



ŞİRKET DEĞER TESPİT RAPORU

METRO TURİZM OTELCİLİK VE
PETROL ÜRÜNLERİ TİCARET A.Ş.

YORUM YMM VE BAĞIMSIZ
DENETİM A.Ş.

Giriş

AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER YATIRIMLAR ANONİM ŞİRKETİ YÖNETİM KURULU'NA

Sayın Baylar ve Bayanlar,

31 Aralık 2015 tarihli Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş. (Şirket) 'nin Değerleme Raporunu bilgilerinize sunmaktan mutluluk duyarız.

Ekteki "Şirket Değerleme Raporu" , şirketin denetimden geçmiş 31 Aralık 2015 tarihli finansal tabloları esas alınarak, Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına ve Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak hazırlanmıştır.

Bir şirketin değerinin belirlenmesini etkileyen en önemli faktörler hisse sahiplerinin ve potansiyel alıcıların geleceğe yönelik zaman içindeki beklentileridir. Tespit edilen değerler zaman içinde belli bir noktada belirlenen koşullara ve değişimlere dayanır ve bu değerler ileride farklılık gösterebilir.

Talimatlarınız doğrultusunda Şirket Değerleme Raporu hazırlanırken, çalışmalarımız aşağıda açıklanmış olan; "Net Aktif Değer" ve "İndirgenmiş nakit akışları" yöntemlerine dayanmaktadır.

Net aktif değeri, bir şirketin yükümlülüklerinden varlıklarının indirilmesiyle ortaya çıkan değerdir. Bu yöntem şirketin değerinin hisse senetleri değerleriyle belirleneceği varsayımını kabul eder. En basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek değer olarak tanımlanabilir.

Piyasa yaklaşımı altında şirket değerlemesinde bir şirketin değerinin belirlenmesindeki unsur piyasadır. Çoğunlukla, şirketin değerini tahmin etmek için satışları benzer şirketlerden toplanan veriler üzerinde çalışılır. Bu yaklaşımda, değeri piyasa tarafından belirlenmiş benzer şirketlerin karşılaştırılmasıyla belirlenecek şirket değeri için ekonomik rekabet prensibi kullanılmaktadır.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemi, önceki dönem finansal tablolarına, piyasa koşullarına, ilişkili diğer faktörlere ve sonraki dönem tahmini nakit akışlarına dayanır. Toplam nakit akış değeri, belirli bir oranının

indirilip sonsuz değerinin şirket değerine eklenmesiyle oluşur. Bu metod temettü vergi politikaları değişimini dikkate almasa bile genel olarak yararlı bir değerlendirme metodu olarak kabul edilir. Çünkü nakitin zaman değerini ve yatırımlar için tüm tahminleri dikkate alan bir metoddur. Buna karşın, devredilecek, diğer ortaklara ya da 3. kişilere satılacak hisselerin nihai değerinin tespitinde mutlaka istekli alıcı ve istekli satıcı arasında bir müzakere ve pazarlık olacaktır.

Ek olarak, Şirket Değerleme Raporu okunurken aşağıdaki hususlara dikkate edilmesi gerekir:

Değerleme çalışmamızda kullanılan değerler, şirketin denetimden geçmiş 31 Aralık 2015 tarihine ait finansal tablolarına ait değerlerdir. Buna göre, değerlendirme çalışmamız için alınan bilgilerin sorumluluğu şirket yönetimine aittir. Çalışma kapsamı, 31 Aralık 2015 finansal tablolarının incelenmesini ya da denetimini içermez.

Yorum YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş. bu raporla ilgili sadece şirket yönetime karşı sorumludur. Yönetimin bu raporu paylaştığı diğer kişilere karşı herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu beyan ederiz.

Şirket Değerleme Raporu , "genel varsayımlar ve sınırlayıcı koşullar tablosu" ekine bağlıdır.



Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (seri:VIII, no:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir. Şirketimiz 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararda yer verilen niteliklere sahiptir ve ilgili tebliğdeki şartlara haizdir.

Değerleme, Metro Turizm Otelcilik Ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihi itibarıyla finansal tabloları esas alınarak yapılmış olup, aynı döneme ilişkin şirkete değerleme raporu dışında başkaca bir danışmanlık ve denetim hizmeti verilmemiştir.

Değerleme çalışması sonucunda; 10 TL nominal değer için tutar 386,56 TL olarak belirlenmiştir. Bu fiyatın adil ve makul olduğu kanaatindeyiz.

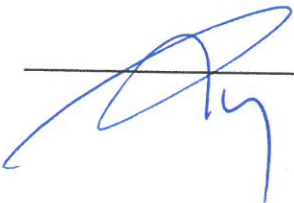
29 Haziran 2016

Naci YÜKSEL, YMM

Sorumlu Ortak

Yorum YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.

