansiyeli (talebin varlığı ve yeterliliği)
- Satılan hisse senetlerinin şirketi kontrol gücü sağlayıp sağlamadığı
- Şirket hisseleri halka açık ise, piyasanın şirkete biçtiği değer ve satılacak hissenin büyüklüğü

Bu rapor, şirket değerini belirlemede etkisi olan bu faktörlerin hepsini dikkate alarak hazırlanmıştır. Ancak değerlendirme, aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir.
- Şirkete ait kullanılan tüm projekte bilgiler şirket yönetimi tarafından sağlanmış, doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.

- Bu rapora konu değerleme çalışması, bilinen değerleme metotları kullanılarak üst düzeyde uzmanlık bilgisi ile yapılmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek çok önemli değişimlerin şirket değerini etkileyebileceği ve şirket değerinin yukarı veya aşağı yönde hareket edebileceği bilinmektedir. Bu durumda, şirket değerinin yeni koşullar altında yeniden belirlenmesi hususunda Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.’nin bir yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Değerleme çalışması sırasında, şirketin faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

1.3. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

a. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (İNA)

- Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, birçok 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 (İNA) yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akışları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. TUKAŞ Gıda’nın İşletmeye Serbest Net Nakit Akışları hesaplanarak, değerlendirilmiştir.

b. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları şirketler yönteminde, değerlemesi yapılan şirket, finansal ve operasyonel olarak benzer yapıdaki halka açık şirketler ile karşılaştırılmaktadır.
- Bu yöntemde benzer şirketlerin Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Şirket Değeri/Hasılat (ŞD/Hasılat), Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (ŞD/FAVÖK) çarpanları dikkate alınmıştır.

c. Maliyet Yaklaşımı – Net Aktif Değer

- Net aktif değeri, sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır.
- Bu yöntem, TUKAŞ Gıda'nın değerlemesinde, şirketlerin faal olması ve süreklilik göstermesi nedeniyle kullanılmamıştır. Ancak, defter değerine dayalı piyasa çarpanlarının kullanımı için net aktif değeri hesaplanmıştır.

1.4. Değerleme Sonucu

- Değerlemede, gelir yaklaşımı esaslı İndirgenmiş Net Nakit Akışları Yöntemi ve pazar yaklaşımı esaslı Piyasa Çarpanı yöntemleri kullanılmıştır. Bu iki yöntem % 50 ağırlıklandırılarak, ortalama hisse değeri hesaplanmamıştır. Değerlemede, şirketin faal olması ve sürekliliklerini koruması nedeniyle maliyet yöntemi kullanılmamıştır.
- İNA yönteminin uygulanmasında, nakit akışları 2022-2026 yılları için bütçelenmiş, diğer yıllar ise sabit bir büyüme oranı ile artacağı varsayılmıştır.

Değerleme Analizi Sonuçları		
	Tukaş Gıda	Cem Zeytin
Gelir Yaklaşımı/FCFF	1.978.186.156	987.498.226
Pazar Yaklaşımı/Piyasa Çarpanı	2.682.250.627	619.144.718
Hisse Değeri	2.330.218.392	803.321.472

Birleşmeye Esas Değer			
	Tukaş Gıda	Cem Zeytin	
Ödenmiş Sermaye	272.650.000	100.000.000	
Hisse Değeri	2.330.218.392	803.321.472	
Birleşmeye Esas Değer	2.330.218.392	803.321.472	3.133.539.864

TUKAŞ Gıda ve CEM Zeytin'in hesaplanan hisse değerlerinin toplamı 3.133.539.864 TL'dir. TUKAŞ Gıda'nın bu değerdeki payı, bir başka ifade ile birleşme oranı yaklaşık,0,7436

TL'dir. TUKAŞ Gıda'nın birleşme sonrası artırması gerekli olan sermaye tutarı, 93.993.593 TL'dir. Değiştirme oranı, 0,9399

olarak hesaplanmıştır. TUKAŞ Gıda, CEM Zeytin'e her 1 TL'lik hissesi karşılığında, 0,9399 TL'lik pay verecektir.

Birleşme ve Değişim Oranı				
Birleşme Oranı	=	$\frac{2.330.218.392}{3.133.539.864}$	=	0,7436
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{272.650.000}{0,743637705}$	=	366.643.593
Artırılacak Sermaye	=	366.643.593 - 272.650.000	=	93.993.593
Değiştirme Oranı	=	$\frac{93.993.593}{100.000.000}$	=	0,9399

1.5. Raporu Hazırlayan ve İmzalayanlara İlişkin Bilgi

	Adı Soyadı	TC Kimlik No	Ünvanı	Yetki Belgeleri
Değerleme Raporunu Hazırlayan	Neşe SAN	11014159912	Kurumsal Finansman Müdürü	Türev Araçlar Lisansı, Geçerlilik Süresi Bitişi 14.10.2022 Düzey 3 Lisansı Lisans No: 201405 Geçerlilik Süresi Bitişi 15.10.2022
Değerleme Raporunu İmzalayan	Ali Osman EFLATUN	30392026128	Sorumlu Ortak Başdenetçi	SPK Bağımsız Denetçi Lisansı, SMMM

2. BÖLÜM

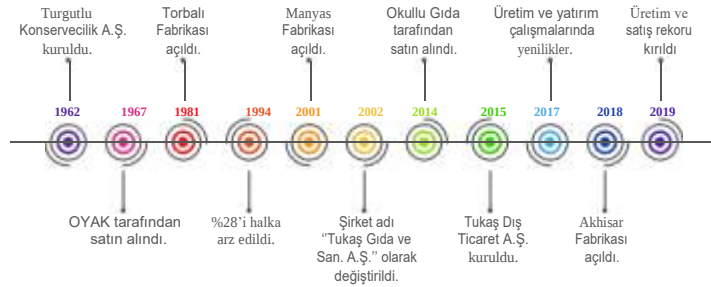
Şirketin Tanıtımı

2.1. Tukaş Gıda - Genel Bilgiler ve Faaliyet Alanı

TUKAŞ Gıda San. ve Tic. A.Ş., çıkarılmış sermayesi 272.650.000 TL, kayıtlı sermaye tavanı 500.000.000 TL olan borsada işlem görmektedir. Ana faaliyet konusu başta salça, sebze konserveleri, turşu, reçel, sos ve dondurulmuş gıda olmak üzere her türlü gıda maddesinin üretimi ve pazarlanması olan şirketin merkezi İzmir’de bulunmakta olup, Torbalı, Manyas ve Akhisar’da üretim tesisleri bulunmaktadır. Üretim, üç tesiste yapılmaktadır. Toplam kapasite, 285.638 ton/yıl’dır. Torbalı tesisi, 120.746 ton/yıl ile en yüksek kapasiteye sahip tesistir.

09/2021 itibariyle, 118 beyaz yakalı, 246 mavi yakalı, 918 mevsimlik çalışana sahiptir.

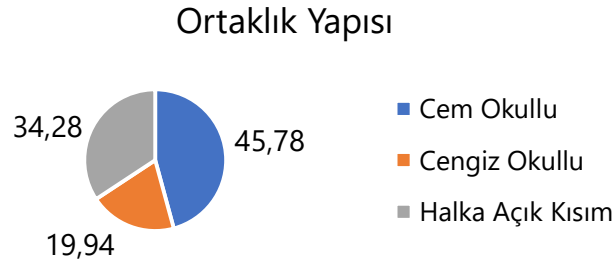
Şirketin %100 iştiraki olan TUKAŞ Dış Tic. A.Ş. dış ticaret alanında faaliyet göstermektedir.



	Manyas Tesisi	Akhisar Tesisi	Torbalı Tesisi
Ürün Türü	Salça	Turşu	Salça
	Konserve	Konserve	Konserve
	Dondurulmuş Ürün	Közeleme	Sos
	Közeleme	Zeytin	Reçel
Üretim Kapasitesi	65.026 (ton/yıl)	102.866 (ton/yıl)	120.746 (ton/yıl)

2.2. Ortaklık Yapısı

Şirketin, yaklaşık % 34,28 halka açık olup, diğer hisseler Cem Okullu ve Cengiz Okullu'ya aittir.



Adı ve Soyadı	Ünvanı	Görev Süreleri
Cem OKULLU	Yönetim Kurulu Başkanı	08.04.2021 - 3 Yıl
Cengiz OKULLU	Yönetim Kurulu Başkan Vekili	08.04.2021 - 3 Yıl
Sedat ERKUL	Yönetim Kurulu Üyesi	08.04.2021 - 3 Yıl
Ebgü Senem DEMİRKAN	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	08.04.2021 - 1 Yıl
Ümit İhsan YAYLA	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	08.04.2021 - 1 Yıl

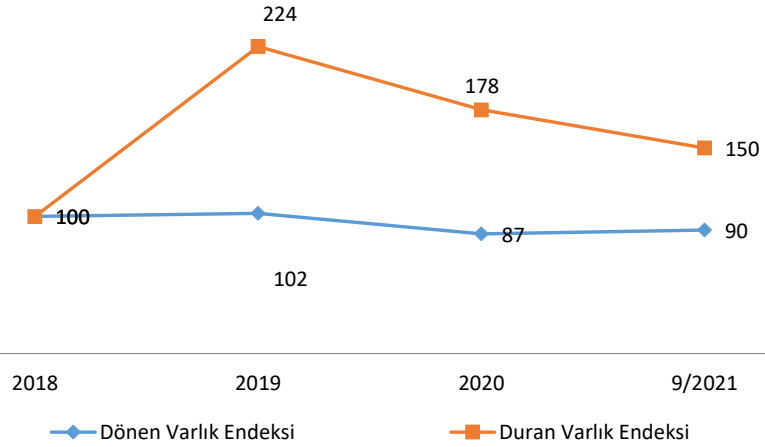
2.3. Finansal Tablolar ve Analizler

VARLIKLAR	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen Varlıklar	255.820.326	348.862.699	449.310.931	675.484.180	907.797.635
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.297.360	4.462.441	448.677	21.020.591	19.756.029
Ticari Alacaklar	55.483.794	91.215.599	148.463.239	177.684.568	297.347.963
Diğer Alacaklar	4.709.705	6.597.376	7.284.460	13.934.824	17.101.033
Stoklar	138.691.658	214.744.190	277.850.159	440.465.550	547.909.052
Peşin Ödenmiş Giderler	10.704.590	4.924.308	6.227.485	12.239.052	11.999.860
Diğer Dönen Varlıklar	40.933.219	26.918.785	9.036.911	10.139.595	13.683.698
Duran Varlıklar	113.896.284	270.010.191	357.375.943	572.742.825	598.505.189
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	20.703.245	24.661.745	26.415.000	26.415.000
Kullanım Varlıkları	0	0	54.251.684	71.039.062	68.910.793
Maddi Duran Varlıklar	103.328.491	230.976.822	203.933.685	411.733.472	422.067.971
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	283.250	247.329	255.707	119.816	142.714
Peşin Ödenmiş Giderler	0	17.250	991.979	2.857.540	20.763.857
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	17.917.045	47.770.194	17.567.594	5.694.340
Diğer Duran Varlıklar	10.284.543	148.500	25.510.949	43.010.341	54.510.514
Toplam Varlıklar	369.716.610	618.872.890	806.686.874	1.248.227.005	1.506.302.824

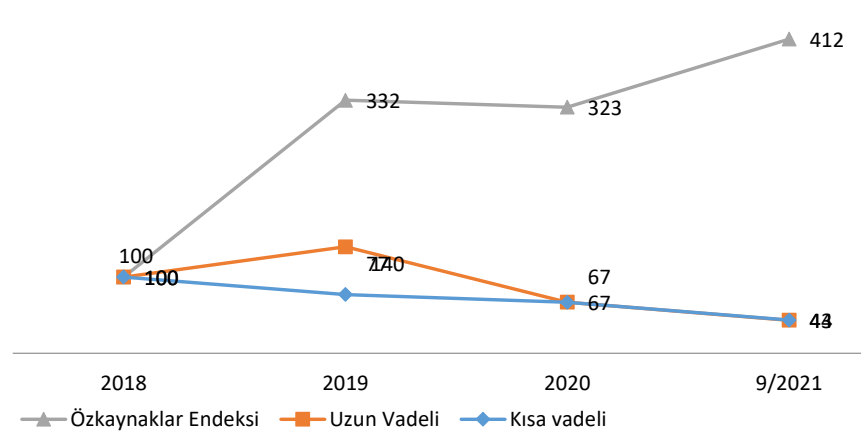
KAYNAKLAR	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	197.688.157	345.443.367	329.837.702	472.867.589	709.991.532
Kısa Vadeli Borçlanmalar	103.358.146	197.049.757	95.099.067	188.651.634	329.430.503
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	36.536.068	31.799.491	104.710.827	84.741.743	93.269.609
Kiralama İşlerinden Borçlar	2.876.662	10.968.052	11.943.037	20.484.831	21.590.740
Ticari Borçlar	41.543.258	95.665.695	101.019.839	160.942.026	220.116.317
Çalışanlara Sağl. Faydalar Kapsamında Borçlar	399.618	1.019.308	1.462.065	2.131.721	5.112.368
Diğer Borçlar	356.196	587.813	979.292	2.189.620	4.279.788
Müşteri Sözleşmelerinden	11.675.118	4.537.124	12.364.345	10.640.426	32.019.936
Kısa Vadeli Karşılıklar	731.272	3.155.719	1.543.267	2.442.299	2.360.101
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	660.408	715.963	579.692	1.812.170
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	211.819	0	0	63.597	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	30.903.142	98.853.200	196.468.469	226.870.490	164.311.814
Uzun Vadeli Borçlanmalar	26.791.172		163.627.525	181.947.427	130.436.708
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Yükümlülükleri	2.812.505	61.348.528	29.070.052	39.610.618	26.868.290
Diğer Borçlar	1.299.465	36.513.843	0	320.704	
Uzun Vadeli Karşılıklar		990.829	3.770.892	4.991.741	7.006.816
Özkaynaklar	141.125.310	174.576.323	280.100.703	548.489.926	631.999.478
Ödenmiş Sermaye	272.650.000	272.650.000	272.650.000	272.650.000	272.650.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.894.212	1.894.212	1.894.212	1.894.212	1.894.212
Paylara İlişkin Primler	121.454	121.454	141.459	121.459	121.459
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğ	31.927.247	32.312.736	30.627.217	171.138.735	171.111.275
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedek	33.394	34.332	33.904	53.193	1.514.932
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-171.794.287	-168.061.882	-132.436.412	-25.265.378	101.170.588
Net Dönem Karı / Zararı	6.293.290	35.625.471	107.190.323	127.897.705	83.537.012
Toplam Kaynaklar ve Özkaynaklar	369.716.609	618.872.890	806.406.874	1.248.228.005	1.506.302.824

Şirketin Tanıtımı

Dönen Varlık - Duran Varlık Endeksi

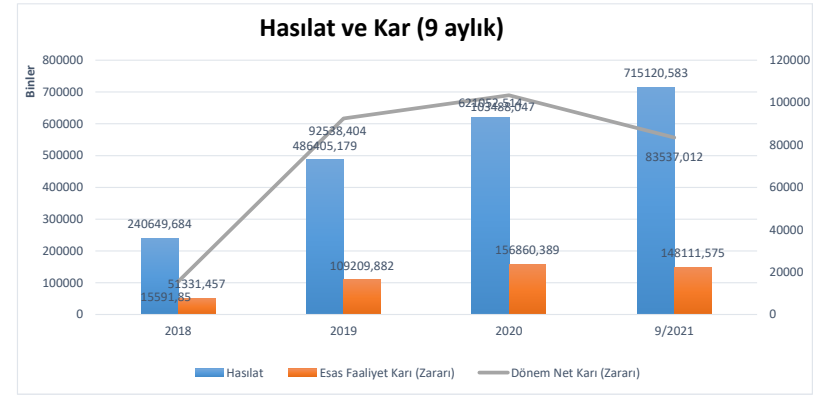
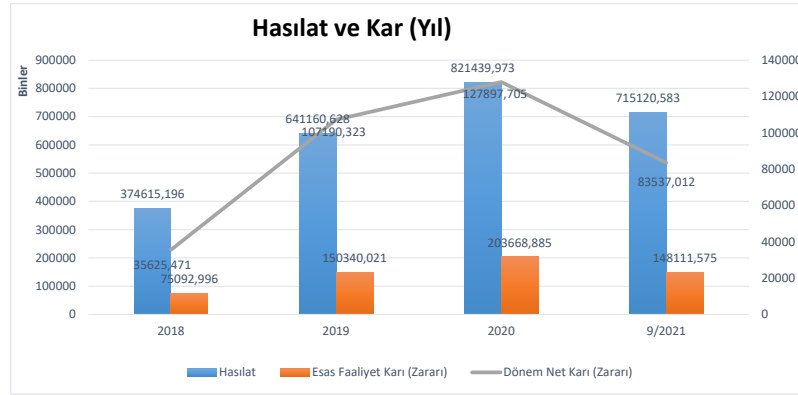


Yabancı Kaynaklar- Özkaynaklar Endeksi



	01.01.2017 31.12.2017	01.01.2018 31.12.2018	01.01.2019 31.12.2019	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 30.09.2021
Kapsamlı Gelir Tablosu					
Sürdürülen Faaliyetler					
Hasılat	235.258.862	374.615.196	641.160.628	821.439.973	715.120.583
Satışların Maliyeti (-)	-189.311.833	-276.675.032	-458.856.399	-577.793.401	-522.330.778
Brüt Kar (Zarar)	45.947.029	97.940.164	182.304.229	243.646.572	192.789.805
Genel Yönetim Giderleri (-)	-5.649.536	-7.924.754	-9.809.607	-12.010.261	-14.254.512
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-15.132.916	-19.350.967	-27.091.319	-43.471.516	-43.323.667
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-357.151	-652.482	-1.047.346	-1.645.531	-1.377.115
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.232.225	9.993.780	16.395.276	33.172.794	32.513.166
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.323.720	-4.912.745	-10.411.212	-16.023.173	-18.236.102
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	25.715.931	75.092.996	150.340.021	203.668.885	148.111.575
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	612.351	0	0	12.839.700	997.888
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	-957.554	-74.233	-9.152.173	-21.538
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	26.328.282	74.135.442	150.265.788	207.356.412	149.087.925
Finansal Gelirler	1.974.711	1.914.723	15.083.499	11.124.222	9.723.895
Finansman Giderleri (-)	-23.299.070	-47.525.938	-87.665.626	-88.977.651	-63.406.618
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	5.003.923	28.524.227	77.683.661	129.502.983	95.405.202
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	1.293.487	7.101.244	29.506.662	-1.541.681	-11.868.190
Dönemin Vergi Gideri	-4.120		0	-63.597	
Dönem Net Karı (Zararı)	6.293.290	35.625.471	107.190.323	127.897.705	83.537.012

Şirketin Tanıtımı

Oran Analizi

Şirketin Tanıtımı

Şirketin, likidite, çalışma durumu, finansal yapı ve karlılık oranları son 4 yıl itibariyle hesaplanmıştır. Şirketin oranlarının büyük düzeyde değişim göstermediği anlaşılmaktadır. Satışların maliyetinin, satışlar içindeki payı ortalama % 72 düzeyinde olup, net kar marjı ortalama % 13'dür. Faaliyet giderlerinde de yıllar itibariyle bir denge gözlemlenmektedir.

	2018	2019	2020	2021/9	Ortalama
Cari Oranı	1,01	1,36	1,43	1,28	1,27
Asit-Test	0,39	0,52	0,50	0,51	0,48
Stok Devir Hızı	2,12	2,60	2,29	1,94	2,24
Tic. Alacak Devir Hızı	5,11	5,35	5,04	4,03	4,88
Tic. Borç. Devir Hızı	4,03	4,67	4,41	3,67	4,20
Finansal Kaldıraç Oranı	2,54	1,88	1,28	1,38	1,77
Borçlar/Varlıklar	0,72	0,65	0,56	0,58	0,63
Satışların Mal/Satışlar	0,74	0,72	0,70	0,73	0,72
Brüt Satış Karı	0,26	0,28	0,30	0,27	0,28
Faaliyet Kar M.	0,20	0,23	0,25	0,21	0,22
Net Kar Marjı	0,10	0,17	0,16	0,12	0,13

Genel Yön./Satışlar	2,12%	1,53%	1,46%	1,99%	1,70%
Pazarlama/Satışlar	5,17%	4,23%	5,29%	6,06%	4,89%
Ar-Ge/Satışlar	0,17%	0,16%	0,20%	0,19%	0,18%

2.4. CEM Zeytin - Genel Bilgiler ve Faaliyet Alanı

CEM Zeytin A.Ş. (Eski Ünvanı: Okullu Gıda A.Ş.) 1930 tarihinde Ankara’da kurulmuştur. CEM Zeytin A.Ş. (Eski Ünvanı:Okullu Gıda A.Ş.)’nin faaliyet alanı salamura siyah ve yeşil zeytin imali, zeytin depolama, işleme ve paketlemedir. Aynı zamanda Şirket konut projeleri yapmakta olup, 9 Kasım 2020 tarihinde kısmi bölünme yoluyla inşaat işleri yeni kurulan Okullu İnşaat A.Ş.’ye devredilmiştir.

Şirket Torbalı Ticaret Sicili Müdürlüğü’ne 6039 sicil numarası ile kayıtlıdır.

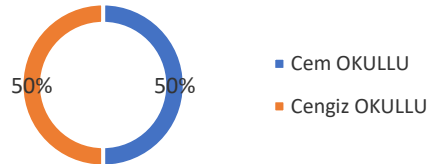
Merkezi İzmir’de bulunan şirketin, Balıkesir’de şubesi bulunmaktadır.

100.000.000 TL sermayesi bulunan şirkette, toplam 274 personel istihdam edilmektedir.

2.5. Ortaklık Yapısı

Şirketin, Cem Okullu ve Cengiz Okullu’ya aittir. Ortakların ortaklık payları eşittir.