A member of IAPA International

Değerleme Özeti**Değerleme Tarihi:** 31 Aralık 2015**Rapor Tarihi:** 29 Haziran 2016**Şirket:** Metro Turizm Otelcilik Ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.**Değerlemenin Amacı:** Şirket Hisselerinin Değerinin Tespiti**Değerleme Standardı:** Gerçek Pazar Değeri**Seçilen Değerleme Metodları:** Net Aktif Değer, Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akışlar**Değerleme Sonucu:** 37.109.718 TL**Hisse payı adedi:** 96.000 Adet**Ödenmiş Sermaye Tutarı:** 960.000 TL**1 Hisse payı nominal değeri:** 10 TL**Değerleme sonucu 10 TL'lik hisse payının değeri:** 386,56 TL

1. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu "Şirket Değerleme Raporu" aşağıdaki genel varsayımlara tabidir:

1. Bu Şirket'in tüm maddi varlıklara sahip olduğu ve bu varlıkların değerlendirme çalışmalarımızı etkileyebilecek, üzerinde taahhüt edilmiş ipotek veya herhangi bir takyidat olmadığı,
 2. Tüm varlık ve yükümlülüklerin, finansal tablolara yansıtılmış olduğu,
 3. Şirket Yönetiminin, maddi varlıkların kayıtlı değer veya sınıflandırmayı etkileyebilecek bir plan ya da niyetleri olmadığı,
 4. Değerleme çalışmalarımızın temeli olan yasal finansal tabloların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olduğu,
 5. Tüm işlemlerin düzgün şekilde kaydedilmiş ve Türk Lirası olarak finansal tablolara yansıtılmış olduğu,
 6. Elimizdeki bütün muhasebe kayıtları ve belgeleri çalışma amacımıza uygun hale getirildiği ve şirket tarafından yapılan bütün işlemlerin finansal tablolara düzgün şekilde aktarılıp kayıt edildiği ve bu finansal tabloların bütün önemli taraflarıyla Şirket'in finansal durumunu yansıttığı,
 7. Değerleme çalışmalarının tümünü ya da bölümlerinin temelini oluşturan ve Şirket yönetimi tarafından sağlanan yazılı ve ya sözlü bilgi ve belgelerin doğru ve güvenilir olduğu,
- varsayılır.

Şirket Değerleme Raporunun kısıtlı koşulları aşağıda özetlenmiştir;

- 31 Aralık 2015 tarihli ve değerlendirme hesaplamalarımıza dayalı şirketin finansal tabloları bağımsız denetimden geçmiştir. Çalışmamızın kapsamı finansal tabloların denetimini ve bu duruma ilişkin herhangi bir düzeltme içermez.

- Tahminlerimiz Şirket tarafından bize sunulan bilgilerle sınırlıdır. Bu bilgiler tarafımızdan yorumlanıp hesaplara aktarılmıştır. Gelecekte oluşabilecek sektör sorunları, şirket ya da devlet politikalarında bir değişiklik şirketin finansal tablolarını etkilerse, sonuçlar bu raporda da değiştirilebilir.

2. Şirket hakkında genel bilgiler

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş., 593975 ticaret sicil numarası ile faaliyetlerini Büyükdere Caddesi Metrocity İş Merkezi A Blok No:171 K:17 Levent Şişli İSTANBUL adresinde sürdürmektedir. Şirketin faaliyet alanları; petrol ve petrol ürünü, Fuel Oil, mazot, LPG akaryakıt alım satımı dahili ticareti, ihracatı ve ithalatı yapmaktır. Şirket, her türlü menkul ve gayrimenkulleri makine demirbaş tesisatları alır, satar kiralar veya kiraya verir, kara hava ve deniz nakli vasıtalarını alır, satar, kiralar ve kiraya verir, bunlar üzerinde aynı veya şahsi tasarrufla bulunabilir, şirket lehine ipotek tescil ve tesis etmek ve Karayolu yolcu taşımacılığı, turizm acentalığı, yurtiçi-yurtdışı uçak bileti satmak ve motorlu kara nakil araçları alıp satmaktır.

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

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihi itibarı ile sermayesi 960.000 TL olup ortaklık paylarının dağılımı aşağıda verilmiştir.

	31 Aralık 2015	31 Aralık 2014
Avrasya Petrol Ve Turistik A.Ş.	768.000	-
Efes Tur Seyahat A.Ş.	153.600	-
Fatma Öztürk	38.400	38.400
Metro Ticari ve Mali Yat. Holding A.Ş.	-	921.600
Toplam	960.000	960.000

2.2. Finansal Tablolar

METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİC. A.Ş. 31 ARALIK 2015 TARİHİ İTİBARIYLA FİNANSAL DURUM TABLOSU

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmiş</i>
VARLIKLAR	31.12.2015	31.12.2014
Cari / Dönen Varlıklar		
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.349	4.424
Ticari Alacaklar		
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	2.796.821	2.974.759
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	--	40.572
Diğer Alacaklar		
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.728.624	1.689.509
Diğer Dönen Varlıklar	283.160	--
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	4.812.954	4.709.264
Cari Olmayan / Duran Varlıklar		
Maddi Duran Varlıklar	35.815.495	22.590.038
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.075.672	1.047.540
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	36.891.167	23.637.578
TOPLAM VARLIKLAR	41.704.121	28.346.842

METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİC. A.Ş.
31 ARALIK 2015 TARİHİ İTİBARIYLA FİNANSAL DURUM TABLOSU

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmiş</i>
	31.12.2015	31.12.2014
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler		
Ticari Borçlar		
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.099	4.290
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	63.025	
Diğer Borçlar		
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	2.032.038	--
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.422.007	1.336.471
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24.090	1.229.745
Kısa Vadeli Karşılıkları		
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	114.200	134.067
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.659.459	2.704.573
Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Diğer Borçlar		
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	122.983	--
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.642.510	1.087.897
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.765.493	1.087.897
Özkaynaklar		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		
Ödenmiş Sermaye	960.000	960.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	332.356	332.356
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak		
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	31.207.691	20.670.043
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	192.000	--
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.399.973	841.629
Net Dönem Karı/Zararı	187.149	1.750.344
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--
TOPLAM ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	35.279.169	24.554.372
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	35.279.169	24.554.372
TOPLAM KAYNAKLAR	41.704.121	28.346.842

METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİC. A.Ş.
31 ARALIK 2015 TARİHİNDE SONA EREN DÖNEME AİT
KAPSAMLI GELİR TABLOSU

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmemiş</i>
	01.01.- 31.12.2015	01.01.- 31.12.2014
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Hasılat	875.106	859.228
Satışların Maliyeti (-)	(398.756)	(398.756)
BRÜT ESAS FAALİYET KARI	476.350	460.472
Genel Yönetim Giderleri (-)	(334.436)	(192.793)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	370.377	2.222.972
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(238.655)	(142.014)
FAALİYET KARI/ZARARI	273.636	2.348.637
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	--	--
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	--	--
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	273.636	2.348.637
Finansman Gideri	--	--
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	273.636	2.348.637
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(86.487)	(598.293)
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	(114.619)	(1.229.745)
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	28.132	631.452
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	187.149	1.750.344
DURDURULAN FAALİYETLER	--	--
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	--	--
DÖNEM KARI/ZARARI	187.149	1.750.344
Diğer kapsamlı gelir/gider		
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar		
Maddi Duran Varlıkların Yeniden Değerleme ve/veya Sınıflandırma Kazançları/Kayıpları	11.092.261	--
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler Gelir/Giderleri	(554.613)	--
Diğer kapsamlı gelir/(gider) (vergi sonrası)	10.537.648	--
TOPLAM KAPSAMLI GELİR / GİDER	10.724.797	1.750.344

(*) Şirketin 31.12.2015 tarihi itibarıyla Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolara ilişkin denetçi görüşünde aşağıdaki açıklayıcı paragraf eklemiştir.

" a) Görüşümüzü etkilememekle birlikte Şirket'in ilişkili kuruluşu olan Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San. Tic. A.Ş.'den 31 Aralık 2015 itibarıyla 2.788.932 TL vadesi geçmiş alacağı bulunmaktadır. Şirket 2015 yılı içerisinde alacaktan 242.688 TL adat geliri elde etmiştir. Şirket yönetimi ilgili alacağın tahsil edilebilir olduğu kanaatinde dir.

b) İlişikteki finansal tablolarının denetimi, Avrasya Petrol ve Turistik Yatırımlar A.Ş.'in "Grup" konsolide finansal tabloları kapsamında yapılmış olup, denetimde belirlenen önemlilik seviyesi dikkate alınmıştır. Şirket için yapılacak özel amaçlı bağımsız denetimde önemlilik seviyesi, kullanılan önemlilik seviyesinden farklılık gösterilebilir. Bu nedenle ilişikteki finansal tablolar, Şirket için yapılacak değerlendirme çalışmaları düzenlenmiş olup başka bir amaç için kullanılması uygun değildir."