Ortaklık Yapısı



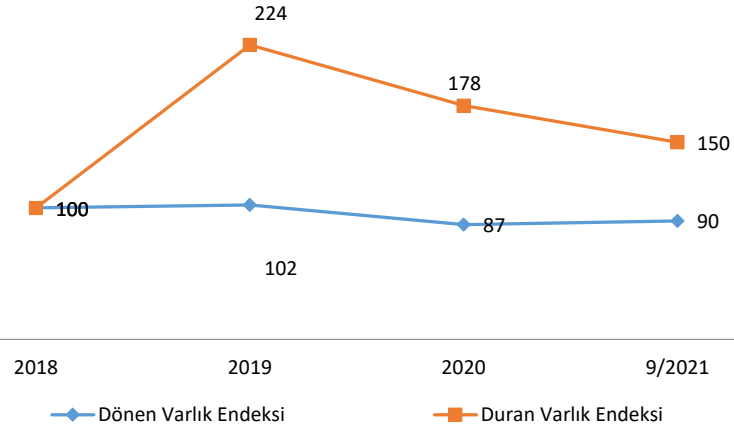
2.6. Finansal Tablolar ve Analizler

VARLIKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen Varlıklar	236.132.314	241.716.657	206.321.917	218.019.405
Nakit ve Nakit Benzerleri	275.298	820.713	2.172.701	6.649.289
Ticari Alacaklar	44.059.435	33.158.717	53.417.976	73.570.601
Diğer Alacaklar	19.736.557	2.578.051	3.465.306	5.420.620
Stoklar	161.439.007	194.541.385	139.988.601	118.137.443
Peşin Ödenmiş Giderler	2.229.403	2.321.876	2.046.973	7.557.776
Diğer Dönen Varlıklar	8.392.614	8.295.915	5.230.360	6.683.676
Duran Varlıklar	46.307.220	103.714.347	82.350.968	87.492.745
Maddi Duran Varlıklar	45.769.399	103.706.070	82.345.014	87.356.076
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.922	8.277	5.954	9.122
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0	127.547
Ertelenmiş Vergi Varlığı	532.899	0	0	0
Toplam Varlıklar	282.439.534	345.431.004	288.672.885	305.512.150

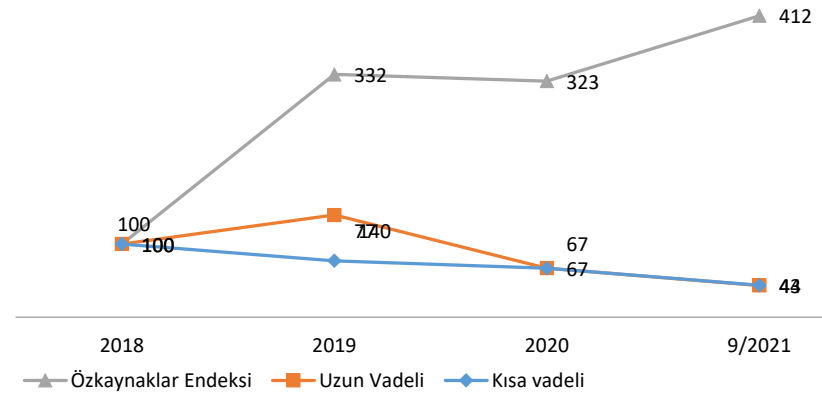
KAYNAKLAR	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	198.026.954	152.630.404	132.524.257	99.426.533
Kısa Vadeli Borçlanmalar	73.322.152	43.282.790	97.133.312	80.107.515
Uzun Vadeli Borçlanmanın Kısa Vadeli	54.839.551	22.324.148	2.087.876	6.302.037
Ticari Borçlar	15.055.459	20.830.751	13.509.765	10.012.432
Çalışanlara Sağl Faydalar Kapsamında Borçlar	622.529	867.818	1.022.027	1.223.044
Diğer Borçlar	52.270.000	62.970.003	17.700.000	0
Ertelenmiş Gelirler	1.121.561	1.464.739	270.359	477.440
D. Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	553.140
Kısa Vadeli Karşılıklar	730.809	724.709	698.186	638.606
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.893	165.446	102.732	112.319
Uzun Vadeli Yükümlülükler	45.525.306	63.613.070	30.555.328	41.097.714
Uzun Vadeli Borçlanamalar	44.356.533	56.113.605	22.796.997	31.755.901
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.168.773	2.215.975	2.339.907	3.523.330
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	5.283.490	5.418.424	5.818.483
Özkaynaklar	38.887.274	129.187.530	125.593.300	164.987.903
Ödenmiş Sermaye	26.000.000	120.000.000	100.000.000	100.000.000
Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	0	49.061.937	49.480.610	48.183.792
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedek	7.219.222	434.699	434.699	434.699
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	9.501.234	-22.906.947	-40.309.106	-24.322.009
Net Dönem Karı / Zararı	-3.833.182	-17.402.159	15.987.097	40.691.421
Toplam Kaynaklar ve Özkaynaklar	282.439.534	345.431.004	288.672.885	305.512.150

Şirketin Tanıtımı

Dönen Varlık - Duran Varlık Endeksi



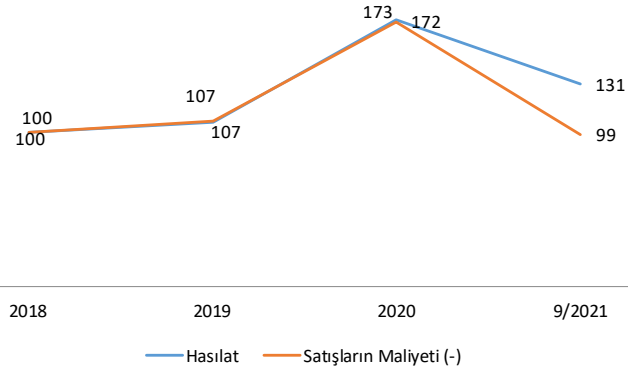
Yabancı Kaynaklar- Özkaynaklar Endeksi



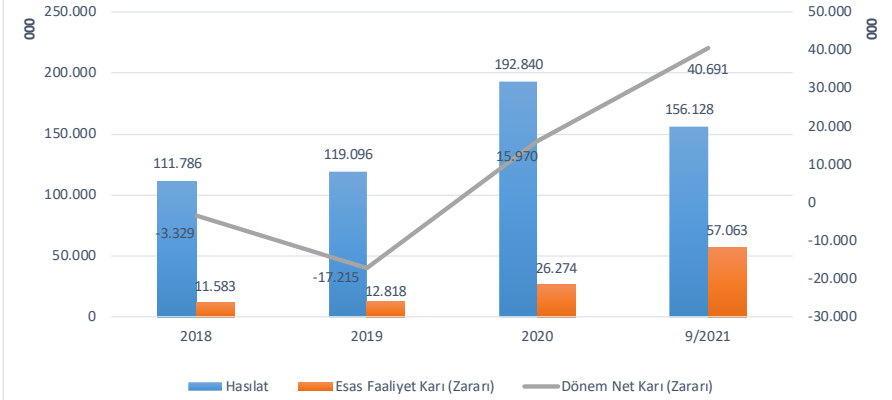
	01.01.2018 31.12.2018	01.01.2019 31.12.2019	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 30.09.2021
Kapsamlı Gelir Tablosu				
Sürdürülen Faaliyetler				
Hasılat	111.785.788	119.096.467	192.839.927	156.128.437
Satışların Maliyeti (-)	-92.279.697	-99.113.796	-158.313.187	-97.627.969
Brüt Kar (Zarar)	19.506.091	19.982.671	34.526.740	58.500.468
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.236.586	-2.407.127	-3.446.876	-2.851.928
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-4.023.563	-4.558.286	-5.283.420	-4.580.503
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.054.584	796.208	1.452.227	8.057.181
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.717.760	-995.854	-974.919	-2.061.910
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	11.582.766	12.817.612	26.273.752	57.063.308
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	289.000	10.000	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	-65.841	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	11.871.766	12.827.612	26.207.911	57.063.308
Finansal Gelirler	31.819.426	3.480.268	3.846.008	4.863.266
Finansman Giderleri (-)	-48.028.196	-33.896.760	-14.049.975	-20.772.873
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-4.337.004	-17.588.880	16.003.944	41.153.701
Vergi Geliri/Gider	503.822	186.721	-16.847	-462.280
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	0	0	0	-741.076
Dönemin Vergi Gideri	503.822	186.721	-16.847	278.796
Dönem Net Karı (Zararı)	-3.329.360	-17.215.438	15.970.250	40.691.421

Şirketin Tanıtımı

Hasılat ve Satışların Maliyeti Endeksi



Hasılat ve Kar



Oran Analizi

Şirketin, likidite, çalışma durumu, finansal yapı ve karlılık oranları son 4 yıl itibarıyla hesaplanmıştır. Şirketin likiditesinde ve devir hızlarında artış gözlemlenmektedir. Brüt satış karı ise sürekli iyileşmektedir. Genel yönetim ve pazarlama giderleri de ise bir istikrar bulunmaktadır.

	2018	2019	2020	2021/9	Ortalama
Cari Oranı	1,19	1,58	1,56	2,19	1,63
Asit-Test	0,38	0,31	0,50	1,00	0,55
Stok Devir Hızı	1,38	0,67	1,15	1,62	1,21
Tic. Alacak Devir Hızı	5,07	3,08	4,45	3,29	3,98
Tic. Borç. Devir Hızı	12,26	5,52	9,22	11,12	9,53
Finansal Kaldıraç Oranı	6,26	1,67	1,30	0,85	2,52
Borçlar/Varlıklar	0,86	0,63	0,56	0,46	0,63
Satışların Mal/Satışlar	0,83	0,83	0,82	0,63	0,78
Brüt Satış Karı	0,17	0,17	0,18	0,37	0,22
Faaliyet Kar M.	0,10	0,11	0,14	0,37	0,18
Net Kar Marjı	-0,03	-0,14	0,08	0,26	0,04

Genel Yön./Satışlar	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Pazarlama/Satışlar	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03

3. BÖLÜM

Ekonomik Göstergeler

3.1. Makro Ekonomik Göstergeler

A. Küresel Ekonomik Görünüm

A1. Küresel Büyüme ve Ticaret

Kovid-19 salgını halen küresel düzeyde etkisini devam ettirmektedir. Ancak, 2021 yılının ilk çeyreğinde başlayan aşılama sürecinin ikinci çeyrekte hız kazanmasının yanı sıra ekonomideki açılma kararlarının etkisiyle artan talep artışının neticesinde genellikle gelişmiş ülkelerdeki ekonomik faaliyetlerde normalleşme gözlenmiştir. Aşıya erişimin kısıtlı olduğu ülkelerde ise, vaka ve ölüm sayıları artmış ve ekonomik toparlanmanın hızı yavaşlamıştır. Küresel toparlanmanın dengeli bir patikada ilerlememesi ve ülkeler arasında ayrışmanın ortaya çıkmasının yanı sıra, yılın ikinci çeyreğinde delta varyantının dünyanın birçok bölgesinde yaygınlaşması küresel ekonomik toparlanmanın geleceğine yönelik riskleri artırmaktadır. Ancak, son verilere göre, bu dönemde hem ekonomik faaliyetlerdeki belirgin toparlanma hem de baz etkisi sayesinde güçlü büyüme kaydeden gelişmiş ülkeler, salgın öncesi dönemdeki hasıla seviyelerine oldukça yaklaşmışlardır.

Salgınla mücadele sürecinde gelişmiş ülkelerin başını çektiği destekleyici maliye politikası ve gevşek para politikası uygulamalarının sürmekte olduğu görülmektedir. Ancak, özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının artan enflasyon riskine yönelik para politikası duruşlarında değişikliğe gitme ihtimallerinin kuvvetlenmesi, küresel ekonomik ve finansal gelişmelerin ana belirleyicilerinden biri haline gelmiştir.

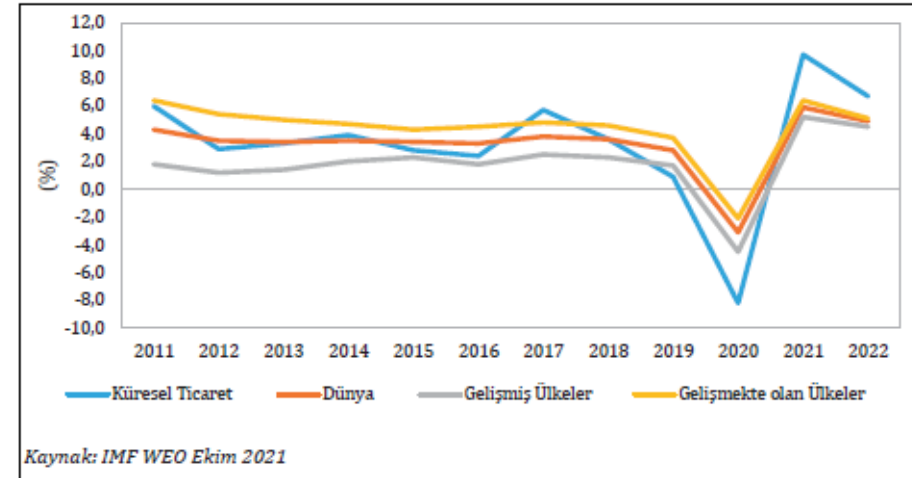
IMF, küresel ekonominin 2021 yılında yüzde 5,9, 2022 yılında ise yüzde 4,9 oranında büyüme kaydedeceğini öngörmektedir. 2021 yılına ilişkin IMF tahminlerinin değişmemiş olmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ilişkin tahminlerdeki revizyonların birbirini dengelemiş olması etkili olmuştur. ABD'nin mali desteklerinin önümüzdeki yıl da süreceği ve küresel ekonomide genişletici etki yaratacağı beklentisi, 2022 yılındaki küresel büyüme tahminin 0,5 puan yükseltilmesine neden olmuştur. Salgın, 2020 yılının ilk yarısından itibaren küresel ekonomik ortamda ciddi bir sarsıntıya yol açmış, ilk etapta alınan kararlardan özellikle karantina ve ekonomik kapanma

gibi tedbirler, iktisadi faaliyet üzerinde yoğun kısıtlayıcı sonuçlar doğurmuştur. Alınan tedbirlerin yanında, 2020 yılının özellikle ilk yarısının yarattığı baz etkisi sonucu; 2021 yılının ikinci çeyreğinde Avrupa'nın dört büyük ekonomisi olan Almanya, Fransa, Birleşik Krallık ve İtalya bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla 9,4, 18,7, 22,2 ve 17,3 oranlarında büyürken, benzer şekilde, ABD ekonomisi aynı dönemde yüzde 12,2 oranında büyümüştür. Salgının merkezinin ise varyanta ve aşılamaya bağlı olarak sürekli değişim arz ettiği bir dönemden geçilmektedir. Salgının, tedarik zincirinde yol açtığı sorunlar devam ederken, başta otomotiv olmak üzere bazı sektörlerin daha sert etkiler altında kaldığı görülmektedir.

Salgın şoku sonrasındaki toparlanma dengesiz bir şekilde seyretmektedir. Küresel büyüme salgın öncesi seviyesini aşmıştır. Ancak, birçok ülkede üretim ve istihdam açığı sürmektedir. Ayrıca, gelişmekte olan ekonomiler kendi içlerinde salgından farklı derecelerde etkilenmektedir. Bunun temel nedeni, salgından ciddi bir biçimde etkilenen turizm sektörü ile emtia piyasalarındaki gelişmelere farklı şekillerde duyarlı olan gelişmekte olan ülkeler arasındaki yapısal farklılıkların yanı sıra aşırı erişim ve aşılama başarısındaki farklılıklar ile yurtdışı finansal akımlara bağımlılık açısından süregelen ayrışmalardır.

Ekonomik Göstergeler

Küresel Büyüme



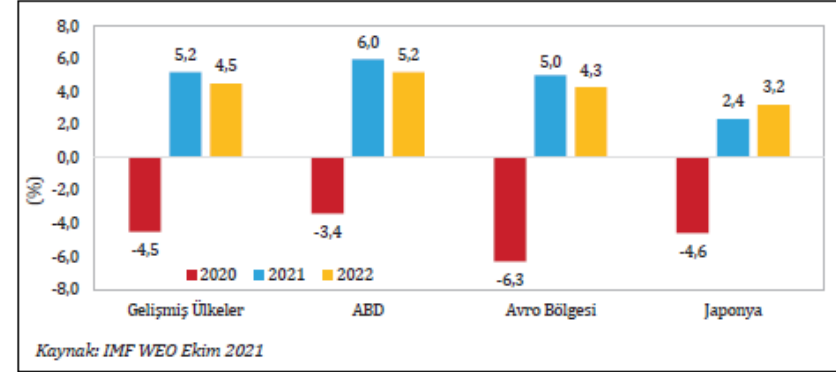
Salgının ikinci yılında küresel ticaret yeniden güç kaybetmiştir. Salgın öncesinde küresel düzeyde ticaret gerilimleri nedeniyle, salgına bağlı olarak ise 2020 yılında yüzde 8,2 daralan dünya ticaret hacminin, salgındaki ilk dalga sonrasında toparladığı ancak tedarik zinciri ve lojistikte devam eden bazı sorunlarla yeniden güç kaybettiği görülmektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak dünya ticaret hacminin 2021 yılında yüzde 9,7 artış göstereceği öngörülmektedir.

Ekonomik Göstergeler

A2. Gelişmiş Ülkeler

Nüfusunun yaklaşık yüzde 55'ini aşılayabilen gelişmiş ülkeler, salgın dönemindeki güçlü politika desteğinin de yardımıyla 2021 yılında görece güçlü bir görünüm arz etmektedirler. 2020 yılının ilk yarısında yoğun kapanmalarla tarihsel bir duraklamayla derin bir arz şoku yaşayan gelişmiş ekonomilerde geniş çaplı destekleyici politikalar uygulanmıştır. Bu politikalara aşı geliştirme faaliyetlerinin sonuç vermesi ve bu ülke grubunun aşıya erişim ve yaygın aşılama uygulamalarıyla, gelişmiş ekonomilerin, dünyanın geri kalanından ayrıştığı bir döneme girilmiştir. Nitekim 2021 yılı içerisinde uluslararası kuruluşlar bu ekonomiler için büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncellemişleridir. 2020 yılında yüzde 4,5 daralan gelişmiş ekonomilerin, 2021 yılında yüzde 5,2 ve 2022 yılında da yüzde 4,5 oranında yeniden büyümesi beklenmektedir. (IMF WEO).

Gelişmiş Ülkelerde Büyüme

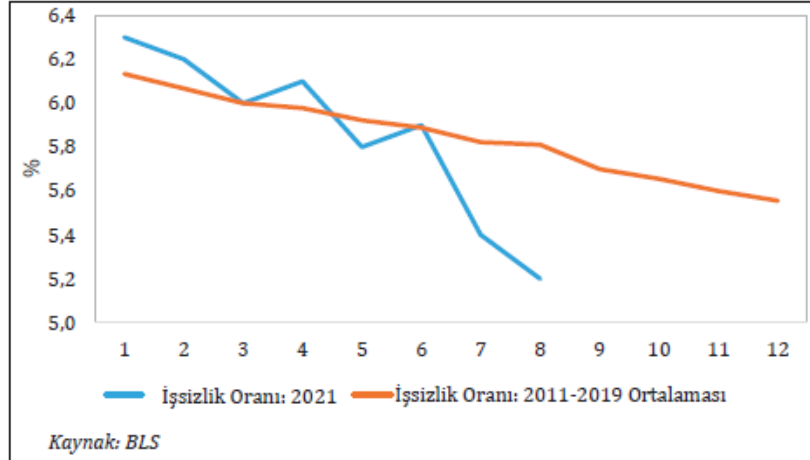


ABD ekonomisi, aşılanmanın yaygın olarak başladığı ilk ülkelerden biri olması nedeniyle hızlı bir toparlanma sürecine girmiştir. Ülke ekonomisi güçlü büyümesi ile salgın öncesi seviyesine gelirken, işgücü piyasasındaki toparlanma henüz kalıcı hale gelmemiştir. Nitekim artan enflasyon riskine karşın Amerikan Merkez Bankası Fed'in destekleyici konumunu ihtiyatlı bir biçimde de olsa devam ettirmekte olduğu görülmektedir. Bu genel görünüm içerisinde, ABD ekonomisinin 2021 yılında yüzde 6,0, 2021 yılında ise yüzde 5,2 büyümesi beklenmektedir (IMF WEO).

Ekonomik Göstergeler

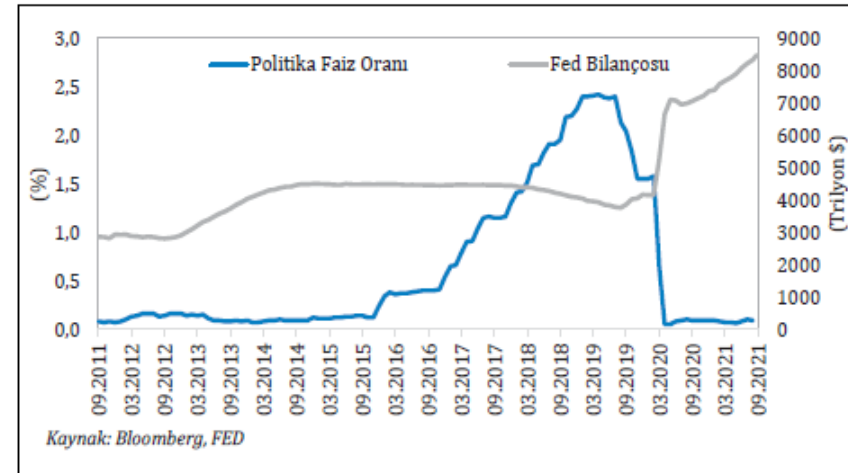
ABD ekonomisinde işgücü piyasası salgını izleyen dönemde dalgalı bir seyir arz etmektedir. Salgın kaynaklı olarak işgücü piyasası hızla bozulmuş ve işsiz sayısı hızla yükselmiş, işsizlik oranı Nisan 2020’de yüzde 14,7 ile zirveye çıkmıştır. Ancak, siyasi ve ekonomik belirsizliklerin azalmasıyla işsizlik oranının 2021 yılında genel olarak azaldığı ancak istikrarsız bir seyir arz ettiği görülmektedir. Nitekim Fed, işsizlik oranının 2021 yüzde 4,8’e, 2022’de ise yüzde 3,8’e inmesini öngörmektedir.

ABD İşsizlik Oranları



Fed, 2020 yılında pandemi ile başladığı parasal genişlemeyi sürdürmüştür. Ancak, yılın ikinci yarısından itibaren artan enflasyon riski ve ekonomik aktivitedeki görece güçlü sinyaller, Fed’in yakın bir vadede sıkılaşma yönünde bir patikaya geçişi gündeme getirmiştir. En son Fed toplantısında politika faizi yüzde 0-0,25 aralığında sabit tutulmuş ve aylık varlık alımları 120 milyar ABD doları olarak devam ettirilmiştir. Ancak, karar metninde ekonomideki ilerlemenin devam etmesi durumunda varlık alım hızındaki yavaşlamanın gündeme alınabileceği belirtilmiştir. Nitekim Fed’in faiz kararıyla birlikte 2022 yılı için faiz artışı ihtimalinin arttığı ifade edilmektedir.

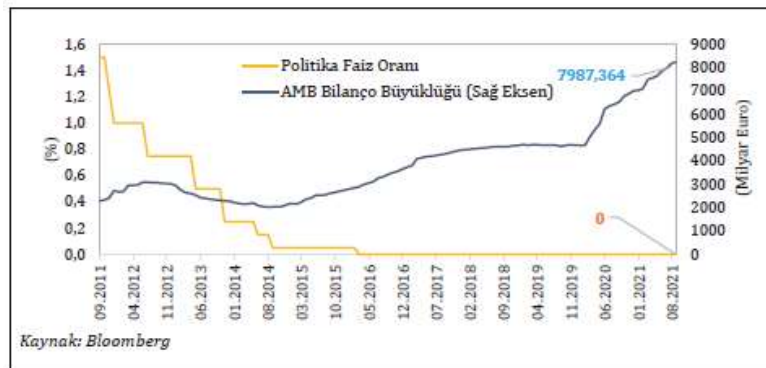
Fed Bilançosu ve Politika Faiz Oranı



Ekonomik Göstergeler

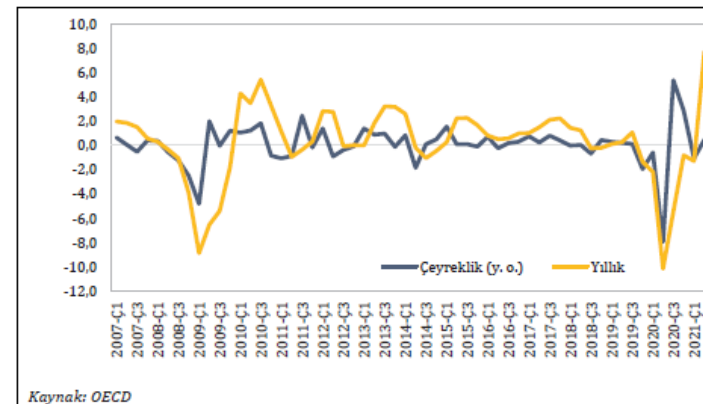
Avro Bölgesinde ekonomik faaliyet güçlü bir toparlanma arz etmiştir. Salgın nedeniyle 2020 yılında yüzde 6,5 oranında küçülen Avro Bölgesi, alınan destekleyici tedbirler ve aşılama yardımıyla 2021 yılında ABD kadar olmasa da güçlü bir toparlanma içine girmiştir. Bu toparlanma bölge içinde farklılıklar göstermiştir. Özellikle virüsün varyantlarının farklı dönemlerde ülkeleri etkilemesi ve yeniden kapanma tedbirlerinin çeşitlilik arz etmesi bu durumda belirleyici olmuştur. Avrupa Merkez Bankası (AMB), salgın nedeniyle 2020 yılında da parasal genişlemeyi destekleyen bir duruşunu, artan enflasyon riskini yakından izleme koşulu altında devam ettirmektedir. 2020 yılında yüzde 6,3 daralan Avro Bölgesinde ekonomik büyümenin, 2021 yılında yüzde 5,0, 2022 yılında ise yüzde 4,3 oranlarında gerçekleşmesi beklenmektedir (IMF WEO).