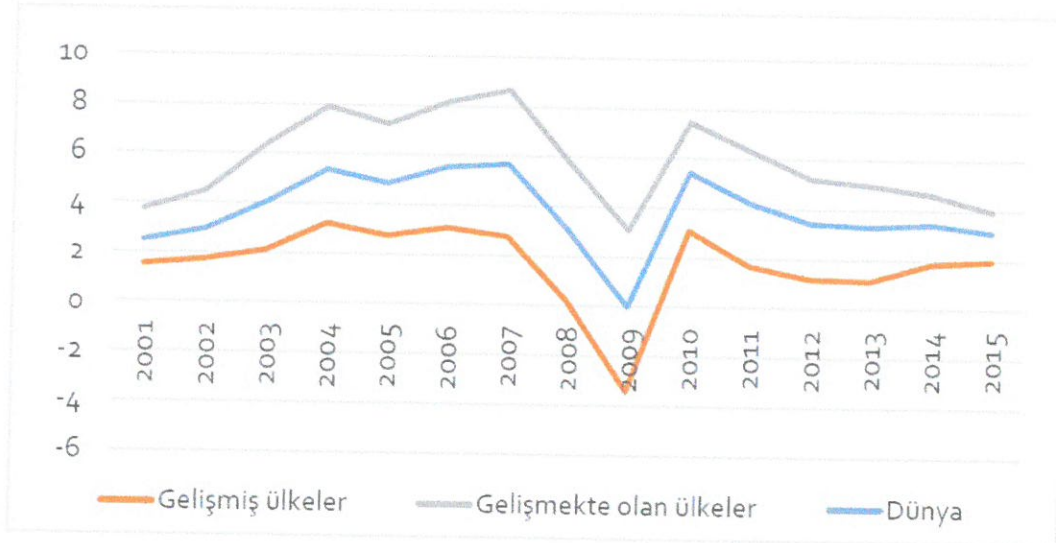
3. Ekonomik Bilgiler

3.1. Dünya Ekonomisi

2008-2009 krizinin üzerinden neredeyse 7 sene geçtiği halde dünya ekonomisi krizin etkilerini üzerinden atabilmiş değildir. Belki de aslında neyin gerçekten ters gittiğini bilemediğimizden ya da bilsek de düzeltmek istenmediğinden olsa gerek kriz tam anlamıyla aşılamamaktadır. Dünyada önde gelen birçok Merkez Bankası son 7 yıl içerisinde piyasaya görülmemiş miktarda para sümüş, ucuz likidite sağlamıştır. Ancak ne hane halkları bu parayla öngörüldüğü ölçüde borçlanıp harcama yapmakta, ne de firmalar yatırımlarını artırmaktadır. Merkez Bankalarının çabaları arzulanan etkiyi yapamamaktadır. Bu durum piyasa mekanizmasında ciddi bir aksaklığa işaret etmektedir. Normal koşullar altında bu büyüklükte bir likiditenin talebi canlandırarak fiyatları artırması beklenir. Ancak ne Amerika'da ne de Avrupa ve Japonya'da enflasyonda artış emaresi vardır. Kuşkusuz petrol ve diğer emtia fiyatındaki düşüş de düşük enflasyonu desteklemektedir. Ancak para politikasının bu dönemde ne kadar genişlemeci olursa olsun talebi canlandırmada eskisi kadar etkin olmadığı aşikârdır.

İktisat teorisinde krizlerin reel sektör ve hane halkları üzerindeki olumsuz etkilerini kısa vadede gidermek için iki politika türü vardır: 1. Para politikası 2. Mali politika. Uzun vadede krizlerin etkilerini sınırlamak ve yenilerinin oluşmasını engellemek için ise yapısal reform programları uygulanmaktadır. 2008 krizi sonrası bazı ülkeler için mali politika alanı oldukça kısıtlıydı. Çünkü birçok ülke, özellikle Avrupa'da, yüksek borçluluk oranlarına sahiptiler. Amerika başta olmak üzere mali paket açıklayarak kamu harcamalarını artırma yoluna gidenler ise kısa sürede borçlarının arttığını gördüler. Bu nedenle 2011 yılına gelindiğinde mali alan gelişmiş ülkelerde zaten büyük oranda yoktur ya da tüketilmiştir.

Küresel Büyüme Oranı (%)



Krizin gün yüzüne çıkardığı yapısal sorunlar dünyanın pek çok bölgesinde devam etmektedir. Reform girişimleri yok değil ama gelişmeler oldukça yavaştır. Yapısal değişikliklerin etkilerini göstermeye başlamasını beklerken Merkez Bankaları piyasalara para pompalamaya devam etmektedir. Geçici ve kısa süreli olması gereken bir politikanın bu şekilde kullanılmak zorunda kalınması sonucu dünya ekonomisi adeta solunum cihazına bağlı bir hastayı andırmaktadır. Gerek IMF gerekse Dünya Bankası önümüzdeki 2 yıl boyunca daha düşük büyümenin devam edeceğini öngörmektedir.