Avro Bölgesi Politika Faizi ve Bilanço Büyüklükleri



Japonya ekonomisi, salgının dördüncü dalgasında en kapsamlı kapanma tedbirlerini uygulamış ve salgından toparlanma sürecinde güç kaybetmiştir. Kovid-19 salgının dördüncü dalgasının ortasında, 5 Nisan 2021’de Miyagi, Osaka ve Hyogo’da öncelikli önleyici tedbirler yürürlüğe girmiş ve hükümet daha sonra olağanüstü hali ve öncelikli önleyici tedbirleri 20 Haziran’a kadar uzatarak yeni şehirleri kısıtlamalara dahil etmiş ve bir çok şehirde tedbirleri artırmıştır. 21 Haziran’da olağanüstü hali kaldırılmış ve 21 Haziran’dan 11 Temmuz’a kadar Tokyo, Osaka, Kyoto, Hyogo, Aichi, Hokkaido ve Fukuoka için öncelikli önleyici tedbirler alınmıştır. 2020 yılında yüzde 4,6 küçülen Japonya ekonomisinin 2021 yılında yüzde 2,4, 2022 yılında da yüzde 3,2 oranında büyümesi öngörülmektedir

Japonya Büyüme Oranları (%)

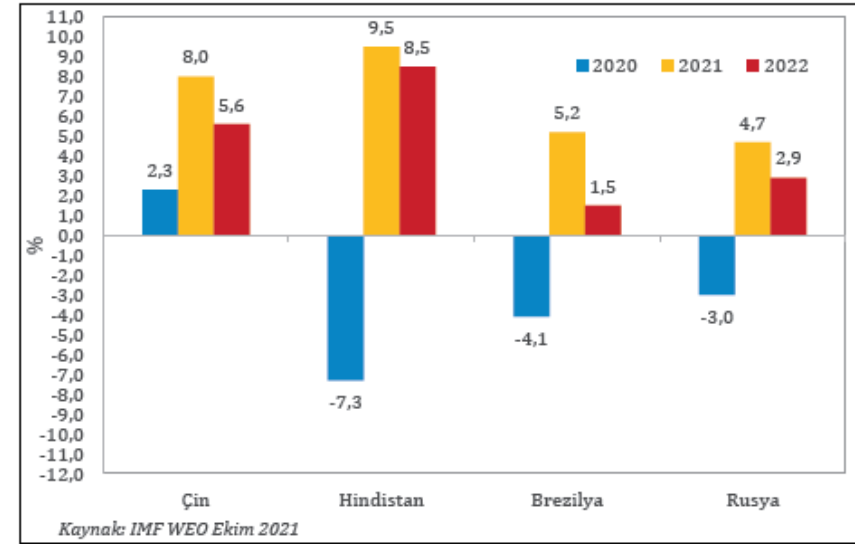


Ekonomik Göstergeler

A3. Gelişmekte Olan Ülkeler

Salgın, 2020 yılının ilk çeyreğiyle birlikte gelişmekte olan ekonomilerde etkisini artırmıştır. Salgınla mücadele kapsamında getirilen kapanma ve kısıtlama tedbirleri ekonomik aktivitenin keskin bir şekilde yavaşlamasına yol açmıştır. Küresel ticaretteki daralma petrol ihracatçısı ekonomileri, seyahat kısıtlamaları ise turizm geliri elde eden gelişmekte olan ekonomileri olumsuz etkilemiştir. Ocak-Mart döneminde yaşanan sert daralmanın ardından, finansal koşullar gelişmekte olan ekonomiler için görece olarak gevşemiştir. Bazı gelişmekte olan piyasa merkez bankaları ilk kez para politikasında miktar genişlemesine ve varlık alımlarına yönelmiştir. Ayrıca, gelişmekte olan birkaç ülke döviz likidite sıkıntısını para takası hatlarıyla hafifletmeye gitmiştir. Ancak, küresel ticaret hacminde gözlenen keskin daralma gelişmekte olan ülke ekonomilerini derinden etkilemektedir. 2020 yılında yüzde 2,1 küçülen gelişmekte olan ülke ekonomilerinin; 2021 yılında yüzde 6,4 oranında ve 2022 yılında yüzde 5,1 büyümesi beklenmektedir.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Büyüme



Çin gelişmekte olan ülkelerin genel büyüme performansında belirleyici olmuştur. Salgının ilk merkez üssü olması nedeniyle, ekonomik daralmanın dip noktasını diğer ülkelere göre farklı olarak 2020 yılının ilk çeyreğinde tecrübe eden Çin, 2021 yılının ilk çeyreğinde söz konusu düşük baz etkisi sayesinde oldukça yüksek bir büyüme oranı kaydederken, yılın ikinci çeyreğinde baz etkisinin ortadan kalkmasıyla yüzde 7,9 gibi diğer ülkelere kıyasla daha ılımlı bir büyüme oranı

Ekonomik Göstergeler

kaydetmiştir. Böylelikle, 2021'in ilk yarısında ülke ekonomisi, geçen yıl salgının tetiklediği çöküşün düşük baz etkisi yaratması ile yıllık yüzde 12,7 gibi oldukça güçlü bir oranda büyümüştür. Diğer taraftan, imalat faaliyetlerindeki yavaşlama, artan hammadde maliyetleri, bazı bölgelerdeki yeni Kovid-19 vakaları ve azalan baz etkisi ekonomik büyümeyi baskılayarak ikinci çeyrekte daha ılımlı gerçekleşmesine neden olmuştur. Çin'le ilgili bu özel durum nedeniyle, yılın ikinci çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranı, gelişmiş ülkelerden bir miktar daha yavaş gerçekleşmiştir. Öte yandan, salgına rağmen 2020 yılında yüzde 2,3 büyüyen Çin ekonomisinin 2021 yılında yüzde 8,0, 2022 yılında ise yüzde 5,6 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

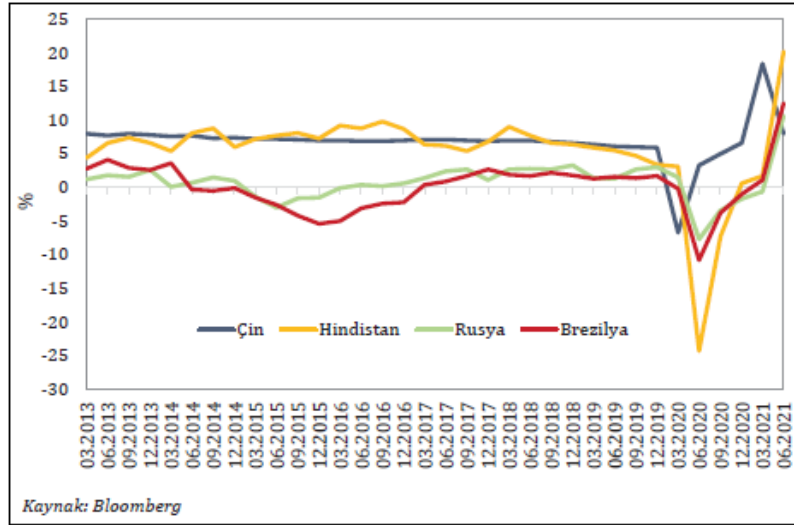
Salgında merkez ülke konumuna gelen Hindistan'da toparlanma kısmen sekteye uğramıştır. Hindistan, artan vaka sayıları ve yerel karantina önlemlerine rağmen, 2021 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 20,1 oranında büyüyerek 2020 yılının birinci çeyreğinden bu yana en iyi performansı sergilemiştir. Büyüme imalat ve inşaat sektörleri ile özel tüketim harcamalarından destek bulmuştur. Ancak, Şubat ayında Kovid-19 salgınının ikinci dalgasıyla beraber artan vaka sayıları, rekor ölümler ve ardından gelen kısıtlama

önlemlerinin, büyüme performansını Nisan-Haziran döneminde olumsuz etkilediği değerlendirilmektedir. 2020 yılında yüzde 7,3 daralan Hindistan ekonomisinin 2021 yılında yüzde 9,5 oranında ve 2022 yılında ise yüzde 8,5 oranında büyümesi beklenmektedir

Kovid varyantları büyüme üzerinde etkisini Rusya'da da göstermiştir. Rusya'da Haziran başında delta varyantına bağlı yeni Kovid-19 vakalarının sayısı artmaya başlamıştır. Kötüleşen epidemiyolojik durum, Rusya bölge yetkililerini salgının yayılmasını önlemek için ek kısıtlayıcı önlemler almaya zorlamıştır. Rusya ekonomisi, 2021 yılının ilk çeyreğinde yüzde 0,7 oranında daralmanın ardından ikinci çeyreğinde yolcu taşımacılığı, perakende ticaret ve madencilikteki güçlü kazanımlarla geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,3 oranında büyümüştür. Artan iç talep, küresel ekonominin beklenenden hızlı toparlanması ve yüksek ham petrol fiyatları, bu güçlü ekonomik toparlanmayı sağlayan unsurlar olmuştur. 2020 yılında yüzde 3,0 daralan Rusya ekonomisinin 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla yüzde 4,7 ve 2,9 büyümesi öngörülmektedir.

Ekonomik Göstergeler

BRIC Ülkelerinde Büyüme



Salgından sert etkilenen Brezilya ekonomisi görece güçlü toparlandı. Brezilya ekonomisi 2021 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 12,4 oranında rekor seviyede büyümüştür. Böylece geçen yılın ikinci çeyreğinde salgın kısıtlamalarının neden olduğu sert daralmanın ardından hızlı bir şekilde toparlanan ekonomi, kayıplarını telafi ederek salgın öncesi seviyelerini yakalamıştır

Söz konusu büyüme hizmetler, sanayi, sabit işletme yatırımları ve hane halkı tüketim harcamalarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Bununla beraber, aşılama hız kazanmazsa salgının tüketici algısının

bozulmasına ve sağlık altyapısı yükünün artmasına yol açarak ekonomik aktivite üzerinde baskı oluşturmaya devam etmesi riski bulunmaktadır. 2020 yılında yüzde 4,1 küçülen Brezilya ekonomisinin 2021 yılında yüzde 5,2 ve 2021 yılında yüzde 1,5 büyümesi beklenmektedir.

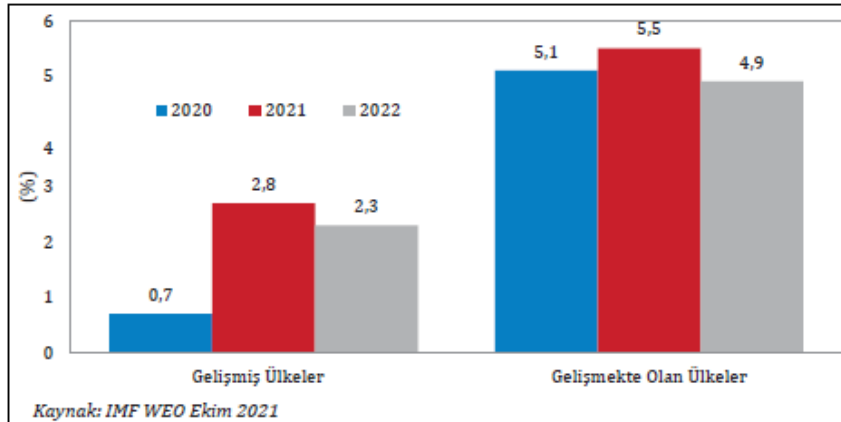
A4. Enflasyon ve Emtia Fiyatları

Küresel enflasyonun kalıcılığına dönük endişeler oluşuyor. Küresel enflasyon; salgına yönelik teşviklerin devam etmesiyle öngörülenden daha kuvvetli seyreden talep ve tedarik zincirlerinin artan dayanıklı tüketim malı talebini karşılamakta güçlük çekmesi nedeniyle artan fiyatlar yüzünden 2021 yılında yukarı yönlü bir eğim izlemiştir. Bu durum her ne kadar başlıca merkez bankaları tarafından geçici bir artış olarak nitelendirilse de, salgının bölgesel kötüleşme emarelerine rağmen ve uygulanan teşvikler nedeniyle bir süre daha devam edebileceğine dönük değerlendirmeler artmaya başlamıştır. Ayrıca, hala güçlü seyreden talep ve inatçı hale gelen emtia fiyatları enflasyonun düşüş sürecini geciktirebileceği düşünülmektedir. Bununla birlikte, son dönemde Çin ekonomisindeki yavaşlama ve yeni virüs varyantlarıyla birlikte artan vaka sayılarının talebi azaltabileceği endişesiyle emtia fiyatlarında bir miktar düşüş gerçekleşmişse de söz

Ekonomik Göstergeler

konusu fiyatlar hala yüksek seviyelerini korumaktadır. Dolayısıyla küresel enflasyonda gerçekleşen yükselişin geçici olacağı ve 2022 yılında büyük ölçüde normal seviyelere gerileyeceği yönünde genel beklenti olmakla birlikte belirsizlik sürmektedir. Bu çerçevede, 2020 yılında gelişmiş ekonomilerde ortalama yüzde 0,7 gerçekleşen tüketici enflasyonunun 2021 yılında yüzde 2,8 olması beklenmekte, 2022 yılında ise yüzde 2,3'e gerilemesi öngörülmektedir.

Enflasyon (TÜFE)



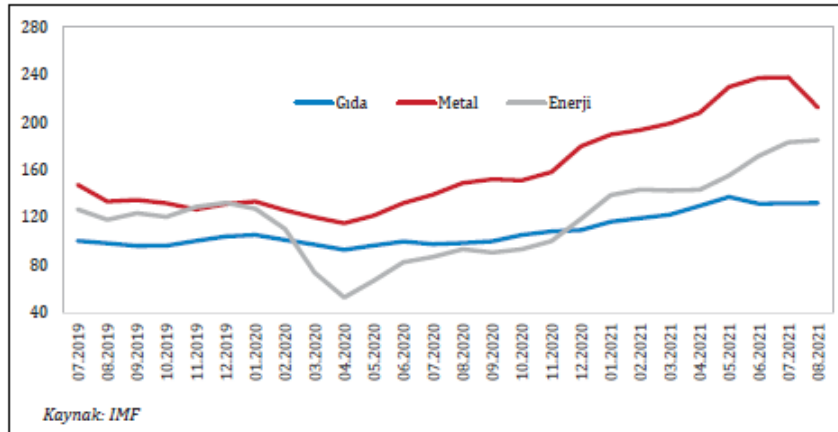
Emtia fiyatlarının büyük bir çoğunluğu salgın öncesi seviyelerinin üzerinde seyretmektedir. Geçtiğimiz yıl salgın kaynaklı yaşanan durgunlukta etkili olan baz etkisi, küresel ölçekte büyüme beklentilerinin artması ve bazı emtialarda arz faktörünün öne çıkması emtia fiyatlarını 2021 yılı ikinci çeyreğinde artıran unsurlar olmuştur. IMF Temel Emtia Fiyatları Endeksinde, 2021 yılı ikinci çeyreğinde küresel ekonomik toparlanmayla bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 68,0 oranında artış kaydedilmiştir. Endeksin ana bileşenlerinden olan Enerji Dışı Emtialar Fiyat Endeksi, 2021 yılı ikinci çeyreğinde yüzde 40,2 oranında yükselmiştir. Diğer taraftan, Enerji Emtiaları Fiyat Endeksinde aynı dönemde yüzde 132,7 oranında artış kaydedilmiştir.

Petrol fiyatları artış eğilimine girmiştir. Ham Petrol fiyatlarında, 2021 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 111 oranında artış kaydedilmiştir. Salgın tedbirlerinin gevşetilmesiyle küresel talepte yaşanan toparlanma, Kovid-19 aşılama oranlarındaki artış, ekonomilerin hızlı toparlanma yolundaki iyimserlikleri ve OPEC+ ülkeleri arasında süregelen üretim kısıntısı kararlarının uygulanamaması gibi faktörlerle arzda yaşanan belirsizlikle Brent tipi ham petrol fiyatları 2021 yılı Haziran ayında varil başına ortalama 73,13 ABD doları seviyesine yükselerek 2019 yılı sonundan itibaren en yüksek

Ekonomik Göstergeler

seviyeye ulaşmıştır. Amerikan Enerji Bilgi İdaresi (EIA), OPEC'in ham petrol üretiminin, geçtiğimiz yıl günlük ortalama 25,6 milyon varillik üretime kıyasla 2021 yılında günlük ortalama 26,5 milyon varile yükseleceğini, 2022 yılında ise günlük üretimin ortalama 28,7 milyon varil olacağını öngörmektedir. Bu gelişmelerle birlikte 2021'in üçüncü çeyreği itibarıyla petrol fiyatları, Fed politika faizi kararı, İda Kasırgası ve enerji krizinin derinleşmesi ile küresel enerji piyasalarının giderek sıkışmasından etkilenerek yükselme eğilimini korumuştur.

Emtia Fiyatları Endeksi



A5. Enflasyon ve Emtia Fiyatları

Aşıya erişimin hızlanması ve etkileri devam eden teşvikler finansal piyasaları desteklemeye devam etmiştir. Küresel ölçekte merkez bankalarının salgın kaynaklı piyasa baskısını hafifletmeyi amaçlayan hızlı ve sert eylemleri, bazı gelişmekte olan ekonomilerde ilk kez olmak üzere, çeşitli ülkelerde varlık alımlarının uygulanması, 2020 yılında piyasa duyarlılığını artırmış ve finansal koşulların gevşemesini sağlamıştır. 2020 yılında toparlanan küresel risk iştahı, 2021 yılının ilk yarısından genelde bu eğilimini korumuştur. Aşının yaygınlaşması ve hükümetler ile başta Fed olmak üzere merkez bankalarının destekleyici tedbirlerini devam ettirmesi finansal piyasalarda iyimserliğin korunmasına yardımcı olmuştur. Zaman zaman virüs varyantlarının ve bölgesel kısıtlamaların piyasalarda fiyatlandığı görülsede finansal piyasalardaki dalgalanmaların kısa süreli olduğu görülmüştür.

Ekonomik Göstergeler

Küresel hisse senedi piyasalarında 2021 yılının ilk çeyreğinden itibaren daha belirgin bir ayrışma dikkat çekmektedir. 2020 yılı sonuna doğru Kovid-19 aşısı geliştirme faaliyetlerindeki başarı ve parasal genişlemenin verdiği destekle güçlü seyir arz eden sermaye piyasalarında varlık fiyat balonu riskine işaret etmesi, özellikle bazı piyasalara yönelik tedirginliklerin güçlenmesine yol açmıştır. İlk aşamada kripto para birimlerini kapsayan alternatif yatırım araç piyasalarında oynaklık artmış, keskin düşüşler yaşanmıştır. Diğer bir önemli gelişme ise ekonomik aktivite ve salgınla mücadelede (aşılama programını kapsayacak şekilde) gözlenen bölgesel ayrışmaların sermaye piyasası fiyatlamalarına olan yansımalarıdır. 2021 yılının ilk çeyreğinden itibaren yükselen piyasa ekonomilerinde sermaye piyasası performansında belirgin bir güç kaybı gözlenmektedir. Benzer şekilde Asya Pasifik bölgesinin de gelişmiş ülke sermaye piyasalarından olumsuz ayrıştığı tespit edilmektedir. Ancak özellikle ABD’de gerçekleşen enflasyonun ve beklenen enflasyonun yükselmesi, ABD tahvil getirilerinin azalmasına yol açmış ve Fed’in henüz parasal sıkılaşmaya gitmemesi, yatırım tercihlerinin farklı varlıklara yönelmesini teşvik etmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde örneğin altın fiyatlarında görece bir artış kaydedilmiştir.

Küresel sermaye akımlarında 2021 yılının ilk çeyreğinden sonra sınırlı bir toparlanma görülmektedir. YPE'lere yönelik sermaye akımlarında tedirgin ve tutuk olan görünüm devam etmekle birlikte özellikle borçlanma araçları kaynaklı akımlarda nispi bir olumluya dönüş görülmektedir. IIF verilerine göre YPE'lere yönelik portföy akım verileri incelendiğinde 2021 yılının ilk çeyreğinde gözlenen görece artışın belirleyicisinin borç senetleri olduğu görülmektedir. Ayrıca, hisse senedi girişlerinde (Çin hariç) Mayıs ve Haziran aylarında sınırlı artışlar gözlenmektedir. Portföy akımlarında ülke risk profillerinden bağımsız olarak ABD'deki uzun dönem enflasyon beklentilerindeki gelişmelerin belirleyiciliği devam etmektedir.

Ekonomik Göstergeler

2021 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla en önemli gelişme, merkez bankalarının politika faizi yaklaşımlarındaki değişim olmuştur. Fed, beklentilere paralel şekilde politika faizini yüzde 0-0,25 arasında sabit tutmuştur. Ancak karar metninde, ekonomideki ilerlemenin devam etmesi durumunda varlık alım hızındaki yavaşlamanın gündeme alınabileceği belirtilmiştir. Fed Başkanı, teşviklerin geri çekilmesi sürecinin 2022 yılı ortasında son bulmasının uygun olabileceğini açıklamış olup Fed'in beklenen teşvik azaltma süreci nedeniyle bazı ülkeler faiz artışı hazırlığı yapmaktadırlar. Brezilya Merkez Bankası, politika faizini 100 baz puan artırmıştır. Norveç Merkez Bankası ekonomistlerin beklentilerine paralel bir şekilde politika faizini yüzde 0'dan yüzde 0,25'e çıkarmıştır. Japonya, İngiltere ve Çin ise politika faizlerini sabit tutarken Avrupa Merkez Bankası, enflasyona karşı sert tepki vermeyeceği mesajlarını yinelemiştir.

Gelişmiş Ülke Faiz Oranları



3.2. Türkiye Ekonomisi

Ülkemizde Kovid-19 salgınına ilişkin ilk vakanın 2020 yılının Mart ayı içerisinde tespit edilmesi sonrasında vaka sayıları hızla artmış ve salgına yönelik kısıtlayıcı önlemlerin alındığı yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisi belirgin biçimde daraldıktan sonra, alınan önlemlerin sağladığı kazanımlar sayesinde yılın ikinci yarısından itibaren hızlı bir toparlanma kaydetmiştir. Böylece, Türkiye ekonomisi 2020 yılında yüzde 1,8 oranında büyüme kaydederek büyümeyi başarabilen az sayıdaki ekonomi arasında yer almıştır.

2021 yılının ilk çeyreğinde gelişmiş ekonomiler başta olmak üzere dünya genelinde ve Türkiye’de aşılamanın hız kazanmasının olumlu etkisiyle ekonomideki toparlanma süreci devam etmiştir. Böylece, ekonomik toparlanmanın belirginleşmesi ve baz etkisiyle yılın ilk yarısında Türkiye ekonomisi yüzde 14,3 oranında büyümüştür. Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin sanayi üretimi, PMI ve kapasite kullanım oranları gibi göstergeler de ekonomideki canlılığın sürdüğüne işaret etmektedir. Diğer yandan, üçüncü çeyrek içerisinde bazı ülkelerin

Türkiye’ye yönelik seyahat kısıtlamalarını kaldırmasıyla turizm sektörü canlı bir görünüme kavuşmuştur.

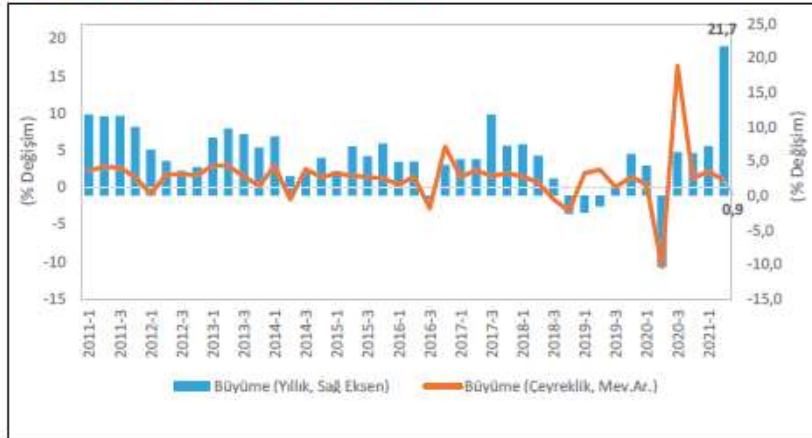
2022-2024 Orta Vadeli Programı çerçevesinde 2021 yılında ekonomik büyümenin yüzde 9, 2022 yılında ise yüzde 5 oranında gerçekleşmesi hedeflenmektedir.

Ekonomik Göstergeler

A1. Harcamalar Yönüyle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

2021 yılının ilk yarısında Türkiye ekonomisi yüzde 14,3 oranında büyümüştür. Yılın ilk yarısında toplam tüketim büyümeye 9,2 puan katkı yapmıştır. Söz konusu katkının 8,8 puanı özel tüketimden, 0,4 puanı kamu tüketiminden sağlanmıştır. Özel tüketim ilk çeyrekte yüzde 7,0 oranında artarken, ikinci çeyrekte yüzde 22,9 oranında artış kaydetmiştir.

GSYH Büyüme Oranları



Kaynak: TÜİK

Kamu tüketimi ise yıllık bazda ilk çeyrekte yüzde 0,7 oranında artarken ikinci çeyrekte yüzde 4,2 oranında artmıştır. İlk çeyrek büyümesine 0,1 puan katkı veren kamu tüketimi ikinci çeyrek büyümesine ise 0,7 puan katkıda bulunmuştur.

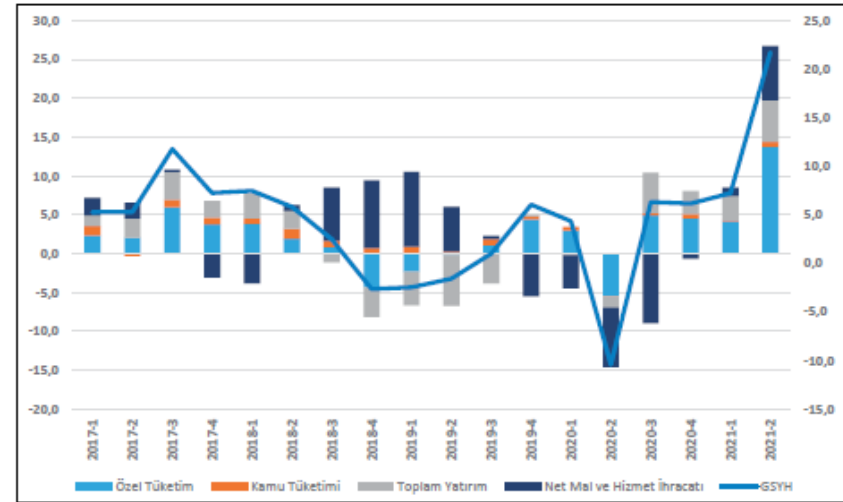
2021 yılının ilk yarısında özellikle makine teçhizat yatırımlarında gözlenen ciddi artışlar sabit sermaye yatırımları artışında önemli rol oynamıştır. Sabit sermaye yatırımlarının yaklaşık yarısını oluşturan inşaat yatırımları, ilk çeyrekte yıllık bazda yüzde 3,3 oranında azalırken ikinci çeyrekte yüzde 12,2 oranında artmıştır. Sabit sermaye yatırımları içindeki payı yaklaşık yüzde 40 olan makine ve teçhizat yatırımları ise yılın ilk ve ikinci çeyreğinde sırasıyla yüzde 30,6 ve yüzde 35,2 oranında artmıştır. Böylece sabit sermaye yatırımları yılın ilk ve ikinci çeyreğinde sırasıyla yüzde 12,4 ve yüzde 20,3 oranında artış göstermiştir. Yılın ilk yarısında yüzde 16,4 oranında artan sabit sermaye yatırımları ekonominin ilk yarıdaki büyümesine 4,2 puan katkı yapmıştır.

Net mal ve hizmet ihracatı 2021 yılının ilk çeyreğinde büyümeye 1,1 puan, ikinci çeyrekte ise 6,9 puan katkı yapmıştır. Net mal ve hizmet ihracatının ilk yarıdaki ekonomik büyümeye katkısı ise 3,9 puan seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ekonomik Göstergeler

Üretim sektörleri yönüyle GSYH içerisinde en yüksek paya sahip olan hizmetler sektörü, 2021 yılının ilk yarısında yüzde 12,7 oranında büyümüştür. İlk çeyrekte yüzde 5,4 oranında büyüyen sektör, ikinci çeyrekte baz etkisinin de desteğiyle özellikle ticaret, ulaştırma, konaklama ile mesleki, idari ve destek hizmeti faaliyetlerindeki katma değerlerin sırasıyla yüzde 45,8 ve yüzde 32,4 oranında artması sonucunda yüzde 20,5 oranında büyümüştür. İkinci çeyrekte finans ve sigortacılık faaliyetlerinin yüzde 22,7 oranında azalması hizmetler sektöründeki büyümeyi sınırlandırmıştır. İnşaat sektöründe ise toparlanma diğer sektörlerle göre daha yavaş biçimde gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü ilk çeyrekte yüzde 3,3, ikinci çeyrekte ise yüzde 3,1 oranında büyüme kaydetmiştir. Sonuç olarak, hizmetler sektörü ilk çeyrekteki GSYH büyümesine 3,5 puan, ikinci çeyrekte ise 13,2 puan katkıda bulunmuştur. Üçüncü çeyrekte, salgına karşı alınan önlemlerin hafifletilmesi, aşılama oranının artmış olması ve turizmdeki canlanmanın etkisiyle hizmetler sektöründeki olumlu görünümün sürmesi beklenmektedir.

GSYH Büyümesine Katkılar (Harcamalar Yönüyle, Puan)



Ekonomik Göstergeler

A2. Üretim Sektörleri Yönüyle GSYH

Üretim sektörleri yönüyle GSYH içerisinde en yüksek paya sahip olan hizmetler sektörü, 2021 yılının ilk yarısında yüzde 12,7 oranında büyümüştür. İlk çeyrekte yüzde 5,4 oranında büyüyen sektör, ikinci çeyrekte baz etkisinin de desteğiyle özellikle ticaret, ulaştırma, konaklama ile mesleki, idari ve destek hizmeti faaliyetlerindeki katma değerın sırasıyla yüzde 45,8 ve yüzde 32,4 oranında artması sonucunda yüzde 20,5 oranında büyümüştür. İkinci çeyrekte finans ve sigortacılık faaliyetlerinin yüzde 22,7 oranında azalması hizmetler sektöründeki büyümeyi sınırlandırmıştır. İnşaat sektöründe ise toparlanma diğer sektörlerle göre daha yavaş biçimde gerçekleşmiştir. İnşaat sektörü ilk çeyrekte yüzde 3,3, ikinci çeyrekte ise yüzde 3,1 oranında büyüme kaydetmiştir. Sonuç olarak, hizmetler sektörü ilk çeyrekteki GSYH büyümesine 3,5 puan, ikinci çeyrekte ise 13,2 puan katkıda bulunmuştur. Üçüncü çeyrekte, salgına karşı alınan önlemlerin hafifletilmesi, aşılama oranının artmış olması ve turizmdeki canlanmanın etkisiyle hizmetler sektöründeki olumlu görünümün sürmesi beklenmektedir.

Ekonomik aktivitenin yaklaşık beşte birini oluşturan sanayi sektörü

2021 yılının ilk altı ayında yüzde 24,7 oranında büyümüştür. Sanayi sektörü katma değeri, ilk çeyrekte yüzde 11,7 oranında artarak büyümeye 2,5 puan katkı vermiştir. İkinci çeyrekte ise yüzde 40,5 oranında artan sanayi katma değeri, ikinci çeyrekte GSYH büyümesine 7,5 puan katkıda bulunmuştur.

Tarım sektörü, yılın ilk yarısında yüzde 4,7 oranında büyümüştür. İlk çeyrekte yüzde 8,7 oranında büyüyerek GSYH büyümesine 0,2 puan katkı yapan tarım sektörü, ikinci çeyrekte yüzde 2,3 oranında büyümüş ve GSYH büyümesine 0,1 puan katkıda bulunmuştur.

GSYH Büyümesine Katkılar (Üretim Sektörleri Yönüyle)



Ekonomik Göstergeler

Aşılamanın yaygınlaşması ile birlikte salgına karşı önlemlerin gevşetilmesi, sektörel güven endekslerindeki artış ve faiz oranlarındaki düşüşle birlikte bir çok sektörde canlılığın önümüzdeki dönemde de sürmesi beklenmektedir. Salgına karşı alınan önlemlerden ve değişen tüketici davranışlarından en olumsuz etkilenen hizmetler sektörünün son dönemde yakaladığı ivmeyi koruması beklenmektedir. Özellikle; ulaştırma, konaklama, idari ve destek hizmetleri faaliyetleri sektörlerinde kaydedilen toparlanmanın yanı sıra, baz etkisinin de desteğiyle yılın ikinci yarısında canlılığın süreceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, faizlerdeki düşüşün de desteğiyle sanayi ve inşaat sektörlerinde de olumlu görünümün korunması beklenmektedir.

A3. Ekonomik Aktiviteye İlişkin Temel Göstergeler

2021 yılının ikinci yarısında ekonomideki olumlu görünümün sürmesi beklenmektedir. Salgına karşı alınan önlemlerin hafifletilmesi, Türkiye’de ve dünyada aşılama konusunda önemli bir yol alınmış olması, ihracat tarafından desteklenen sanayinin ve tüketici güveninin sağlayacağı ekonomik iklimin devamıyla ekonomik faaliyetlerdeki canlılığın sürmesi beklenmektedir.

Öncü ve eş zamanlı göstergeler olumlu gidişatın sürdüğüne işaret etmektedir. Sanayi üretim endeksi (SÜE), imalat sanayii satın alma yöneticileri endeksi (PMI), kapasite kullanım oranı (KKO) ve perakende satış hacim endeksi gibi eşanlı ekonomik göstergeler önümüzdeki dönemde büyümenin süreceğini göstermektedir.

Arz Yönlü Göstergeler

2020 yılı Nisan ayında salgının yayılmasına yönelik alınan kısıtlama önlemleri, üretim faaliyetlerinin durma noktasına gelmesine neden olarak sanayi üretiminin sert bir şekilde yıllık yüzde 31,1 oranında daralmasıyla sonuçlanmıştır. 2021 yılının Nisan ayında ise baz etkisiyle sanayi üretimi yüzde 65,4 büyüyerek güçlü bir toparlanma sergilemiştir. Temmuz ayına gelindiğinde ise arındırılmamış sanayi üretim endeksi yıllık yüzde 1,4 oranında azalarak piyasa beklentilerinin çok altında gerçekleşmiştir. Sanayi üretim endeksindeki daralmada geçtiğimiz yılın aynı ayına göre bayram tatili nedeniyle üç iş günü kayıp olması, köprü günü etkisi ve küresel ölçekte yaşanan çip krizinin özellikle otomotiv, beyaz eşya ve elektronik ürünler arzını sekteye uğratması etkili olmuştur. Bu ayda, takvim etkisinden arındırılmış endeks bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 9,7 oranında büyümüştür. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeks ise bir

Ekonomik Göstergeler

önceki aya göre yüzde 3,4 oranında düşerek Nisan 2020'den bu yana en sert azalışını gerçekleştirmiştir. Ağustos ayında ise sanayi üretimi güçlü bir toparlanma sergilemiştir. Bu dönemde arındırılmamış endeks yüzde 19,9, takvim etkisinden arındırılmış endeks yüzde 13,8 oranında artmıştır. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endeks ise yüzde 5,4 oranında artarak Temmuz 2020 döneminden bu yana en yüksek artış oranını kaydetmiştir. Diğer taraftan, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin reel kesim güven endeksi, kapasite kullanım oranı ve PMI gibi verilerdeki olumlu görünüm yılın ikinci yarısında sanayi üretimine ilişkin olumlu beklentileri desteklemektedir.

Sanayi Üretim Endeksi



İmalat sanayii kapasite kullanımı geçtiğimiz yıl ortalamalarının oldukça üzerinde seyrederek güçlü bir toparlanmaya işaret

etmiştir. Kapasite kullanım oranı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre 3,5 puan artarak yüzde 78,1 olmuştur. Mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı da bir önceki aya göre 1 puan artarak yüzde 77,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece üçüncü çeyrekte reel sektörün kapasite kullanımı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4,4 puan artışla yüzde 77,3 olmuştur. İmalat sanayinin alt sektörlerine bakıldığında, makine ve ekipman üretimi ile inşaat sektörüne girdi sağlayan mineral madde üretiminde kapasite kullanımının son dönemlerde geçtiğimiz yılki seviyesinin üzerinde seyretmesi önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının canlılığını koruyacağına ilişkin sinyal vermektedir.

İmalat sanayiinin faaliyet koşulları küresel ölçekte yaşanan tedarik zinciri sıkıntılarına rağmen güçlü seyrini sürdürmektedir. Satın alma yöneticileri endeksi (PMI), Mayıs ayında, alınan tam kapanma önleminin etkisiyle son bir yılın en düşük seviyesine gerilemesine karşın hızlı bir toparlanma sergileyerek Haziran ayın-da tekrar 50 eşik seviyesinin üzerine çıkmış, Temmuz, Ağustos ve Eylül aylarında ise sırasıyla 54,0, 54,1 ve 52,5 seviyelerinde gerçekleşerek imalat sektöründeki canlılığın sürdüğüne işaret etmiştir.

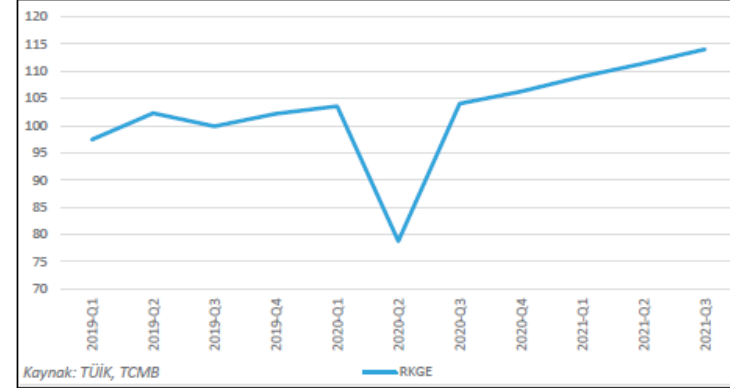
Ekonomik Göstergeler

Kapasite Kullanım Oranı ve PMI



Reel kesim güven endeksi (RKGE), 2021 yılı üçüncü çeyrekte son 11 çeyreğin en yüksek değerine ulaşmıştır. Endeks, önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,6 artarak 114,03 seviyesine ulaşmıştır. Mevsimsellikten arındırılmış endeks ise üçüncü çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 4,1 artarak 112,53 seviyesinde gerçekleşmiştir.

RKGE

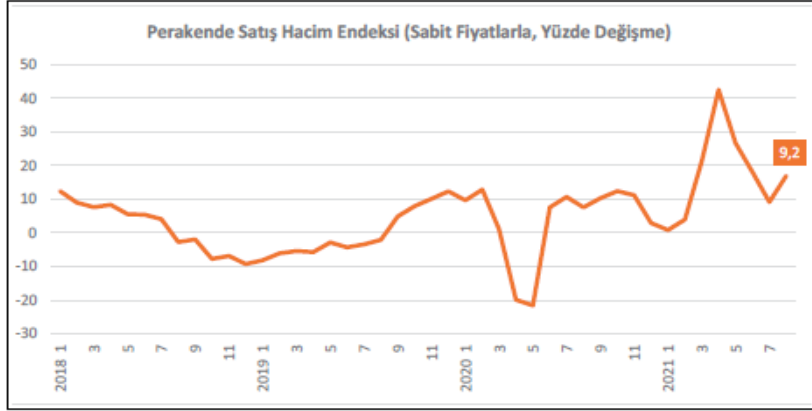


Talep Yönlü Göstergeler

Yılın ilk yarısında yurt içi talepteki canlanmanın büyümeye önemli katkısı olmuştur. Yılın ikinci yarısında ise iç talebin azalarak da olsa büyümeyi desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. Otomobil ve hafif ticari araç satışları ile beyaz eşya satışlarında çip krizi kaynaklı tedarik sorunları nedeniyle bir önceki yıldan baz etkisi kaynaklı düşüş yaşanmıştır. Otomobil ve hafif ticari araç satışları yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki yıla göre, yüzde 31,8 oranında azalırken; beyaz eşya satışları ise Ağustos ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,2 oranında azalmıştır. Perakende satış hacim endeksi, 2021 yılı Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 9,2 oranında artmıştır.

Ekonomik Göstergeler

Perakende Satış Hacim Endeksi



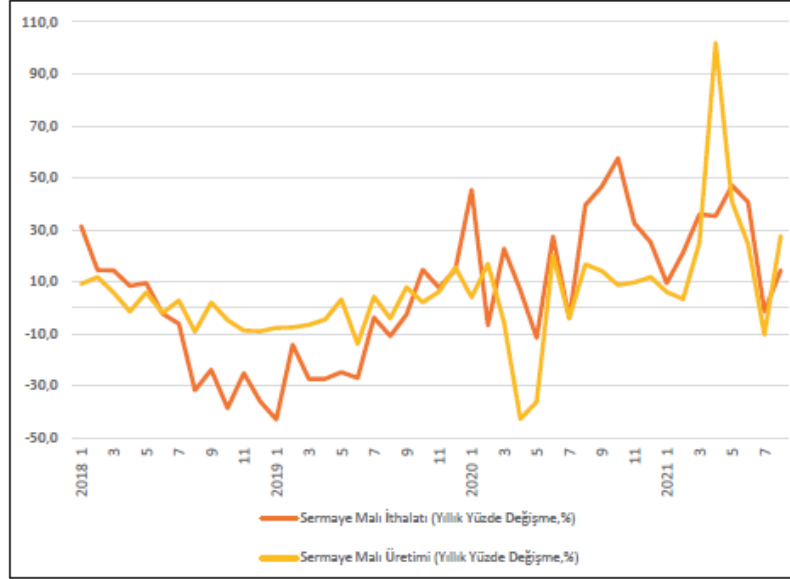
Yatırım Göstergeleri

2021 yılı ilk yarısında toplam sabit sermaye yatırımları ekonomik büyüme ye katkı sağlamıştır. Bu katkının yılın ikinci yarısında da devam edeceği beklenmektedir. Ağustos ayına ilişkin sermaye mali ithalatında iyileşme görülmüştür. Temmuz ayında yüzde 1,3'lük bir daralma gerçekleşirken, Ağustos ayında yüzde 14,5 oranında artış yaşanmıştır. Sermaye mali üretimi ise Ağustos ayında yüzde 27,7 oranında artmıştır.

2020 Haziran ayı itibarıyla konut kredi faizlerinin düşürülmesinin konut satışlarında ciddi artışa yol açmasının oluşturduğu baz etkisiyle 2021 yılı üçüncü çeyreğinde, bir önceki yılın aynı döneminde göre konut satışlarında yüzde 26,1 oranında düşüş gözlenmiştir.

Ekonomik Göstergeler

Yatırım Göstergeleri



A4. İşgücü Göstergeleri

2020 yılı, tüm dünyayı etkisi altına alan salgının olumsuz etkilerinin hayatın her alanında hissedildiği bir yıl olmuştur. Olumsuz etkileri en aza indirmek, istihdamı ve işgücünü korumak adına alınan tedbirlerin ve işgücüne katılımın azalmasının etkisiyle 2020 yılında işsizlik oranı 0,5 puan düşüşle yüzde 13,2 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk çeyreğinde iktisadi faaliyette görülen güçlenme eğilimi, yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Güçlü iktisadi faaliyet, ekonominin istihdam yaratma kapasitesine de olumlu yansımıştır. Nitekim, 2021 yılının ikinci çeyreğinde istihdam, salgın öncesi seviyelerin üzerine çıkmıştır. 2021 yılı Ağustos ayında istihdam oranı yüzde 46,2, işsizlik oranı ise yüzde 12 olarak gerçekleşmiştir. Yılın geri kalanında işgücüne katılımın ve istihdamın toparlanma eğilimini sürdürmesi beklenmektedir.

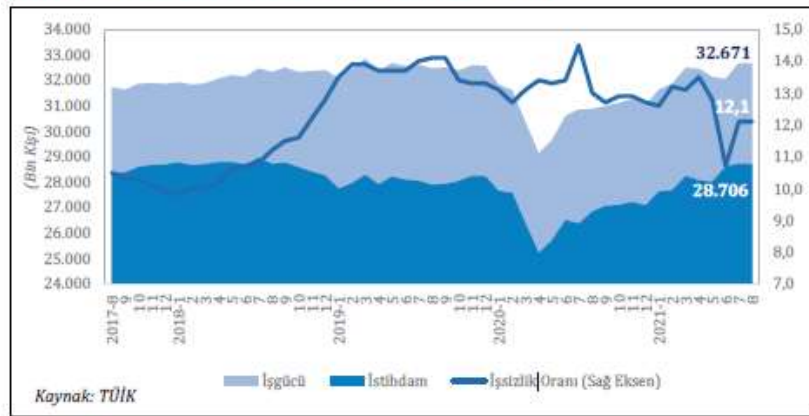
İşgücü Göstergeleri

2020 yılının ikinci yarısında atılan normalleşme adımlarıyla beraber iktisadi faaliyet toparlanmaya başlamış, hem yurtiçi hem de yurtdışı talebin etkisiyle istihdam artışları yaşanmıştır. Sanayi sektöründe dış talebin desteğiyle kaydedilen güçlü iktisadi performans sektör istihdamına olumlu yansımış, hizmetler sektörü salgının üçüncü dalgası kaynaklı kapanmalardan olumsuz etkilense de turizmin de

Ekonomik Göstergeler

katkısıyla toparlanmayı başarmıştır. 2021 yılı Ağustos ayı itibarıyla işgücüne katılım da salgın öncesindeki seviyesinin üzerine çıkmıştır.