Mayıs ayında küresel piyasalarda yön arayışının etkili olduğu izlenirken, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında dalgalı bir görünüm hâkim olmuştur. OECD Haziran başında yayımladığı Ekonomik Görünüm raporunda, küresel ekonominin düşük büyüme tuzağına girdiğini ifade etmiştir. Kuruluşun 2016 ve 2017 için küresel büyüme tahmini sırasıyla %3 ve %3,3 düzeyindedir.

Mayıs ayında yılın ilk çeyreğine kıyasla daha olumlu ekonomik verilerin açıklandığı ABD'de, Fed yetkililerinin açıklamalarının ve Nisan ayı toplantı tutanaklarının da etkisiyle faiz artırımı ihtimali güçlenmiştir. Ancak, Haziran ayı başında açıklanan Mayıs ayı tarım dışı istihdam verisinin oldukça zayıf bir görünüm sunması yaz aylarında faiz artırımına gidilmesi ihtimalini yeniden azaltmıştır.

Euro Alanı ekonomisinde ikinci çeyreğe ilişkin açıklanan veriler ekonomik aktivitenin ılımlı seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir. Enflasyon tarafında ise zayıf görünüm halen devam etmektedir. Tüketici fiyatları öncü verilere göre Mayıs'ta yıllık bazda -%0,1 düzeyinde gerçekleşerek ECB'nin aldığı tedbirlere dair soru işaretlerinin artmasına neden olmuştur. ECB 2 Haziran'daki toplantısında beklentilere paralel olarak para politikasında değişikliğe gitmemiştir.

Çin'de Mart ayına ait ekonomik verilerin genel olarak yeniden dengelenme sürecine ilişkin iyimser bir tablo çizmesinin ardından Nisan'da sanayi üretimi, perakende satışlar ve sabit sermaye yatırımı harcamaları gibi veriler beklentilerden olumsuz bir görünüm sergilemiştir.

Mayıs ayında Brent türü ham petrolün varil fiyatı Ocak ayı ortasında indiği en düşük seviyelerden %80 oranında toparlanma kaydetmiştir. Mayıs ayının ilk günlerinde 1.300 USD/ons düzeylerini test eden altın fiyatları, ABD dolarının güçlenmesiyle ayın geri kalanında aşağı yönlü hareket etmiştir.

OECD tarafından Haziran ayı başında yayımlanan Ekonomik Görünüm Raporunda küresel ekonominin düşük büyüme tuzağına girdiğine dikkat çekilmiştir. Raporda, küresel krizin ardından merkez bankalarının yapabileceklerinin ötesinde sorumluluk aldıkları, faizlerin tarihi düşük seviyelere indirilmesinin ve niceliksel genişleme uygulamalarının ekonomilerdeki verimliliği azalttığı ve finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olduğu belirtilmiştir. 2016 için küresel büyüme tahmini %3 olan OCED, 2017 içinse %3,3'lük büyüme öngörmektedir.

OECD Türkiye'ye ilişkin büyüme tahminini 2016 yılı için %3,4'ten %3,9'a yükseltirken, 2017 için %4,1'den %3,7'ye düşürmüştür. Asgari ücret artışının Türkiye'nin rekabet ücüne ve ihracatına olumsuz etkide bulunduğu işaret eden Kuruluş, enflasyonun 2016 ve 2017'de sırasıyla %7,9 ve %7,3 olacağını öngörmektedir.

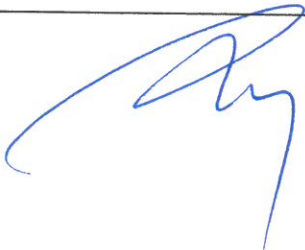
ABD’de işgücü piyasasına ilişkin veriler genel hatlarıyla olumlu bir tablo çizmeye devam etmektedir. Nisan ayına ait sanayi üretimi ve enflasyon verilerinin beklentileri aşması ekonomik faaliyetin ılımlı seyrini dalgalanmalara rağmen koruduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Bu dönemde TÜFE’deki aylık artışın Şubat 2013’ten bu yana en yüksek düzeyde gerçekleşmesi ön plana çıkarken, sanayi üretimindeki büyüme de son 17 ayın en iyi performansına işaret etmiştir. Ayrıca, daha önce %0,5 olarak açıklanan ilk çeyrek GSYH büyümesi konut yatırımlarındaki güçlü görünümün etkisiyle %0,8’e revize edilmiştir.

Bu gelişmeler ışığında, ABD’de iktisadi faaliyetin ilk çeyrekteki ivme kaybının ardından bahar aylarında bir miktar toparlanma kaydettiğine dair görüşler güçlenmiştir. Güven göstergelerinde de Mayıs ayında yaşanan iyileşme göze çarpmaktadır. Nisan’da son 7 ayın dip seviyesine gerileyen Michigan tüketici güveni Mayıs’ta öngörülerden hızlı artarak son 11 ayın en yüksek düzeyinde gerçekleşmiştir.