İşgücü Piyasasında Temel Göstergeler (Mevsim Etkilerinden Arındırılmış)

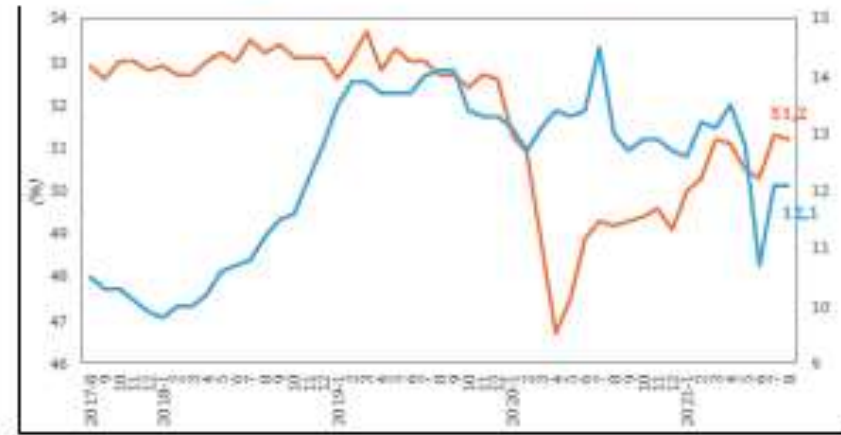


Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı 2021 yılı Ağustos ayında yüzde 12,1 olarak gerçekleşmiştir.

Önceki iki ayda kapanma tedbirlerine bağlı işgücüne katılımı yaşanan gerileme sonucu düşüş sergileyen mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı, Temmuz ayında işgücündeki artışın istihdamdaki artışın üzerinde gerçekleşmesi sonucunda artmıştır. Ağustos ayında mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı bir

önceki aya göre aynı düzeyde kalırken işgücüne katılım oranı önceki aya göre 0,1 puan azalarak yüzde 51,2 olarak gerçekleşmiştir.

İşsizlik ve İşgücüne Katılım Oranı (MEA)

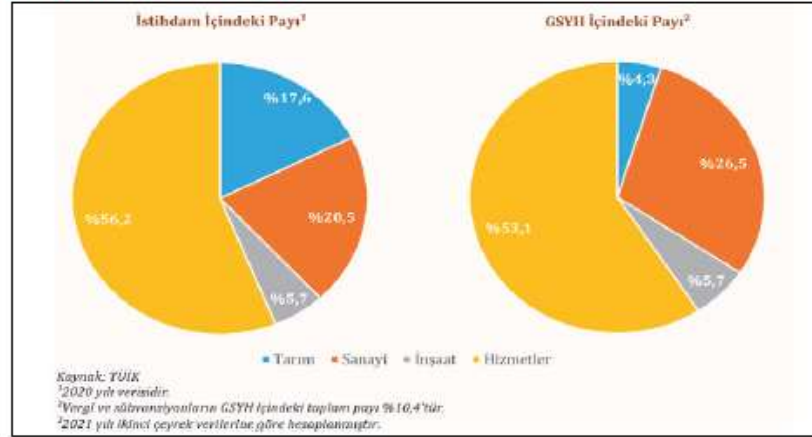


Sektörlere Göre İşgücü Göstergeleri

GSYH içindeki payı açısından 2021 yılı ikinci çeyrek itibarıyla yüzde 53,1 ile ilk sırada yer alan hizmetler sektörü, işgücü piyasasında da benzer bir ağırlığa sahiptir. Hizmetler sektöründe çalışan sayısı Ağustos ayı itibarıyla 16 milyon kişiye ulaşmıştır. Bu dönemde sektördeki yıllık istihdam artışı 853 bin kişi olmuştur.

Ekonomik Göstergeler

Sektörlerin Payı



Yüzde 26,5 ile GSYH’de en büyük ikinci paya sahip sanayi sektörü salgının etkilerinden en erken kurtulan sektör olmuştur. Ağustos ayında sanayi sektöründe istihdam edilenlerin sayısı 6,2 milyon kişi olmuştur. Bu dönemde, sektördeki istihdam yıllık bazda 789 bin kişi artmıştır. Kayıt dışılığın nispeten yaygın olduğu inşaat ve tarım sektörlerinin salgına karşı alınan tedbirlerden sınırlı miktarda yararlanabilmelerine rağmen istihdam salgın öncesi seviyelerinin üzerindedir. İnşaat ve tarım sektöründe istihdam Ağustos ayında yıllık bazda sırasıyla 192 bin ve 139 bin kişi artmıştır.

Fesih Yasağı ve Kısa Çalışma Ödeneği uygulamalarına son verilmesi istihdam artışı üzerinde geçici bir baskı yaratmaktadır. Söz konusu baskıya rağmen sanayi ve hizmet sektörlerine ilişkin öncü göstergeler ve açık iş istatistiklerinde görülen güçlü seyir istihdam artışlarının önümüzdeki dönemde de süreceğine işaret etmektedir.

Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre Ağustos ayında toplam istihdam 14 bin kişi azalış göstermiştir. İstihdam Ağustos ayında bir önceki aya göre; hizmetlerde 341 bin kişi azalırken, sanayi, inşaat ve tarım sektörlerinde sırasıyla 217 bin, 83 bin ve 26 bin kişi artmıştır.

Enflasyon ve Para Politikası

2020 yılı genelinde öngörülen seviyelerde seyreden yıllık TÜFE, yılın son çeyreğinde küresel düzeyde emtia fiyatlarında görülen önemli artışların yanı sıra gıda ve dayanıklı mal fiyat artışları kaynaklı olarak ivme kazanmıştır. Bu doğrultuda, 2020 yılı sonunda TÜFE yıllık artış oranı YEP (2021-2023) tahmini olan yüzde 10,5 seviyesinin üzerinde yüzde 14,6 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılı Ocak-Eylül döneminde TÜFE birikimli artışı yüzde 13,0 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede; iklim koşullarında ve küresel gıda fiyatlarında görülen olumsuz seyir nedeniyle gıda fiyatlarında görülen artışların yanı sıra petrol ve metaller ağırlıklı olmak üzere

Ekonomik Göstergeler

emtia fiyat artışları, küresel tedarik zincirinde yaşanan aksaklıklar, artan taşımacılık ücretleri ile başta enerji ve dayanıksız mal fiyatları olmak üzere kur geçişkenliğinden etkilenen pek çok üründe görülen maliyet artışları belirleyici olmuştur.

TÜFE yıllık artış oranının uygulanacak etkin para ve maliye politikaları ile üretim ve verimlilik artışı kanalıyla tek haneli seviyelere düşürülerek 2024 yılı sonunda yüzde 7,6 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. Söz konusu hedef çerçevesinde; toplam talep koşullarının ılımlı seyredeceği, Türk Lirasının istikrarlı bir görünüm sergileyeceği, gıda enflasyonunun program dönemi içinde tek haneli seviyelere düşürüleceği ve yönetilen ve yönlendirilen fiyat artışlarının ilgili yılın enflasyon tahminiyle uyumlu oranda gerçekleşeceği öngörülmektedir.

TÜFE ve Yİ-ÜFE Görünümü

Tüketici enflasyonu 2021 yılı içerisinde artış eğilimi sergilemiştir. Bu dönemde tüketici yıllık enflasyonundaki artışın sürükleyicisi temel mal, gıda ve enerji grupları olmuştur. Birikimli döviz kuru etkileri, talep koşulları, bazı sektörlerde süregelen arz kısıtları ve uluslararası metal fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak fiyat artışları yüksek seyrini sürdürmüştür. Ocak ayında döviz kurunda yaşanan gelişmelerin etkisiyle temel mal ve enerji grubunda gözlenen artışla yüzde 14,97 olan TÜFE yıllık enflasyonu, Şubat ayında yine büyük ölçüde temel mal ve gıda fiyatlarından kaynaklanan 0,64 puanlık artışla yüzde 15,61 olmuştur. Mart ayında kontrollü normalleşme adımları ile birlikte artış kaydeden hizmet enflasyonu, birikimli döviz kuru etkisiyle artan temel mal fiyatları ile enerji grubu fiyatlarıyla yıllık enflasyon 0,58 puan artarak yüzde 16,19'a yükselmiştir. Ayrıca, Mart ayında taze meyve ve sebze kaynaklı gıda fiyatları yıllık enflasyonunda gözlenen yavaşlama TÜFE yıllık artışını sınırlamıştır.

Ekonomik Göstergeler

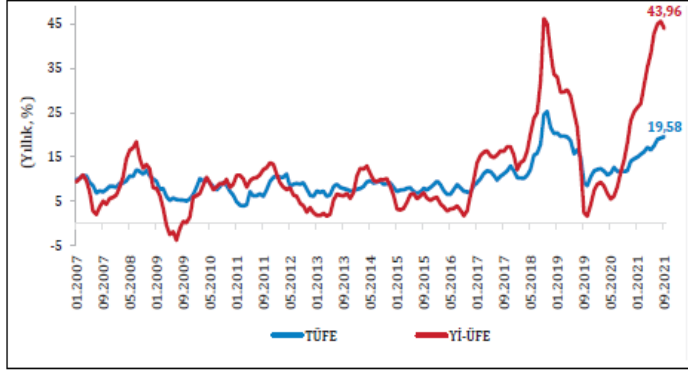
TÜFE yıllık enflasyonu yılın ikinci çeyreğinde de artışını sürdürmüştür. Nisan ayında gıda dışındaki ana kalemlerde yıllık enflasyon artmış, TÜFE yıllık artışına en belirgin katkısı veren enerji grubu yıllık enflasyonu baz etkisiyle 6,01 puan artarak yüzde 18,44'e, TÜFE yıllık artışı ise 0,95 puan artarak yüzde 17,14 seviyesine yükselmiştir. Mayıs ayında yıllık enflasyon enerji ve temel mallar gruplarında gerilerken, açılmanın etkisiyle hizmet fiyatlarında yükselmiştir. Mayıs ayında yıllık enflasyon bir önceki aya göre 0,55 puan azalarak yüzde 16,59 seviyesinde gerçekleşmiştir. TÜFE 2021 yılı ikinci çeyreğinde 0,93 puan artarak yüzde 17,53'e yükselmiştir. Bu gelişmede; kapanma sonrası kontrollü normalleşmeyle hizmet fiyatlarında görülen yukarı yönlü seyir, birikimli döviz kuru gelişmeleri, uluslararası emtia fiyatlarında gözlenen artış ile mevsimsel ve salgına bağlı etkilerle artan gıda fiyatları temel belirleyiciler olarak görünmektedir. Temmuz ayında TÜFE yıllık enflasyonu 1,43 puan yükselerek yüzde 18,95 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, gıda grubu yıllık enflasyonunda fiyat artışlarının alt gruplar genelinde yayılması ile elektrik ve doğalgaz gibi yönetilen ve yönlendirilen fiyatlarda yapılan vergi ayarlamaları ile artan enerji grubu fiyatları belirleyici olmuştur. Ağustos ayında TÜFE yıllık enflasyonu gıda fiyatları öncülüğünde 0,30 puan yükselerek yüzde 19,25 seviyesine

yükselmiştir. Eylül ayında ise TÜFE yıllık enflasyonu yüzde 19,58 seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde yıllık enflasyon, enerji ve lokanta-otel grubu ile ulaştırma hizmetleri öncülüğünde hizmet fiyatları başta olmak üzere artmış, temel mal ve gıda gruplarında ise sınırlı miktarda gerilemiştir.

Üretici fiyatları ana eğilimi, kur gelişmeleri ve emtia fiyatlarının yanı sıra tedarik zincirlerindeki aksaklıklardan da etkilenecek yükselmiştir. 2021 yılı ilk çeyreğinde yurt içi üretici fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 31,2 oranında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, küresel emtia fiyatlarında süregelen artışlar ile bazı sektörlerde ortaya çıkan arz kısıtları ve güçlü talep koşullarının etkisiyle üretici enflasyonu yükselişini sürdürmüştür. Yılın ikinci çeyreğinde yıllık enflasyon düşük bazın da etkisiyle yüzde 42,89 olmuştur. Kovid-19 salgını ile artış eğilimine giren Yİ-ÜFE yıllık enflasyonu, döviz kuru gelişmeleri, uluslararası emtia fiyatlarındaki birikimli artışlar ve bazı sektörlerde süregelen arz kısıtlarının etkisiyle yükselişini bu çeyrekte de sürdürmüştür.

Ekonomik Göstergeler

Yıllık TÜFE ve Yİ-ÜFE Enflasyonu Oranları



Kaynak: TÜİK

Döviz kurlarında yaşanan artışlar, gıda enflasyonunda süregelen artışlar, salgın sonrası talep koşullarının iyileşmesi ve arz kısıtları nedeniyle artan uluslararası gıda ve emtia fiyatları, güçlü toplam talep ile enflasyon beklentilerindeki yüksek seyir enflasyondaki görünümü belirleyen temel unsurlar olmuştur. 2021 yılında döviz kuru geçişkenliğinin etkisiyle üretici enflasyonu da ivme kazanmıştır. Türk Lirasında yıl içerisinde özellikle yılın ikinci çeyreğinde gözlenen değer kaybı emtia fiyatlarındaki artışların beraberinde getirdiği maliyet baskısını artırmıştır. Üretici fiyatlarının ulaştığı yüksek seviye bazı sektörlerde tüketici fiyatlarına çok hızlı bir şekilde geçerken, belirli sektörlerde alınmış olan kamu tedbirleri tüketici fiyatları üzerindeki olumsuz etkiyi sınırlamaktadır. Sektörel bazda yapılan incelemeler belirli gruplarda (temel mal, dayanıklı mal, altın gibi) üretici fiyat gelişmelerinin hâlihazırda tüketici fiyatlarına büyük ölçüde yansıdığına işaret ederken; petrol ürünleri, tütün gibi gruplarda vergi politikasının kullanılmasıyla üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına geçişi mevcut dönemde sınırlanmaktadır.

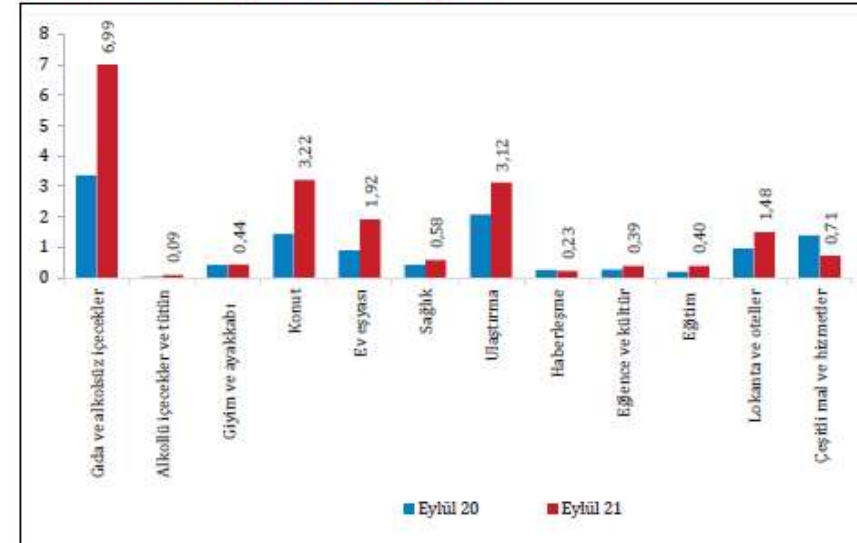
Ekonomik Göstergeler

TÜFE- Döviz Kuru Sepeti



Eylül ayı itibarıyla yıllık enflasyona katkılar büyük ölçüde gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve konut gruplarından kaynaklanmıştır. Bu dönemde tüketici enflasyonuna, gıda grubunun 6,99, konut grubunun 3,22 puan, ulaştırma grubunun 3,12 puan katkısı olmuştur.

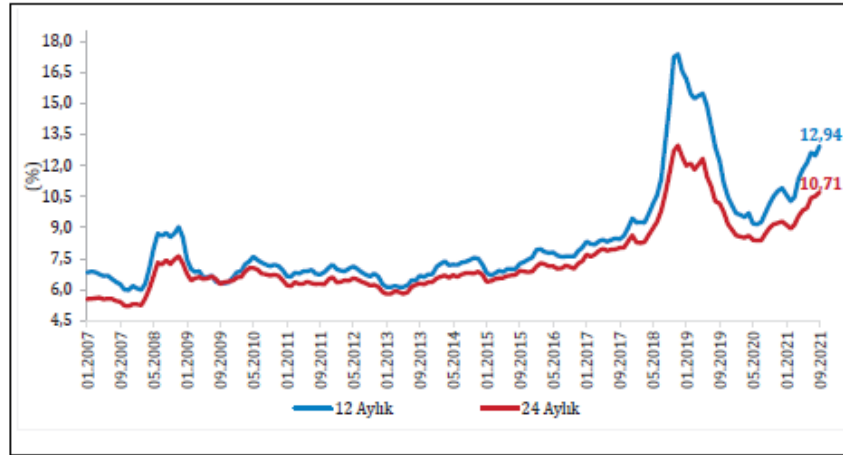
Yıllık Enflasyona Katkılar



Ekonomik Göstergeler

2021 yılında enflasyon beklentileri, enflasyondaki genel görünüme, kurdaki gelişmelere, küresel iktisadi faaliyetin belirsizliğine bağlı olarak şekillenmiştir. Buna göre 2021 yılı Ocak ayı Piyasa Katılımcıları Anketi yılsonu TÜFE beklentisi yüzde 11,15 iken; TCMB Eylül ayı Piyasa Katılımcıları Anketine göre 2021 yılsonu enflasyon beklentisi yüzde 16,74; gelecek 12 ve 24 aya ilişkin enflasyon beklentileri ise sırasıyla yüzde 12,94 ve yüzde 10,71 olmuştur.

Yıllık Enflasyon Beklentileri



Gıda Enflasyonu

2021 yılında döviz kuru gelişmeleri, uluslararası tarımsal emtia fiyatlarında devam eden artışlar, iklim koşullarının belirli ürünlerdeki arz görünümünü etkilemesi gıda enflasyonunu olumsuz etkilemiştir. Gıda enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yavaşlarken, bu gelişmede taze meyve ve sebze fiyat görünümü etkili olmuş, diğer gıda grubunda ise yıllık enflasyon yüksek düzeyini korumuştur. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren artış eğilimine giren gıda yıllık enflasyonundaki yükselişte hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda gruplarının etkisi hissedilirken, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış daha yüksek olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde gıda grubu fiyatları yüzde 19,99'a yükselmiştir, bu artışta diğer işlenmemiş gıda grubundan kırmızı et ve beyaz et fiyatları belirleyici olmuştur. Ağustos ayında gıda ve alkolsüz içecek grubu fiyatları yüzde 29,0 oranında yükselmiş olup, bu gelişmede hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda gruplarının etkisi hissedilirken, işlenmemiş gıda grubunun katkısı oldukça belirgin olmuştur. Eylül ayında ise gıda ve alkolsüz içecek yıllık enflasyonu 0,21 puan düşerek yüzde 28,79 olmuştur. Yıllık enflasyon işlenmemiş gıda grubunda sınırlı bir miktar gerileyerek yüzde 32,06 olurken, işlenmiş gıda grubunda yüzde 25,79 ile yataya yakın

Ekonomik Göstergeler

seyretmiştir. Gıda enflasyonu görünümünde taze meyve ve sebze grubu fiyatları yıllık artış hızında gözlenen yavaşlama ile işlenmemiş gıda fiyatları belirleyici olmuştur.

Gıda ve Alt Kalemlerinde Yıllık Enflasyon

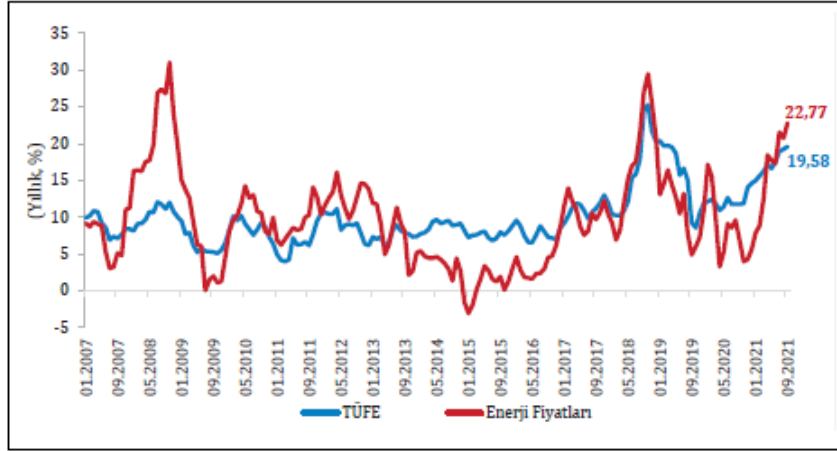


Enerji Enflasyonu

Enerji enflasyonu ham petrol fiyatlarındaki hızlı artışın da etkisiyle 2021 yılı genelinde geçtiğimiz yıl sonuna kıyasla belirgin bir şekilde yükselmiştir. 2021 yılı ilk çeyreğinde enerji yıllık enflasyonu petrol fiyatlarındaki artış ile yönetilen ve yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamaların etkisiyle yüzde 12,43'e yükselmiştir. Öte yandan, enerji grubu artışında geçtiğimiz yılın aynı döneminde gerileyen petrol fiyatlarının oluşturduğu düşük bazın etkisiyle artan akaryakıt yıllık enflasyonu da belirleyici olmuştur. Yılın ikinci çeyreğinde ham petrol fiyatlarındaki yükseliş ve Türk lirasında gerçekleşen değer kayıplarına karşın, eşel mobil sistemi bu unsurların enflasyon üzerindeki etkisini azaltmaya devam etmiştir. Yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan doğalgazda aylık artışlar ikinci çeyrekte de sürmüş, enerji grubunda yıllık enflasyon 4,85 puan artarak yüzde 17,28 seviyesine yükselmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde ise enerji grubu fiyatları iklimsel etkiler, arz kısıntıları, uluslararası emtia fiyatlarında yaşanan artış ve kur gelişmeleri ile katı yakıtlar ve şebeke suyu fiyatları öncülüğünde yıllık bazda yüzde 22,77 artış göstermiştir.

Ekonomik Göstergeler

Enerji Fiyatları Yıllık Enflasyonu



Hizmet Enflasyonu

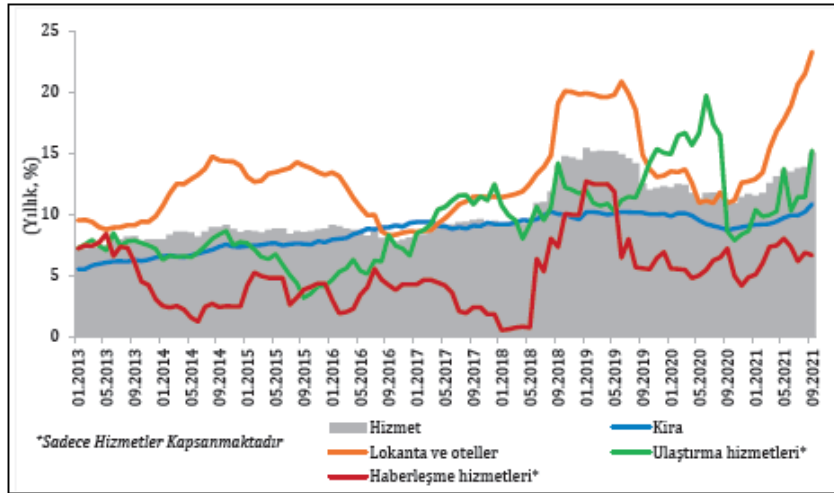
Hizmet grubu yıllık enflasyonu 2020 yılı son çeyreğinde artarken, 2021 yılı Ocak ayında sınırlı ölçüde gerilemişse de 2021 yılı genelinde artış eğilimi sergilemiştir. Salgınla beraber alt kalemlerinde ayrışma gözlenen hizmetler grubunda yılın ilk çeyreğinde enflasyonist baskılar artmıştır.

Mart ayı itibarıyla kontrollü normalleşme adımlarının etkisi hizmetler grubunda özellikle gıda ve asgari ücret gelişmelerinin yukarı yönlü katkısıyla lokanta-otel grubunda izlenmiştir. Hizmet sektöründe ikinci çeyrek artışının son iki çeyreğe benzer bir eğilim sergilemesiyle yüksek seviyeler korunmuştur. Bu dönemde lokanta otel grubunda gıda fiyat gelişmelerinin etkileri izlenmiş, kapanmanın yaşandığı Mayıs ayının ardından kademeli normalleşme ile beraber Haziran ayında biriken maliyet baskıları artan talep ile birlikte fiyatlara önemli ölçüde yansıtılmıştır. Hizmet grubu yıllık enflasyonu Ocak ayında yüzde 11,52 iken Eylül ayında yüzde 15,06'ya yükselmiş, aynı dönemde yıllık enflasyon haberleşme hizmetlerinde gerilerken, ulaştırma ve lokanta-otelde daha belirgin olmak üzere diğer alt gruplarda yükselmiştir. Bu dönemde, hizmet enflasyonu süregelen açılma etkilerine de bağlı

Ekonomik Göstergeler

olarak yükselirken hizmet enflasyon görünümünde okul ve üniversitelerin açılmasına bağlı etkiler öne çıkmaktadır.

Hizmet ve Alt Kalemlerinde Yıllık Enflasyon

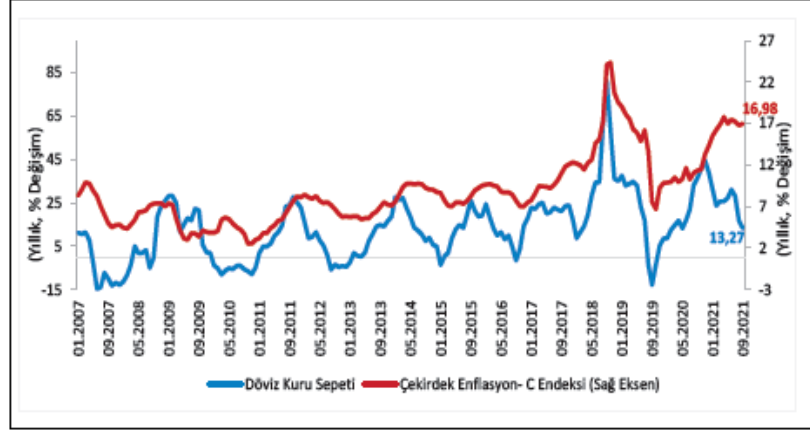


Çekirdek Enflasyon

2021 yılı ilk çeyreğinde yıllık enflasyonun çekirdek göstergelerinde geçtiğimiz yıl sonuna kıyasla artış gözlenirken, yılın geri kalanında dalgalı bir seyirle sınırlı düşüş kaydedilmiştir. Döviz kuruna, endüstriyel metal fiyatlarına ve finansman koşullarına duyarlı olan dayanıklı tüketim malları fiyatları yılın ilk çeyreğinde belirgin bir şekilde yükselmiş, Nisan ayında C endeksinin yıllık bazda yüzde 17,77'ye yükselmesinde önemli rol oynamıştır. 2021 yılı ikinci yarısından itibaren TL'de gözlenen sınırlı değerlenmenin etkisiyle Ağustos ayında C endeksi enflasyonu yıllık bazda yüzde 16,76'ya gerilemiştir. Eylül ayında ise söz konusu grup fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 16,98'e yükselmiştir. Bu dönemde, hizmet fiyat gelişmelerinin yansımalarıyla C endeksi yıllık enflasyonu artmış, yakın dönem eğiliminde ise yavaşlama kaydedilmiştir.

Ekonomik Göstergeler

Çekirdek Enflasyon ve Döviz Kuru

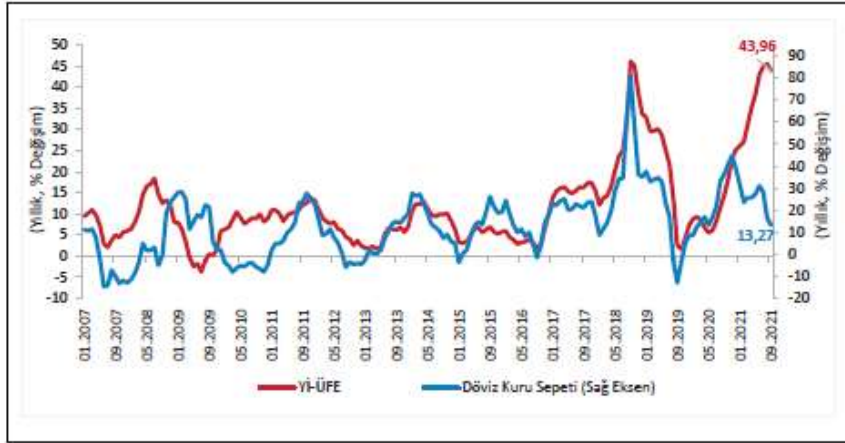


Yİ-ÜFE

Yıl içerisinde Türk Lirası cinsi uluslararası emtia fiyatlarındaki güçlü artışlar ve tedarik zincirlerinde süregelen aksaklıklar ile navlun maliyetlerinde gözlenen artışlar üretici enflasyonunu yüksek seviyelere taşımıştır. Yıl genelinde Yİ-ÜFE yıllık enflasyonundaki yükselişte, başta petrol ve endüstriyel metal olmak üzere uluslararası emtia fiyatlarındaki süregelen artış, döviz kuru gelişmeleri ve arz kısıtlarının etkisi hissedilmiştir. Yİ-ÜFE Eylül ayında yüzde 1,55 oranında yükselmiş, yıllık enflasyon 1,56 puan azalarak yüzde 43,96 olarak gerçekleşmiştir. Üretici fiyatlarındaki bu yükselişte, elektrik ve doğalgaz fiyat gelişmeleri öncülüğünde enerji fiyatları, birikimli dış fiyat baskıları ve süregelen arz kısıtları belirleyici olmaya devam etmiştir. Alt sektörlere göre Yİ-ÜFE yıllık değişim oranları incelendiğinde; Ana metaller yüzde 91,73 oranında artmış, yıllık üretici fiyatlarını 7,62 puan yukarı yönlü etkilemiştir. İmalatta kullanılan gıda ürünleri fiyatları ise yıllık bazda yüzde 38,0 oranında artmış, yıllık üretici fiyatlarını ise 7,32 puan yukarı yönlü etkilemiştir.

Ekonomik Göstergeler

Yİ-ÜFE ve Döviz Kuru



Para Politikası

TCMB, 2020 yılı Kasım ayında para politikasında sadeleşmeye gitmiş, daha sonraki süreçte de güçlü bir sıkılaştırma yapmıştır. 19 Kasım 2020 tarihindeki Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısında TCMB, haftalık repo ihale faizini 475 baz puan yükseltmiş ve tüm fonlamanın temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmasına karar vermiştir. TCMB, 2020 yılı Aralık ayında enflasyon görünümüne dair risklerin bertaraf edilmesi ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması için, güçlü bir parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiş ve politika faizini 200 baz puan artırarak yüzde 17'ye çıkarmıştır. 2021 yılı Mart ayında da TCMB, iç talep koşullarının, döviz kuru başta olmak üzere birikimli maliyet etkilerinin, uluslararası gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişin, bazı sektörlerdeki arz kısıtlarının ve gerçekleştirilen ücret ve yönetilen fiyat ayarlamalarının enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve orta vadeli enflasyon görünümünü üzerinde yukarı yönlü riskler oluşturduğunu belirterek politika faiz oranını 200 baz puan daha artırarak yüzde 19 seviyesine yükseltmiştir.

Ekonomik Göstergeler

2021 yılı Nisan ayından Eylül ayına kadar politika faiz oranı sabit tutulmuştur. TCMB, 2021 yılı Nisan ayından Eylül ayına kadar talep ve maliyet unsurları, bazı sektörlerdeki arz kısıtları ve enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyelerin fiyatlama davranışları ve enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturduğunu belirterek sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiş ve politika faizini değiştirmemiştir. Bu faktörlere ek olarak TCMB Haziran ayındaki toplantısında ithalat fiyatları kaynaklı maliyet unsurlarına, Temmuz ayındaki toplantısında yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışa ve açılmanın etkisiyle yaz aylarında enflasyonda görülebilecek oynaklıklara, Ağustos ayındaki toplantısında ise uluslararası tarımsal emtia ve gıda fiyatlarındaki yüksek seviyelere ve bazı ürünlerde iklim koşulları kaynaklı arz yönlü etkilere dikkat çekmiştir.

TCMB Eylül ayında enflasyonda geçici etkilere vurgu yaparak politika faiz oranında 100 baz puan indirimine gitmiştir. 23 Eylül 2021 tarihli PPK toplantısında TCMB, çekirdek enflasyon gelişmelerinin ve arz şoklarının yarattığı etkilerin ayrıştırılmasına yönelik analizlerin değerlendirilmesi sonucunda para politikası duruşunda güncellemeye ihtiyaç bulunduğunu belirterek politika faizini 100 baz puan düşürmüş ve yüzde 18'e indirmiştir. Karar metninde, enflasyonda son dönemde gözlenen yükselişte gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurların, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışların ve açılmaya bağlı talep gelişmelerinin etkili olduğu ve bu etkilerin arızı unsurlardan kaynaklı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, parasal duruşun sıklığının ticari kredilerde öngörülenin ötesinde daraltıcı etki yapmaya başladığı ifade edilmiştir.

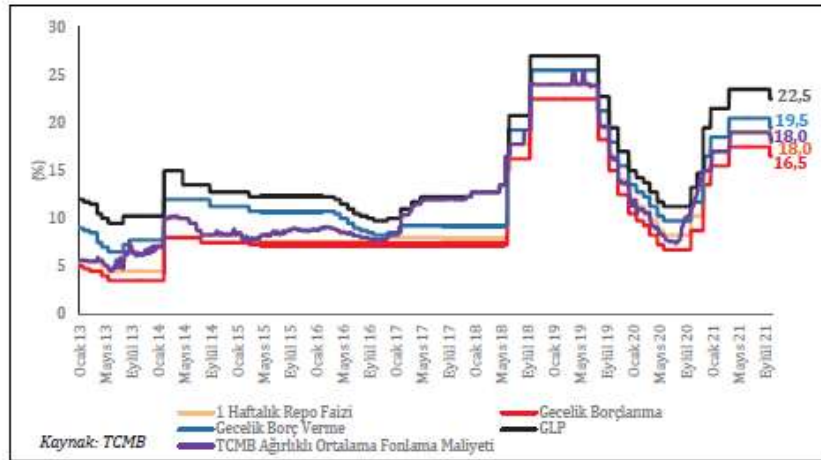
2021 yılı boyunca AOFM politika faiziyle beraber hareket etmiştir. Para politikasındaki sadeleşmeyle 23 Kasım 2020 tarihi itibarıyla politika faizi olan 1 haftalık repo faiziyle eşitlenen AOFM2021 yılı boyunca da politika faizi seviyesinde seyretmiştir. 1 Ekim 2021 tarihi itibarıyla AOFM yüzde 18 seviyesindedir.

Ekonomik Göstergeler

Döviz Piyasası

Gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikasında sıkılaşmaya gideceğine ilişkin beklentiler küresel risk iştahında dalgalanmalara sebep olurken bu durum son dönemde GOÜ para birimleri üzerinde baskı yaratmaktadır. 2021 yılının ilk aylarında artan portföy girişleriyle Türk Lirası olumlu bir görünüm sergilemiş olsa da Şubat ayının sonlarından itibaren gelişmiş ülke tahvil getirilerinde meydana gelen artış nedeniyle GOÜ'lere yönelik portföy girişleri sekteye uğramış, bu durum Türk Lirası üzerinde de baskı oluşturmuştur. Haziran ayının ortasından Eylül ayına kadar geçen süreçte, Dolar Endeksindeki genel artışa karşın, Türk Lirası ılımlı bir şekilde değer kazanmıştır. Son dönemde ise, başta Fed olmak üzere gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkılaşmaya ilişkin verdiği mesajlar ve yurt içi enflasyon beklentilerine ilişkin artış Türk Lirası üzerinde baskı yaratmaktadır.

TCMB Faiz Oranları



Ekonomik Göstergeler

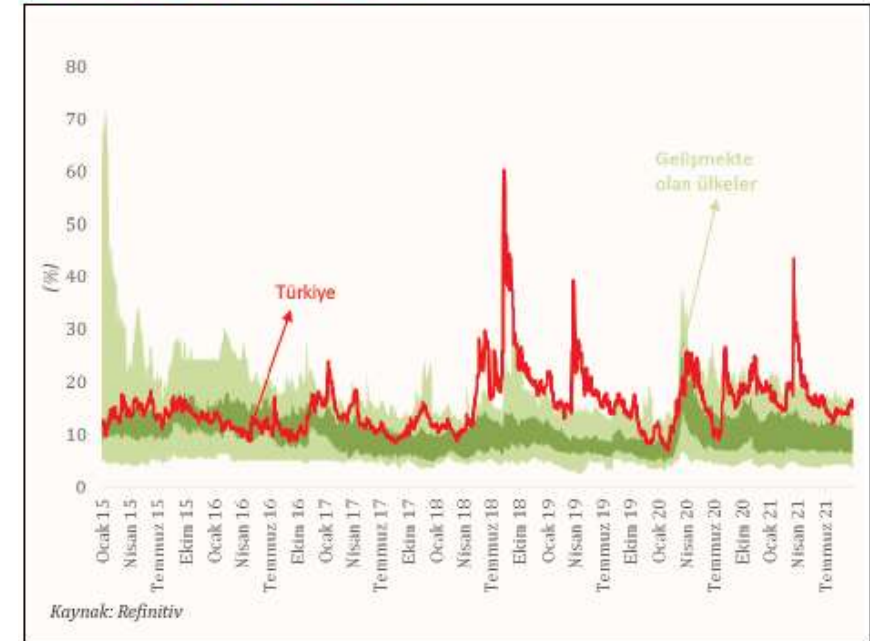
Döviz Kurları



Son dönemde opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklığı küresel gelişmelerin de etkisiyle yükselmiştir.

Türk Lirasının 1 ay vadeli ima edilen oynaklığı Mart ayında yurt içi finansal piyasalarda yaşanan oynaklığa paralel olarak hızlı bir artış kaydetmiştir. Bu dönemden sonra düşüş eğilimine giren kur oynaklığı, Temmuz ayı itibarıyla GOÜ ortalamasına gerilemiştir. Oynaklık son dönemde ise küresel gelişmelerin de etkisiyle sınırlı artış göstermiştir.

Döviz Kuru Oynaklığı^{4,5}

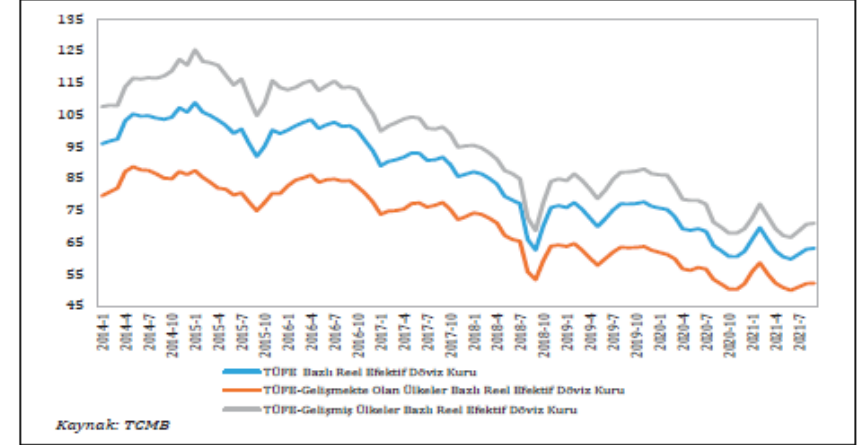


Ekonomik Göstergeler

Reel Efektif Döviz Kuru

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bazlı reel efektif döviz kuru Haziran ayından itibaren yükselmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkeler bazlı reel efektif döviz kuru da 2021 yılı Eylül ayı itibarıyla 52,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkeler bazlı reel efektif döviz kuru ise 71 ile 2021 yılı ortalamasına yakın bir seviyede bulunmaktadır. Bu gelişmelere paralel olarak TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi Eylül ayında 63,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Reel Efektif Döviz Kuru



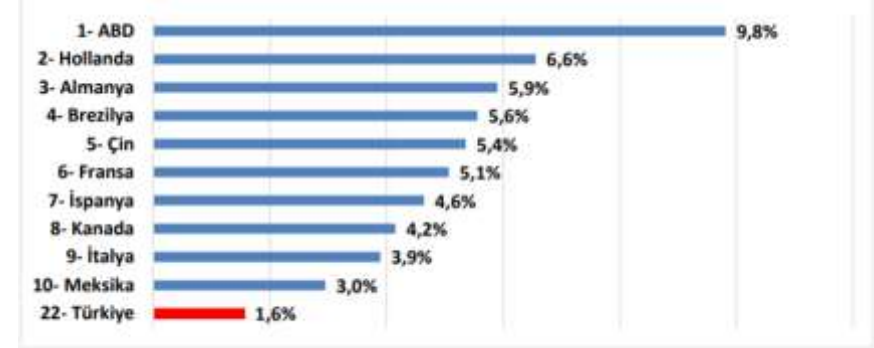
4. BÖLÜM

Sektörel Bilgiler

4.1. Sektörel Bilgiler - Gıda

Dünyada gıda sanayi ve perakendeciliği ekonomik açıdan giderek büyüyerek hayatımızı daha çok etkileyen bir konuma gelmiştir. Son yıllarda dünyada gıda fiyatları arz-talep dengesi, küresel ısınma ve teknik nedenler yanında spekülasyon hareketlerinden etkilenerek belirlenmektedir. Nüfus artışı, küresel iklim değişimleri, üretimdeki azalmalar ve bazı ülkelerde (Çin, Hindistan gibi) görece refah artışı ile artan talep, buna karşılık tarım alanlarındaki azalma ve tarım ürünlerinin biyoyakıt amaçlı üretimi ile arz baskılanmakta, gıda fiyatları artış göstermektedir. Dünyanın önde gelen çok uluslu şirketleri; Afrika, Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkelerinde milyonlarca hektarlık tarım arazisi kiralarak, tarım-gıda ürünlerine yatırım yapmaktadırlar. Hatta Çin, Hindistan ve Körfez Ülkeleri de Pakistan, Sudan, Vietnam, Kamboçya ve Myanmar gibi ülkelerde tarım arazileri kiralarak, kendi halklarının uzun dönemli gıda güvenliğini garanti altına almaya çalışmaktadırlar. Özetle 21. yüzyıl dünyasında ülkeler arasındaki mücadelenin petrol, maden gibi enerji kaynakları üzerinde olacağını düşünülürken, sağlıklı gıda temini konusunun da hesaba katılması gerekmektedir. 2019 yılının sonlarında ortaya çıkan ve günümüzde

devam etmekte olan covid-19 pandemisi sağlıklı gıda temini ve gıda güvencesi hususunun önemini bir kez daha gözler önüne sermiştir. Grafikte görüldüğü gibi ABD küresel gıda ve içecek sektöründe % 9,8'lik pay ile ihracatta birinci sırada yer alırken Türkiye % 1,6'lık pay ile 22. sırada yer almıştır.



Kaynak: Un Comtrade, Broad Economic Categories - Food And Beverages, 2020

Sektörel Bilgiler

Türkiye, gıda alanında üretim gücünü tarımsal üretimden almaktadır. Aynı zamanda Türkiye FAO verilerine göre 2018 yılı itibariyle 54 milyar dolarlık tarımsal üretimi ile dünyanın 11. büyük tarım ülkesi konumundadır. Türk gıda ve içecek sektörü, yabancı yatırımcılar için en cazip alanlardan birini oluşturmaktadır. Küresel yatırımcılara kârlı yatırım fırsatları sunduğundan sektörde 2017 yılından bu yana yaklaşık 960 milyon ABD doları tutarında doğrudan yabancı yatırım yapılmıştır. 2020 yılında imalat sanayine yapılan uluslararası doğrudan yatırımların önemli bir bölümü; yaklaşık % 7,3 kadarı gıda, içecek ve tütün ürünlerine yapılmıştır.

Merkez Bankası'nın sektörde faaliyet gösteren işyerlerine yaptığı anket verileri neticesinde gıda ürünleri imalatı sektöründe kapasite kullanım oranı 2020 yılında bir önceki yıla göre 0,9 puanlık bir düşüş yaşarken 2010 yılına göre 0,4 puanlık bir düşüş göstererek % 71,6 olmuştur. İçecek sanayinde ise bir önceki yıla göre 12 puanlık düşüş, 2010 yılına göre ise 9,8 puanlık bir düşüş yaşanmıştır ve 2020 yılında sektörün kapasite kullanım oranı % 58,4 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan düşüşlerde covid-19 pandemisinin etkisi büyüktür.

Dünya'da tarımsal üretimde ilk on ülke ve Türkiye'nin konumu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Sıra Ülkeler	Tarımsal Üretim Değeri (Milyar \$)
1 Çin	883.658.208
2 Hindistan	418.541.343
3 ABD	341.538.431
4 Brezilya	142.681.112
5 Endonezya	111.068.756
6 Japonya	97.526.984
7 Rusya Federasyonu	76.242.045
8 Fransa	74.010.064
9 Pakistan	59.627.485
10 İran	56.982.592
11 Türkiye	54.094.438

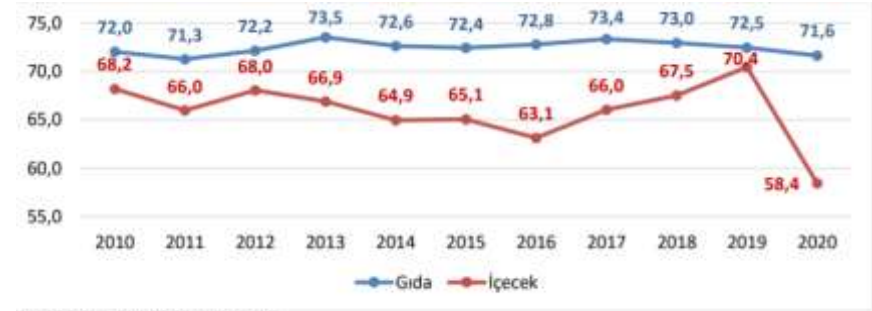
Kaynak: FAO, 2018

TUKAŞ Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş..

30.09.2021 Tarihli Şirket Değerleme Raporu

Sektörel Bilgiler

SGK verilerine göre 2020 yılında gıda ürünleri imalatında 489.386 sigortalı çalışan, içeceklerin imalatında ise 16.855 sigortalı çalışan bulunmaktadır. 2015 yılında gıda sektöründe 41.975 işyeri faaliyet gösterirken işyeri sayısı yaklaşık % 9,6 artış ile 2020 yılında 46.008'e yükselmiştir. Gıda sektörüne ilişkin istihdama bakıldığında ise 2015 yılında sektörde 441.794 sigortalı çalışan bulunurken 2020 yılında yaklaşık % 10,8'lik artışla 489.386 kişiye ulaştığı görülmektedir. 2015 yılında içecek sektöründe ise 648 işyeri faaliyet gösterirken işyeri sayısı yaklaşık % 9'luk artış ile 2020 yılında 706'ya yükselmiştir. İçecek sektöründe 2015 yılında sigortalı çalışan sayısı 15.104 olup, 2020 yılında % 11,6'lık bir artışla 16.855'e ulaşmıştır. TÜİK İstihdam Endeksi, 2020 yılında gıda ürünleri imalatı sektöründe bir önceki yıla göre 9 puan artarken içeceklerin imalatı sektöründe pandeminin de etkisiyle 0,5 puanlık bir azalma yaşanmıştır.