Nisan ayı tarım dışı istihdam artışının beklentileri karşılayamamasının ardından %2’ye kadar gerileyen Fed’in Haziran ayında faiz artırma ihtimali, Nisan ayı toplantı tutanaklarının piyasalarda “daha az güvercin” olarak değerlendirilmesinin ardından %30’u aşmıştır. Toplantı tutanaklarının yanı sıra ekonomiye ilişkin olumlu veri akışının ve başta Fed Başkanı Janet Yellen olmak üzere Fed yetkililerinin yaptığı faiz artırımını destekleyici yöndeki açıklamaların da etkisiyle özellikle Mayıs ayının ikinci yarısında bu yıl içinde faiz artırımına gidilmesi ihtimali güçlenmiştir. Bununla birlikte, Haziran ayı başında açıklanan Mayıs ayına ilişkin tarım dışı istihdam verisinin 38 bin kişi ile piyasa beklentilerinin oldukça altında kalması, faiz artırım beklentilerinin yeniden zayıflamasına neden olmuştur.

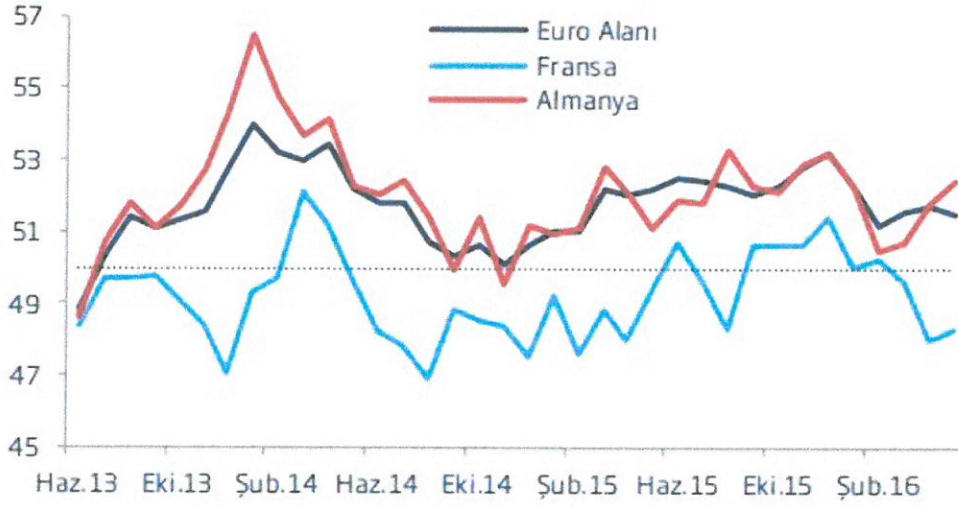
ABD’de kısa vadeli faizlerde kaydedilen yükseliş ve dolarda Mayıs ayı boyunca gözlenen değer kazanma eğilimi de faiz artırım beklentilerini desteklemektedir. Fed’in yaklaşık 10 yılın ardından ilk faiz artırımını gerçekleştirdiği geçtiğimiz Aralık ayında da kısa vadeli tahvil faizlerinin yön açısından uzun vadeli tahvil faizlerinden belirgin bir şekilde ayrıştığı gözlenmişti.

2016 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %1,5 oranında büyüyen Euro Alanı ekonomisinde ikinci çeyreğe ilişkin açıklanan veriler ekonomik aktivitenin ılımlı seyrini sürdürdüğüne işaret etmektedir. Mayıs ayına ait PMI verilerine göre Almanya’da imalat sanayi son 5 ayın en olumlu performansını sergilerken Fransa’da sektördeki daralma ivme kaybetmiştir. Güven göstergelerinde de iyileşme eğilimi sürmektedir. Tüketici güven endeksi Mart ayının ardından Nisan ayında da sınırlı da olsa yükselmiştir.



Öte yandan, enflasyonda zayıf bir görünüm izlenmektedir. Tüketici fiyatları öncü verilere göre Mayıs'ta yıllık bazda -%0,1 düzeyinde gerçekleşerek ECB'nin aldığı tedbirlere dair soru işaretlerinin artmasına neden olmuştur.