Kaynak: Merkez Bankası, EVDS

Sektörel Bilgiler

TÜİK verilerine göre 2019 yılında 119,5 olan yıllık ortalama gıda sektörü üretim endeksi, 2020 yılında 122,1 olarak gerçekleşmiştir. İçecek sektöründe 4,4 puanlık bir düşüş yaşanmış ve 2020 yıllık ortalama üretim endeksi 114,9 olarak gerçekleşmiştir. Gıda ve içecek sanayi toplam katma değeri 2010 yılında 13 milyar TL iken, 2019 yılında %342 oranında artarak 57,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. TÜİK 2019 Faktör Maliyetiyle Katma Değer İstatistikleri'ne göre; gıda sanayinde faaliyet gösteren işletmeler tüm imalat sanayi sektörleri içinde en yüksek katma değeri oluşturmuşlardır. İmalat sanayinin bölümlerine göre oluşturulan faktör maliyetiyle katma değerde en yüksek paya sahip sektörler sırasıyla %11,2 ile gıda ürünlerinin imalatı, % 9,8 ile tekstil ürünlerinin imalatı ve yine % 8,1 ile motorlu kara taşıtı, treyler ve yarı treyler imalatı olarak gerçekleşmiştir. Gıda ve içecek imalatı sektörü 2019 yılında yaklaşık 378,2 milyar TL ciro elde etmiştir. 2019 yılı gıda ve içecek sanayi cirosunun sanayi sektörü içindeki payı ise % 14,99 olarak gerçekleşmiştir. Gıda ve içecek sanayi, ciro endeksinde her yıl düzenli bir artış göstererek pozitif trendini korumuştur.

Sanayi üretim endeksi aşağıdaki tabloda verilmiştir.



2020 yılı gıda ürünlerinin imalatı sektörü kapasite kullanım oranı verilerinin aylık bazda pandeminin başlangıcı olan mart ayından itibaren önceki yılın gerisine düştüğü ve yıl boyunca önceki yılın gerisinde kaldığı gözlemlenmektedir. İçeceklerin imalatı sektörünün 2020 yılı KKO verileri incelendiğinde ocak ve şubat aylarında önceki yılın gerisinde kaldığı görülmekte olup pandeminin başlangıcı olan mart ayından itibaren makasın daha da açıldığı anlaşılmaktadır.

İhracat: TÜİK 2015=100 temel yılı dış ticaret endekslerine göre, 2020 yılının ocak-aralık dönemi ile bir önceki yılın aynı dönemi kıyaslandığında Nisan, Mayıs, Ekim ve Kasım aylarında önceki yılın

TUKAŞ Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş..

30.09.2021 Tarihli Şirket Değerleme Raporu

Sektörel Bilgiler

gerisinde kaldığı görülmektedir. Bu anlamda sektörün ihracat miktarının dalgalı bir seyir izlediği değerlendirilmektedir.

İthalat: Dış ticaret verilerinden hesaplanan 2015=100 temel yılı dış ticaret endekslerine göre, ithalat endeksinde 2020 yılı ocak-aralık dönemine bir önceki yılın aynı dönemine göre bakıldığında en yüksek artış ocak ayında gözlenmiştir. En yüksek düşüş ise temmuz ayında gerçekleşmiştir

Sektörün ciro endeksi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.



Kaynak: TÜİK, (2015=100)

4.2. Sektörel Bilgiler - Zeytin

Dünya zeytin üretim alanları yaklaşık 10 milyon hektar düzeyindedir. Zeytin üretim alanlarının büyük çoğunluğu Akdeniz ülkelerindedir. Dünya zeytinyağı üretimi yıllara göre dalgalanmalar göstermektedir. 2019/20 sezonunda hava koşulları sebebiyle bir önceki yıla göre %1,7 azalarak 3,21 milyon ton olmuştur. Zeytin üretiminde önemli ülkeler; İspanya, İtalya, Yunanistan, Türkiye ve Tunus'tur. Zeytinyağı üretiminde AB ülkelerinin payı yıllara göre değişmekle birlikte ortalama %70'dir. Son yıllarda Avustralya, Japonya, Arjantin ve Şili gibi ülkeler de zeytin üretimine başlamıştır. İklim şartları, periyodisite özelliği ve hastalıklar; zeytinyağı arzını dalgalandırmaktadır. Zeytinyağı sektöründe öncü ihracatçı ülkeler; İspanya, İtalya, Tunus, Türkiye'dir. Dünya zeytinyağı ihracatı artan talebe bağlı olarak yıllara göre artış eğilimindedir. En fazla zeytinyağı ithal eden ülkeler ise sırasıyla ABD, İspanya, Brezilya, İtalya ve Japonya'dır. Dünya zeytinyağı fiyatları, zeytinyağı üretiminde öncü olan İspanya ve İtalya borsalarında oluşmaktadır. Dünya zeytinyağı üretiminin de ihracatının da yarısından fazlası bu iki ülkeye aittir. 2017/18 ve 2018/19 sezonlarında küresel ekonomik krizin etkisiyle zeytinyağı üretici fiyatlarının düşük düzeyde

kalması sebebiyle son iki yıldır AB zeytinyağı stokları artmaya başlamıştır (Kaynak Strateji Geliştirme Başkanlığı, Haziran 2021 Zeytinyağı Raporu).

Dünya Zeytinyağı Veriler (bin ton)

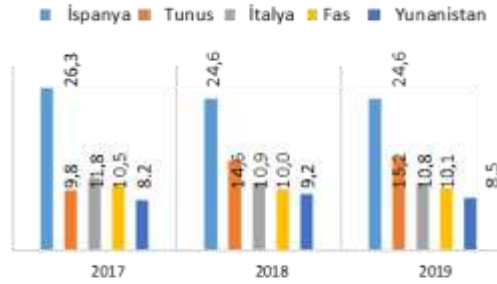
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 ¹	Değişim ² (%)
Üretim	3.177	2.562	3.379	3.262	3.207	-1,7
Tüketim	2.500	2.724	2.878	2.920	3.050	4,5
İthalat	791	782	943	975	1.156	18,6
İhracat	789	783	945	975	1.205	23,6
İhracat fiyatı (\$/ton) ³	4.094	4.094	4.670	4.289	4.526	5,5

Kaynak: IOC, TradeMap (Erişim: Haziran 2021), ¹/ Tahmin, ²/ Verisi bulunan son iki sezonun değişimini göstermektedir, ³/GTİP 150910 saf zeytinyağı ve fraksiyonları

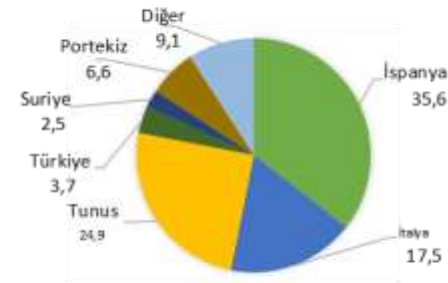
Sektörel Bilgiler

Türkiye zeytin üretimi 2019 yılına kadar artış eğiliminde olmakla beraber son birkaç yıldır azalış göstermiştir. Son yıllarda yeni zeytin bahçesi tesisi ve sertifikalı zeytin fidanı destekleriyle zeytin üretim alanları artmıştır. TÜİK Bitkisel Üretim İstatistiklerine göre 2020 yılında zeytin üretimi 1,32 milyon ton olarak gerçekleşmiş, yağlık zeytin üretimi ve zeytinyağı üretimi de üretime bağlı olarak azalmıştır. Saf zeytinyağı ihracatı 2020 yılında 36 bin ton düzeyinde gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk dört ayında 8.5 bin ton saf zeytinyağı ihracatı yapılan başlıca ülkeler ABD, S. Arabistan, Japonya, İspanya ve İran'dır. 2020 yılında 6.8 bin ton olan saf zeytinyağı ithalatı, bu yılın ilk dört ayında 7.3 bin ton olarak Suriye ve Tunus'dan yapılmıştır

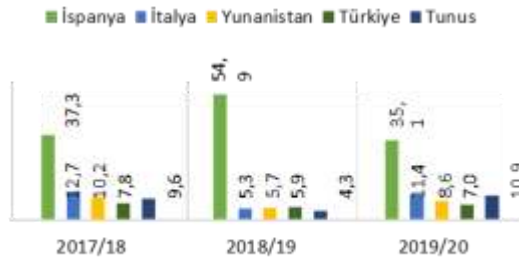
Zeytin üretim alanında önemli ülkeler (%)



Ülkelere göre zeytinyağı ihracatı (2020, %)



Zeytinyağı üretiminde önemli ülkeler (%)



Ülkelere göre zeytinyağı ithalatı (2020, %)



Sektörel Bilgiler

Yağlık zeytin dikili alanlar ve üretimi; 2020’de toplam zeytinlik alan 8,87 milyon dekadır. Yağlık zeytin dikili alanlar içinde en önemli iller Aydın, Muğla, İzmir’dir. 2021 yılında toplam zeytin üretimi tahmini 1,9 milyon tondur. Toplam zeytin üretimi ise 1,32 milyon tondur. Toplam zeytin üretiminin yaklaşık %70’i yağlık zeytinden oluşmaktadır. 2020’de 803 bin ton yağlık zeytin hasat edilmiştir. Yağlık zeytin üretiminin en yoğun olduğu iller Manisa, Balıkesir, İzmir ve Aydın’dır. Türkiye zeytinyağı ihracatında ilk dört ülke arasında olmasına rağmen, zeytinyağı ihracatında öncü ülke olan İspanya’nın yaklaşık beşte biri kadar ihracat gerçekleştirmektedir. Türkiye’nin zeytinyağı ithalatı dünya ithalatı göz önüne alındığında yok denecek kadar azdır. IOC (Uluslararası Zeytin ve Zeytinyağı Konseyi) verilerine göre sızma zeytinyağında 2019/20 sezonunda toplam 1,21 milyon ton ihracat yapılmıştır. İspanya 429 bin ton ile bu ürün grubunda ilk sırada yer alırken onu 211 bin ton ile İtalya, 300 bin ton ile Tunus, 80 bin ton ile Portekiz ve 45 bin ton ile Türkiye izlemektedir. Türkiye’nin sızma zeytinyağı ihracatı 2020 yılında 20,35 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 2020 yılında Suudi Arabistan’a 6,14 bin ton, İspanya’ya 2,58 bin ton, ABD’ne 2,27 bin ton ihracat gerçekleştirmiştir. Zeytinyağı ihracatında ham zeytinyağı ihracatının payının giderek azalması ve katma değeri yüksek ürünlerin oransal olarak daha çok ihraç etmesi

Türkiye’nin rekabet gücünü artıracaktır. 2021 yılında COVID-19 sebebiyle ülke içinde zeytinyağına olan talebin artması ve fiyatların yükselmesiyle eylül ayı sonuna kadar ham zeytinyağının ihracatına kısıtlama getirilmiştir.

Türkiye’de Zeytin ve Zeytinyağ Veriler (bin ton)

	2016	2017	2018	2019	2020	Değişim ¹ (%)
Toplam Zeytinlik Alanı (bin da)	8.455	8.461	8.644	8.792	8.871	0,9 0
Toplam Zeytin Ağacı Sayısı (bin adet)	173.758	174.594	177.844	182.076	159.382	12,46
Toplam Zeytin Üretimi	1.730.0000	2.100.000	1.500.0000	1.525.000	1.316.626	- 13,66
Sofralık Zeytin Üretimi	430.000	460.000	426.995	415.000	513.140	-23,65
Yağlık Zeytin Üretimi	1.300.0000	1.640.000	1.073.472	1.110.000	803.486	- 27,61
Zeytinyağı Üretimi²	195.000	287.041	193.613	224.595	-	16,0
Zeytinyağı İhracatı³	17.819	50.217	65.940	43.862	35.642	- 18,74
Zeytinyağı İthalatı³	1.307	16	4.844	23.401	6.821	-70,85

Kaynak: TÜİK, UZZK (Erişim: Haziran 2021), 1 / Son iki yılın değişimini göstermektedir. 2 / Geçici veriler (UZZK). 3 / GTIP 150910 alınmıştır.

5. BÖLÜM

Değerleme Analizleri

5.1. Tukaş - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Gelir yaklaşımı çerçevesinde uygulanan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (İNA); şirketin operasyonlarının öngörülebilir bir gelecekte de devam edeceğini varsaymakta ve gelecekteki net nakit akışlarını değerlendirme tarihine indirgemektedir. İNA yöntemi, değerlendirme yöntemleri içerisinde en çok kabul gören yöntemlerden birisi olmakla birlikte geleceğe yönelik projeksiyonlar çok değişkenli varsayımların oluşturulmasını gerektirmektedir. Nakit akışları hesaplanırken, finansal giderler dikkate alınmamıştır. Böylece, firmaya nakit akışları (FFCF) hesaplanmıştır.

Nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanması için Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetin Hesaplanması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM); tüm sermaye kaynakları maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Değerleme çalışmamızda iskonto (indirgeme) oranı olarak AOSM kullanılmıştır. AOSM hesaplamalarına baz teşkil eden formülasyonlar aşağıdaki gibidir;

AOSM = (Ke x E/EV) + (Kd x (1-t) x D/EV)	
Ke	Özsermaye maliyeti
Kd	Borçlanma maliyeti
E/EV, D/EV	Hedeflenen özsermaye
T	Efektif vergi oranı

Ke = Rf + B x (Rm – Rf)	
Rf	Risksiz yatırım getirisi
B	Sektör betası
Rm – Rf	Piyasa risk primi

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline, yukarıdaki formüle göre yapılan hesaplamalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Buna göre, 2022 yılı için AOSM 19,6%; 2023 için 17,8% ve devamı yıllar için 16,1%olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Analizleri

Veri	Sembol	2022	2023	2024-Devamı	Ref.
Sermaye Maliyeti	Rf	20,09%	18,00%	16%	a
Piyasa Getirisi	Rm-Rf	5,56%	5,56%	5,56%	b
Beta (kaldıraçlı)	B	0,72	72,00%	72,00%	c
Sermaye Maliyeti	Ke	24%	22%	20%	
Borçlanma Maliyeti					
Borçlanma baz faiz oranı	Rf	20,09%	18,00%	16,00%	a
Borç primi	S	2,0%	2,0%	2,0%	b
Vergi oranı	t	25%	25,0%	25,0%	d
Borçlanma Maliyeti	Kd	17%	15%	14%	
Özsermaye finansman payı		40%	40%	40%	e
Borç finansman payı		60%	60%	60%	e
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		19,6%	17,8%	16,1%	
Referanslar					
a	22.09.2021 Tarihli Türkiye Cumhuriyeti				
	7 yıllık devlet tahvili faiz oranı				
b	Karar girdisi				
c	Damodaran Gıda İşleme ve Toptan Ticareti				
d	Kurumlar Vergisi Kanunu				
e	Hedef B/Ö+B ortalaması				

Değerleme Varsayımları

- TUKAŞ Gıda'nın değerlemesinde İNA analizine baz olan tahmin dönemi 2022 ila 2026 yıllarını kapsamaktadır.
- 2021 yılı hasılatının **999.240** bin TL olacağı düşünülerek, sonraki yıllar hasılatı tahmin edilmiştir
- 2021 yılı son üç ayında elde edilecek nakit akışları kapsam dışında tutulmuştur,
- 30 Eylül 2021 yılı finansal verileri olarak Tukaş Gıda'nın Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan verileri esas alınmıştır.

Değerleme Analizleri

Varsayımlar	Açıklama
Kurumlar Vergisi	25%
Büyüme Oranı	17%
Hasılat Büyüme	34%-20%
AOSM	19,6%-16,1%
Net İşletme Sermayesi	Satışlar*44%
Sabit Kıymet Yatırımı	Amort. Gid*1,3
Finansal Kaldıraç	1,5
Brüt Satış Karı	23% - 28%
Pazarlama Giderleri/Satışlar	5%
GYG/Satışlar	1,7%
Diğer Gelirler/Satışlar	Satışlar*1,5%-4,5%
Diğer Giderler/Satışlar	Satışlar*0,7% ile 2%
Amortisman Giderleri	Satışlar*%2,3 -2,5%

Değerleme Analizleri

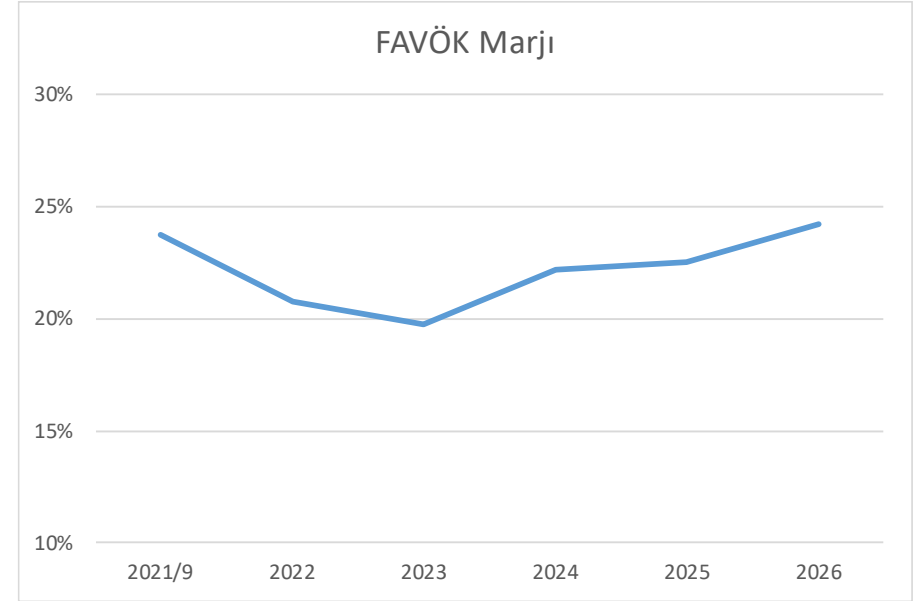
(.000 TL)	2021/9	2022	2023	2024	2025	2026 Toplam
Satışlar	715.121	1.400.000	1.750.000	2.100.000	2.500.000	2.950.000
Büyüme Oranı		40%	25%	20%	19%	18%
Diğer Gelirler	32.513	32.016	35.001	32.352	36.884	43.524
Gelirler Toplamı	747.634	1.432.016	1.785.001	2.132.352	2.536.884	2.993.524
Satışların Maliyeti	-522.331	-1.069.574	-1.350.583	-1.558.218	-1.838.365	-2.129.917
Pazarlama Gideri	-43.324	-68.521	-85.651	-102.781	-122.359	-144.383
Genel Yönetim Giderleri	-14.255	-23.835	-29.794	-35.753	-42.563	-50.224
Ar-Ge Giderleri	-1.377	-2.510	-3.137	-3.765	-4.482	-5.289
Diğer Giderler	-12.981	-12.981	-15.423	-15.627	-16.333	-19.273
Giderler Toplamı	-594.267	-1.177.421	-1.484.589	-1.716.143	-2.024.101	-2.349.086
EBIT	153.367	254.594	300.413	416.209	512.784	644.438
Amortismanlar	16.480	35.909	44.892	50.160	51.154	70.800
Vergi Önceki Nakit Akışları (EBITDA)	169.847	290.503	345.305	466.369	563.938	715.238
Vergi Gideri	15.540	-61.326	-26.445	-162.442	-58.684	-243.134
Net Nakit Akışları	185.387	229.177	318.860	303.926	505.254	472.104
Sabit Kıymet Yatırımları	-23.934	-46.681	-58.360	-65.208	-66.500	-92.040
Net İşletme Sermayesi Değişimi		-100.612	-154.000	-154.000	-176.000	-198.000
Serbest Nakit Akışları	161.453	81.883	106.500	84.718	262.754	182.064
Düzeltilme Faktörü		1,196	1,409	1,635	1,899	2,205
Bütçe Dönemi İndirgenmiş Nakit Akışları		68.477	75.605	51.801	138.380	82.587
Uç Değer						2.415.883
İndirgenmiş Nakit Akışları						2.832.733
Dönembaşı Yükümlülük (-)						-874.303
Nakit Mevcudu (+)						19.756
Piyasa Değeri						1.978.186

Değerleme Analizleri

İNA Hesaplamaları

- Şirketin nakit akışlarının bugünkü değeri **2.832.733** bin TL olarak hesaplanmıştır. Bugünkü değerden, 30.09.2021 tarihi itibarıyla var olan **-874.303** bin TL'lık borç tutarı indirildiğinde, **19.756** bin TL'lık nakit mevcutu ise bugünkü değere eklendiğinde, şirketin paylarının piyasa değeri **1.978.186** bin TL olarak hesaplanmıştır.
- İNA hesaplamasına duyarlılık analizi uygulanmıştır. Uzun dönemli büyüme oranının ve AOSM'nin % 1 oranında üste veya altta gerçekleşmesi durumu dikkate alınmıştır.
- Duyarlılık analizine göre, şirketin paylarının en düşük değeri 1.105.609 bin TL, en yüksek değeri 3.712.890 bin TL olarak raporlanmıştır

(000 TL)	Uzun Dönem Büyüme Oranı			
	16%	17%	18%	
AOSM	19%	1.392.688	2.102.750	3.712.890
	20%	1.302.746	1.977.917	3.508.938
	22%	1.105.609	1.704.305	3.061.910



5.2. Tuka Gıda - Piyasa Çarpanları Yöntemi

KAP verilerine göre, TUKAŞ, Gıda, İçecek ve Tütün sektöründe yer almaktadır. Bu sektörde toplam 32 adet şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin, 10 tanesi emsal şirketler grubuna alınmamıştır.

22 şirketin 4 yıllık verileri incelemeye alınmıştır. Bu kapsamda, şirket değerleri ve pazar kapitalizasyon tutarına da yer verilmiştir.