Euro Alanı İmalat Sanayi PMI



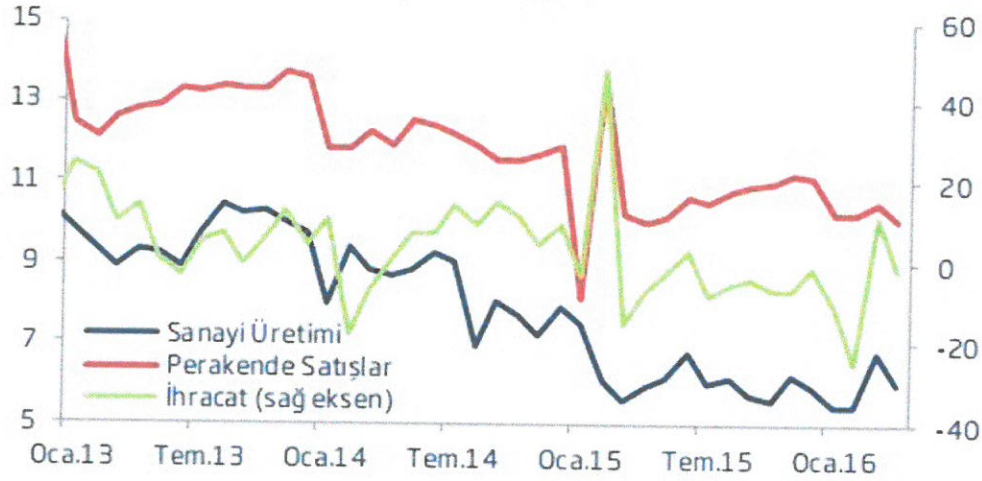
Avrupa Merkez Bankası (ECB) 2 Haziran'da gerçekleştirdiği toplantısında beklentilere paralel olarak para politikasında bir değişikliğe gitmemiştir. 2016 yılı için daha önce %1,4 olarak açıkladığı büyüme beklentisini %1,6'ya çıkaran ECB, enflasyon tahminini de %0,1'den %0,2'ye yükseltmiştir.

ECB Başkanı Draghi toplantının ardından yaptığı açıklamada, son dönemde açıklanan verilerin yılın ikinci çeyreğinde ekonomik büyümenin ilk çeyreğe nazaran yavaşlasa da sürdüğüne işaret ettiğini belirtmiştir. Enflasyonun hedefe doğru istikrarlı bir görünüm kazanana dek varlık alımlarının devam edeceğini vurgulayan Draghi, varlık alımları sonlandırıldıktan sonra bile faiz oranlarının mevcut veya daha düşük seviyelerde tutulmaya devam edilebileceğini ifade etmiştir.

Mart ayına ilişkin açıklanan ekonomik verilerin genel olarak umut verici bir tablo çizmesinin ardından Çin ekonomisinin yumuşak bir geçiş sürecinde olduğu yönündeki yorumlar güç kazanmıştı. Nisan'da sanayi üretimi, perakende satışlar ve sabit sermaye yatırımı harcamaları gibi verilerin beklentilerden olumsuz bir görünüm sergilemesi ise, bu yorumları arka plana itmiştir. İhracat da Mart'taki güçlü performansının ardından Nisan'da zayıf bir performans kaydetmiştir.

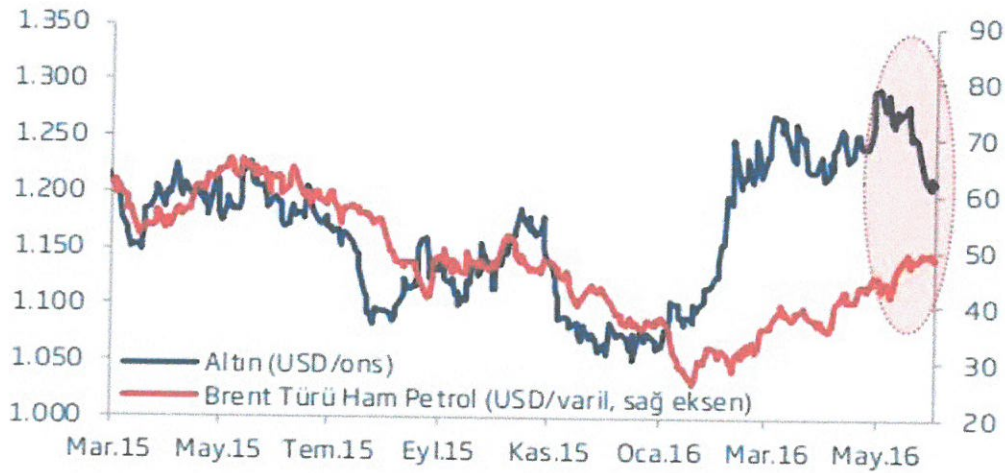
Çin'de Ekonomik Aktivite

(yıllık % değişim)