Emsal Şirketler		Kapsama Alınmayan Şirketler	Nedeni
Gıda, İçecek ve Tütün	32	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Araştırılan Şirket
Kapsam Dışı Şirketler	-10	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Tukaş</i>	<i>1</i>	Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Aynı Gruptan Şirket Olması</i>	<i>1</i>	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Veri Yok
<i>Alkollü İçecek</i>	<i>2</i>	Orçay Ortaköy Çay Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Bütün Verilene Ulaşamayan</i>	<i>6</i>	Selva Gıda Sanayi A.Ş.	Veri Yok
Araştırılan Şirketler	22	Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A.Ş.	Alkollü İçecek
		Türk Tuborg Bira Ve Malt Sanayii A.Ş.	Alkollü İçecek
		Pınar Su Ve İçecek Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Gruptan bir şirket var
		Kristal Kola Ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	Veri Yok

Değerleme Analizleri

	Market Cap	ŞD	2020 ŞD/H	2021 ŞD/H	2020 ŞD/FAVÖK	2021 ŞD/FAVÖK	2020 PD/DD	2021 PD/DD
AVOD - A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SAN.	484,2	569,59	3,94	3,03	45,80	80,80	9,59	7,74
BANVT - BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	7700	7850,00	1,47	1,78	41,90	26,70	5,18	6,85
CCOLA - COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	24 420	26 438	1,27	1,36	5,85	6,28	2,18	2,36
DARDL - DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	1890	2280,00	2,30	15,80	16,00	2,41	15,00	15,80
EKİZ - EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,09	28,25	1,68	0,51	-176,00	15,41	4,71	1,76
ERSU - ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	194,4	194,15	10,40	10,30	62,90	57,40	4,26	4,66
FADE - FADE GIDA YATIRIM SANAYİ TİCARET A.Ş.	679,55	685,31	7,28	11,50	22,50	15,70	2,04	3,02
FRIGO - FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	526,11	526,11	5,20	14,10	18,10	332,00	4,26	n/a
KENT - KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	41,87	41,87	63,10	71,60	507,00	2420,00	96,80	n/a
KERVİT - KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,39	4,07	1,82	1,01	11,90	5,53	3,61	2,59
KNFRT - KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	599,28	642,84	2,64	2,34	18,80	13,10	3,46	3,42
MERKO - MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	370	367,00	1,47	6,04	-8,90	36,50	5,82	2,56
OYLUM - OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.	229,23	240,97	1,93	2,65	16,50	28,20	2,89	4,69
PENGİD - PENGİEN GIDA SANAYİ A.Ş.	819	862,95	3,44	2,58	28,70	21,00	2,90	2,77
PETUN - PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	929,1	1030,00	1,27	1,01	12,50	6,85	1,29	1,18
PNSUT - PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	876,55	1320,00	0,66	0,54	13,70	9,61	0,98	0,85
SELGD - SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	116,38	111,31	4,46	4,75	165,00	96,70	2,87	3,05
TATGD - TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	1 659	1 659	1,08	1,63	10,00	11,50	n/a	1,94
TETMT - TETAMAT GIDA YATIRIMLARI A.Ş.	5,65	7,43	51,70	2,21	-68,80	33,90	-13,00	N/A
ULUUN - ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1340	2250,00	0,33	0,32	10,70	12,50	2,53	2,23
ULKER - ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	7 408	11 114	1,05	0,96	6,07	5,50	1,39	2,73
VANGİD - VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	166,75	162,38	22,40	13,70	-657,00	28,50	5,40	4,49
Ortalama			8,68	7,71	4,69	148,46	7,82	3,93
Ortanca			2,12	2,46	14,85	18,35	3,46	2,77
İki Yıl Ortanca Ortalaması				2,29		16,60		3,12

Değerleme Analizleri

- Şirketlerin piyasa çarpanlarının, her yıl için medyan değerleri ve bunların ortalaması hesaplanarak payların değerleri bulunmuştur.
- Ayrıca, son yıl, son iki yıl, son üç yıl ve son 4 yıl için medyan değerlerinin de ortalamaları bulunmuş ve her bir katsayının aldığı en yüksek ve en düşük değere göre, hisse değerleri tekrar hesaplanmıştır.

		Son 4 Yıl	Son 3 Yıl	Son 2 Yıl	Son Yıl
Medyan	ŞD/HASILAT	2,04	2,38	2,75	2,46
	ŞD/FVÖK	9,45	10,26	12,73	18,35
	PD/DD	2,47	2,73	3,17	2,77

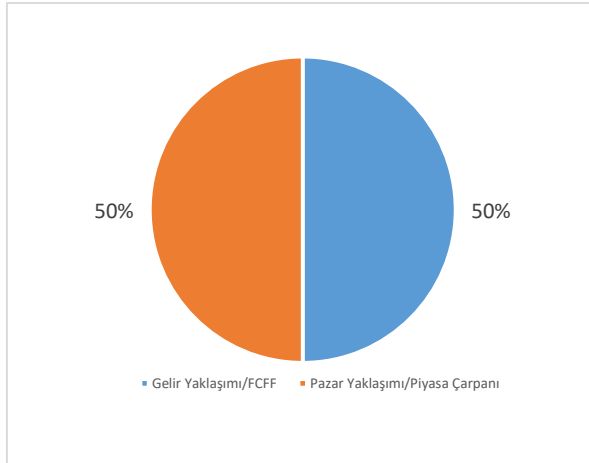
	KATSAYI	DEĞER	DEĞER	Borçlar (-)	Nakit (+)	Hisse Değeri
ŞD/HASILAT	2,29	999.240.000	2.285.761.500	N/A	N/A	2.285.761.500
ŞD/FAVÖK	16,60	228.398.672	3.791.417.949	N/A	N/A	3.791.417.949
PD/DD	3,12	631.999.478	1.968.678.374	874.303	19.756	1.969.572.433
Ortalama Değer			2.681.952.608			2.682.250.627
EN YÜKSEK						
ŞD/HASILAT	2,75	999.240.000	2.747.910.000	N/A	N/A	2.747.910.000
ŞD/FAVÖK	18,35	228.398.672	4.191.115.624	N/A	N/A	4.191.115.624
PD/DD	3,17	631.999.478	2.001.858.347	874.303	19.756	2.002.752.406
Ortalama Değer			2.980.294.657			2.980.592.677
EN DÜŞÜK						
ŞD/HASILAT	2,04	999.240.000	2.039.698.650	N/A	N/A	2.039.698.650
ŞD/FAVÖK	9,45	228.398.672	2.159.223.942	N/A	N/A	2.159.223.942
PD/DD	2,47	631.999.478	1.559.458.712	874.303	19.756	1.560.352.771
Ortalama Değer			1.919.460.435			1.919.758.454



5.3. Tukaş Gıda - Değerleme Sonuçları

Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemlerin değerleme çalışmasındaki ağırlıkları göz önünde bulundurulduğunda TUKAŞ Gıda'nın piyasa değerinin **2.330.218.392** TL olduğu tahmin edilmektedir.

	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
Gelir Yaklaşımı/FCFF	1.978.186.156	50%	989.093.078
Pazar Yaklaşımı/Piyasa Çarpanı	2.682.250.627	50%	1.341.125.314
Piyasa Değeri		100%	2.330.218.392



5.4. CEM Zeytin - İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

CEM Zeytin'in İndirgenmiş Nakit Akışlarının Hesaplanmasında aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

- CEM Zeytin'in değerlemesinde İNA analizine baz olan tahmin dönemi 2022 ila 2026 yıllarını kapsamaktadır.
- 2021 yılı hasılatının **241.132** bin TL olacağı düşünülerek, sonraki yıllar hasılatı tahmin edilmiştir
- 2021 yılı son üç ayında elde edilecek nakit akışları kapsam dışında tutulmuştur,
- Firmadan alınan projekte 2022 yılı hasılatı ve bir önceki yıla göre artışı dikkat çekmektedir. Şirket yönetimi; 2022 yılı için tonajda %18 büyüme, fiyatlamada da %60 artış yapmayı planladığını beyan etmiştir.,

Varsayımlar	Açıklama
Kurumlar Vergisi	25%
Büyüme Oranı	17%
Hasılat Büyüme (2022)	88%
Hasılat Büyüme (Diğer Yıllar)	41%-22%
AOSM	19,6%-16,1%
Net İşletme Sermayesi	Satışlar*50%
Sabit Kıymet Yatırımı	Amort. Gid*1,3
Finansal Kaldıraç	1,5
Brüt Satış Karı	23%-25%
Pazarlama Giderleri/Satışlar	1,6%-2,6%
GYG/Satışlar	1,3%-1%
Diğer Gelirler/Satışlar	1,6%
Diğer Giderler/Satışlar	1,1%
Amortisman Giderleri	1,5%

Veri	Sembol	2022	2023	2024-Devamı	Ref.
Sermaye Maliyeti	Rf	20,09%	18,00%	16%	a
Piyasa Getirisi	Rm-Rf	5,56%	5,56%	5,56%	b
Beta (kaldıraçlı)	B	0,72	72,00%	72,00%	c
Sermaye Maliyeti	Ke	24%	22%	20%	
Borçlanma Maliyeti					
Borçlanma baz faiz oranı	Rf	20,09%	18,00%	16,00%	a
Borç primi	S	2,0%	2,0%	2,0%	b
Vergi oranı	t	25%	25,0%	25,0%	d
Borçlanma Maliyeti	Kd	17%	15%	14%	
Özsermaye finansman payı		40%	40%	40%	e
Borç finansman payı		60%	60%	60%	e
Ağırlıklı Ortalam Sermaye Maliyeti		19,6%	17,8%	16,1%	
Referanslar					
a	22.09.2021 Tarihli Türkiye Cumhuriyeti				
	7 yıllık devlet tahvili faiz oranı				
b	Karar girdisi				
c	Damodaran Gıda İşleme ve Toptan Ticareti				
d	Kurumlar Vergisi Kanunu				
e	Hedef B/Ö+B ortalaması				

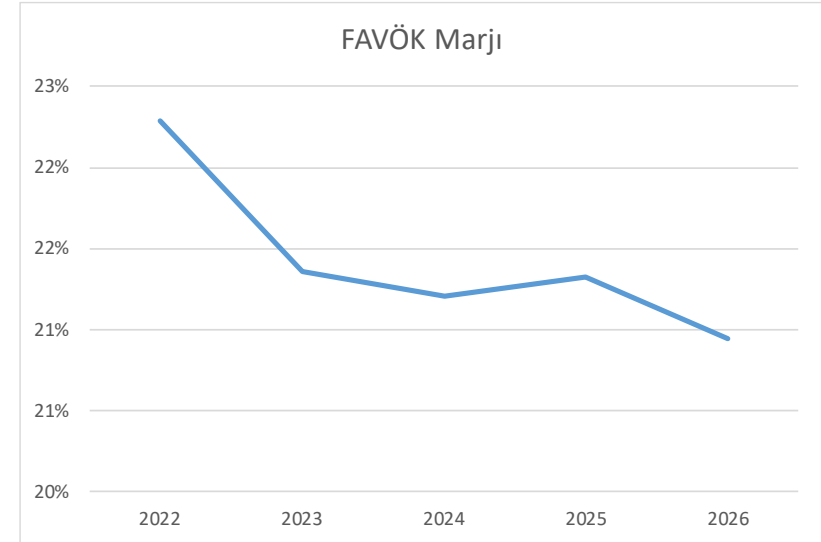
(.000 TL)	2022	2023	2024	2025	2026 Toplam	
Satışlar	453.295	639.690	853.120	1.050.796	1.281.971	
Büyüme Oranı	88%	41%	33%	23%	22%	
Diğer Gelirler	7.120	10.048	13.400	16.505	20.136	
Gelirler Toplamı	460.415	649.738	866.520	1.067.301	1.302.107	
Satışların Maliyeti	-341.359	-489.745	-655.833	-809.133	-948.659	
Pazarlama Gideri	-11.570	-13.587	-15.900	-17.200	-64.099	
Genel Yönetim Giderleri	-5.689	-7.334	-9.500	-10.800	-12.820	
Ar-Ge Giderleri					0	
Diğer Giderler	-5.101	-7.198	-9.599	-11.824	-14.425	
Giderler Toplamı	-363.718	-517.864	-690.833	-848.957	-1.040.002	
EBIT	96.697	131.874	175.687	218.344	262.105	
Amortismanlar	4.342	4.776	5.254	5.779	6.357	
Vergi Önceki Nakit Akışları (EBITDA)	101.039	136.650	180.941	224.123	268.462	
Vergi Gideri	-29.276	-25.769	-53.524	-42.759	-79.955	
Net Nakit Akışları	71.763	110.881	127.417	181.364	188.507	
Sabit Kıymet Yatırımları	-5.645	-6.209	-6.830	-7.513	-8.264	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-22.595	-85.742	-98.178	-90.931	-106.341	
Serbest Nakit Akışları	43.523	18.931	22.409	82.920	73.902	
Düzeltilme Faktörü	1,196	1,409	1,635	1,899	2,205	
Bütçe Dönemi İndirgenmiş Nakit Akışları	36.397	13.439	13.702	43.670	33.523	140.732
Uç Değer						980.641
İndirgenmiş Nakit Akışları						1.121.373
Dönembaşı Yükümlülük (-)						-140.524
Nakit Mevcudu (+)						6.649
Piyasa Değeri						987.498

Değerleme Analizleri

İNA Hesaplamaları

- Şirketin nakit akışlarının bugünkü değeri **1.121.373 bin TL** olarak hesaplanmıştır. Bugünkü değerden, 30.09.2021 tarihi itibarıyla var olan **-140.524 bin TL**'lik borç tutarı indirildiğinde, **6.649 bin TL**'lik nakit mevcudu ise bugünkü değeri eklendiğinde, şirketin paylarının piyasa değeri **987.498 bin TL** olarak hesaplanmıştır.
- İNA hesaplamasına duyarlılık analizi uygulanmıştır. Uzun dönemli büyüme oranının % 1 ve AOSM'nin % 2 oranında üste veya altta gerçekleşmesi durumu dikkate alınmıştır.
- Duyarlılık analizine göre, şirketin paylarının en düşük değeri **633.307 bin TL**, en yüksek değeri **1.741.941 bin TL** olarak raporlanmıştır.

(.000 TL)	Uzun Dönem Büyüme Oranı			
		16%	17%	18%
AOSM	18%	772.019	1.068.848	1.741.941
	20%	712.619	986.406	1.607.245
	22%	633.307	876.326	1.427.397



5.5. CEM Zeytin - Piyasa Çarpanları Yöntemi

KAP verilerine göre, CEM Zeytin, Gıda, İçecek ve Tütün sektöründe yer almaktadır. Bu sektörde toplam 32 adet şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin, 10 tanesi emsal şirketler grubuna alınmamıştır.

22 şirketin 4 yıllık verileri incelemeye alınmıştır. Bu kapsamda, şirket değerleri ve pazar kapitalizasyon tutarına da yer verilmiştir.

Emsal Şirketler		Kapsama Alınmayan Şirketler	Nedeni
Gıda, İçecek ve Tütün	32	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Araştırılan Şirket
Kapsam Dışı Şirketler	10	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Tukaş</i>	<i>1</i>	Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Aynı Gruptan Şirket Olması</i>	<i>1</i>	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Veri Yok
<i>Alkollü İçecek</i>	<i>2</i>	Orçay Ortaköy Çay Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Veri Yok
<i>Bütün Verilene Ulaşamayan</i>	<i>6</i>	Selva Gıda Sanayi A.Ş.	Veri Yok
Araştırılan Şirketler	22	Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A.Ş.	Alkollü İçecek
		Türk Tuborg Bira Ve Malt Sanayii A.Ş.	Alkollü İçecek
		Pınar Su Ve İçecek Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Gruptan bir şirket var
		Kristal Kola Ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	Veri Yok

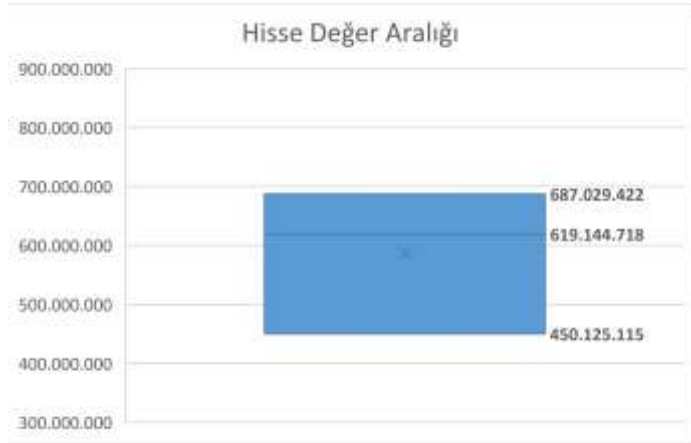
Değerleme Analizleri

	Market Cap		2020	2021	2020	2021	2020	2021
	ŞD		EV/REV	EV/REV	EV/EBITDA	EV/EBITDA	PtoB	PtoB
AVOD - A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜR.SAN.TİC. A.Ş.	484,2	569,59	3,94	3,03	45,80	80,80	9,59	7,74
BANVT - BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	7700	7850,00	1,47	1,78	41,90	26,70	5,18	6,85
CCOLA - COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	24 420	26 438	1,27	1,36	5,85	6,28	2,18	2,36
DARDL - DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	1890	2280,00	2,30	15,80	16,00	2,41	15,00	15,80
EKİZ - EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,09	28,25	1,68	0,51	-176,00	15,41	4,71	1,76
ERSU - ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	194,4	194,15	10,40	10,30	62,90	57,40	4,26	4,66
FADE - FADE GIDA YATIRIM SANAYİ TİCARET A.Ş.	679,55	685,31	7,28	11,50	22,50	15,70	2,04	3,02
FRIGO - FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	526,11	526,11	5,20	14,10	18,10	332,00	4,26	n/a
KENT - KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	41,87	41,87	63,10	71,60	507,00	2420,00	96,80	n/a
KERVİT - KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,39	4,07	1,82	1,01	11,90	5,53	3,61	2,59
KNFRT - KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	599,28	642,84	2,64	2,34	18,80	13,10	3,46	3,42
MERKO - MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	370	367,00	1,47	6,04	-8,90	36,50	5,82	2,56
OYLUM - OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.	229,23	240,97	1,93	2,65	16,50	28,20	2,89	4,69
PENGİD - PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.	819	862,95	3,44	2,58	28,70	21,00	2,90	2,77
PETUN - PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	929,1	1030,00	1,27	1,01	12,50	6,85	1,29	1,18
PNSUT - PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	876,55	1320,00	0,66	0,54	13,70	9,61	0,98	0,85
SELGD - SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	116,38	111,31	4,46	4,75	165,00	96,70	2,87	3,05
TATGD - TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	1 659	1 659	1,08	1,63	10,00	11,50	N/A	1,94
TETMT - TETAMAT GIDA YATIRIMLARI A.Ş.	5,65	7,43	51,70	2,21	-68,80	33,90	-13,00	N/A
ULUUN - ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1340	2250,00	0,33	0,32	10,70	12,50	2,53	2,23
ULKER - ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	7 408	11 114	1,05	0,96	6,07	5,50	1,39	2,73
VANGİD - VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	166,75	162,38	22,40	13,70	-657,00	28,50	5,40	4,49
Ortalama			8,68	7,71	4,69	148,46	7,82	3,93
Ortanca			2,12	2,46	14,85	18,35	3,46	2,77
İki Yıl Ortanca Ortalaması				2,29		16,60		3,12

Değerleme Analizleri

Şirketlerin piyasa çarpanlarının, her yıl için medyan değerleri ve bunların ortalaması hesaplanarak payların değerleri bulunmuştur.

Ayrıca, son yıl, son iki yıl, son üç yıl ve son 4 yıl için medyan değerlerinin de ortalamaları bulunmuş ve her bir katsayının aldığı en yüksek ve en düşük değere göre, hisse değerleri tekrar hesaplanmıştır.



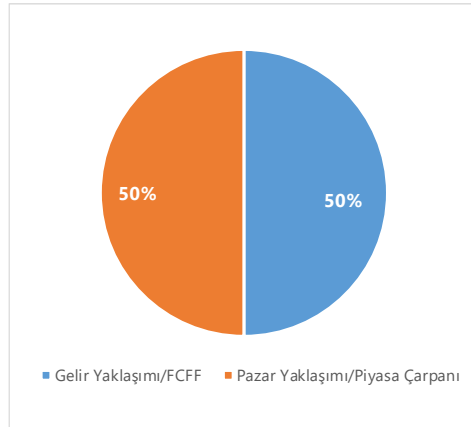
		Son 4 Yıl	Son 3 Yıl	Son 2 Yıl	Son Yıl
Medyan	ŞD/HASILAT	2,04	2,38	2,75	2,46
	ŞD/FVÖK	9,45	10,26	12,73	18,35
	PD/DD	2,47	2,73	3,17	2,77

	KATSAYI	DEĞER	DEĞER	Borçlar (-)	Nakit (+)	Hisse Değeri
ŞD/HASILAT	2,29	241.132.000	551.589.450	N/A	N/A	551.589.450
ŞD/FVÖK	16,60	47.696.398	791.760.212	N/A	N/A	791.760.212
PD/DD	3,12	164.987.903	513.937.318	140.524	6.649	514.084.491
Ortalama Değer			619.095.660			619.144.718
EN YÜKSEK						
ŞD/HASILAT	2,75	241.132.000	663.113.000	N/A	N/A	663.113.000
ŞD/FVÖK	18,35	47.696.398	875.228.909	N/A	N/A	875.228.909
PD/DD	3,17	164.987.903	522.599.183	140.524	6.649	522.746.356
Ortalama Değer			686.980.364			687.029.422
EN DÜŞÜK						
ŞD/HASILAT	2,04	241.132.000	492.210.695	N/A	N/A	492.210.695
ŞD/FVÖK	9,45	47.696.398	450.909.825	N/A	N/A	450.909.825
PD/DD	2,47	164.987.903	407.107.651	140.524	6.649	407.254.824
Ortalama Değer			450.076.057			450.125.115

5.6. CEM Zeytin - Değerleme Sonuçları

Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemlerin değerleme çalışmasındaki ağırlıkları göz önünde bulundurulduğunda CEM Zeytin'in piyasa değerinin **803.321.472** TL olduğu tahmin edilmektedir.

	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
Gelir Yaklaşımı/FCFF	987.498.226	50%	493.749.113
Pazar Yaklaşımı/Piyasa Çarpanı	619.144.718	50%	309.572.359
Piyasa Değeri		100%	803.321.472



5.7. Sonuç

İki şirketin değerlerini esas alarak, bu bölümde, birleşmeye esas değer, birleşme oranı ve değişim oranı hesaplanacaktır.

Değerleme Analizi Sonuçları		
	Tukaş Gıda	Cem Zeytin
Gelir Yaklaşımı/FCFF	1.978.186.156	987.498.226
Pazar Yaklaşımı/Piyasa Çarpanı	2.682.250.627	619.144.718
Hisse Değeri	2.330.218.392	803.321.472

Birleşmeye Esas Değer			
	Tukaş Gıda	Cem Zeytin	
Ödenmiş Sermaye	272.650.000	100.000.000	
Hisse Değeri	2.330.218.392	803.321.472	
Birleşmeye Esas Değer	2.330.218.392	803.321.472	3.133.539.864

- Değerlemede, gelir yaklaşımı esaslı İndirgenmiş Net Nakit Akışları Yöntemi ve pazar yaklaşımı esaslı piyasa çarpanı yöntemleri kullanılmıştır.
- Bu iki yöntemin ortalaması alınarak, her bir şirketin paylarının değeri 30.09.2021 tarihi itibarıyla hesaplanmıştır.
- Değerlemede, iki şirkette faal olması ve sürekliliklerini koruması nedeniyle maliyet yöntemi kullanılmamıştır.
- Birleşmeye esas değerlerin hesaplamasında, her iki şirketin ödenmiş sermayeleri dikkate alınmıştır.

Birleşme ve Değişim Oranı				
Birleşme Oranı	=	$\frac{2.330.218.392}{3.133.539.864}$	=	0,7436
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{272.650.000}{0,743637705}$	=	366.643.593
Artırılacak Sermaye	=	366.643.593 - 272.650.000	=	93.993.593
Değiştirme Oranı	=	$\frac{93.993.593}{100.000.000}$	=	0,9399

- TUKAŞ Gıda ve CEM Zeytin'in hesaplanan hisse değerlerinin toplamı, **3.133.539.864** TL'dir. TUKAŞ Gıda'nın bu değer içindeki payı, bir başka ifade ile birleşme oranı yaklaşık, **0,7426**'dır.
- TUKAŞ Gıda'nın birleşme sonrası artırması gerekli olan sermaye tutarı, birleşme sonrası sermaye tutarı ile, TUKAŞ Gıda'nın ödenmiş sermayesi arasındaki fark olan **93.993.593** TL'dir.
- Değiştirme oranı, **0,9399** olarak hesaplanmıştır. TUKAŞ Gıda, CEM Zeytin'e her 1 TL'lik hissesi karşılığında, **0,9399** TL'lik pay verecektir.