Mayıs'ta önemli petrol üreticisi ülkelerde meydana gelen zorunlu arz kesintileri petrol fiyatlarını yukarı yönlü desteklemiştir. Bu dönemde, bazı uluslararası finans kuruluşlarının yılsonu petrol fiyatı tahminlerini yükseltmesi de fiyatlara destek sağlamıştır. Mayıs ayının son haftasında ise 2 Haziran'daki OPEC toplantısına dair karamsar öngörülerin yanı sıra İranlı yetkililerin petrol üretimini yaptırımlar öncesi seviyelere çıkarana kadar üretimi dondurma yönünde karar almayacaklarını açıklamaları fiyatlar üzerinde baskı yaratmıştır. ABD dolarının uluslararası piyasalarda değer kazanma eğilimi sergilemesi de bu durumu pekiştirmiştir. Brent türü ham petrolün varil fiyatı Ocak ortasında indiği seviyelerden %80 civarında yükselerek 31 Mayıs'ta 48 USD/varil olmuştur.

Altın ve Petrol Fiyatları

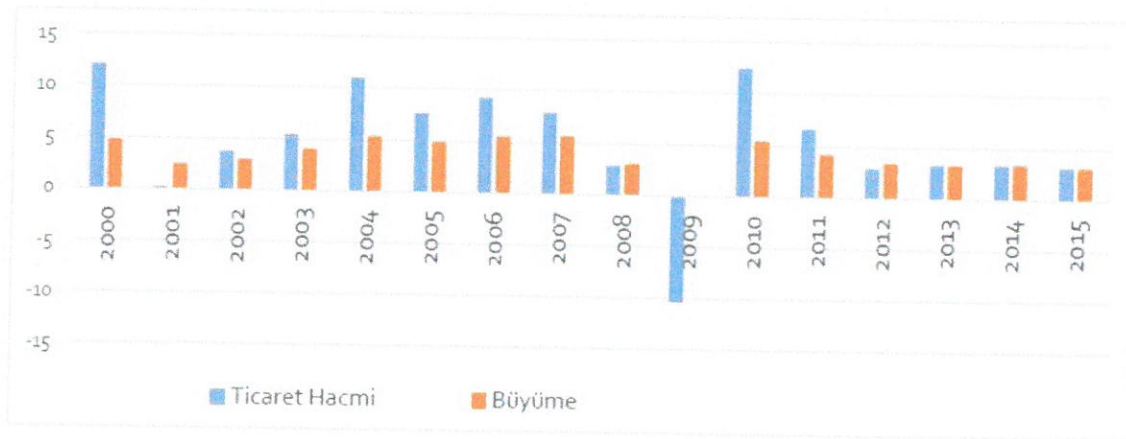


Mayıs ayının ilk günlerinde 1.300 USD/ons düzeylerini test eden altın fiyatları, ABD dolarının başlıca para birimleri karşısında güçlenmesiyle ayın geri kalanında aşağı yönlü hareket etmiştir. 2 Mayıs tarihinde 1.304 USD/ons seviyesinin üzerine çıkan altın fiyatları, o tarihten Mayıs sonuna dek %6,8 gerileyerek 1.215 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Gelişmiş ülkelerden ithal edilen kriz sonrası ucuz finansman ve artan sermaye girişleri ile hızlı büyüme oranları yakalayan gelişmekte olan ülkelerin bugünlerde yüzü gülmemektedir. Geçtiğimiz yıl yoğun sermaye çıkışları görülen gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızları neredeyse yarı yarıya azalmıştır. Çin başta olmak üzere yüksek özel sektör borcu-düşük talep sarmalına yakalanan pek çok gelişmekte olan ülke vardır. Hindistan bu grupta belki de büyüme oranını yüksek tutabilen tek ülkedir. Tabii düşen petrol fiyatının Rusya gibi petrol ihracatçılarını resesyona soktuğunu da unutmamak gerekir.

Kriz nasıl gelişmiş ülkelerde başlayıp gelişmekte olan ülkeleri vurduysa şimdi de bu grupta büyüme ve talebin yavaşlaması başta Avrupa olmak üzere gelişmiş ülkeleri zorlamaktadır. Küresel ticaretteki düşüşün en önemli nedenlerinden biri budur. Dünya ticaret endeksleri alışılmadık düşük seviyelerinde seyretmektedir. Para birimleri önemli ölçüde değer kaybetmesine rağmen gelişmekte olan ülkelerin ihracatı talep etkisiyle artmak yerine azalmaktadır. Yabancı para cinsinden borçları ise giderek artmaktadır. Küresel finans piyasalarının Çin ve petrol fiyatı haberleri ile dalgalanıyor olmasının en önemli nedeni bunlardır. Dünyada adeta güvenilir liman kalmamış durumda. Bu ortamda reel sektör yatırımlarının zayıf seyretilmesine belki şaşırmamak gerekmektedir. Gelişmiş ülke Merkez Bankaları negatif faizle likiditeyi reel sektöre aktarmaya çalışırken, gelişmekte olan ülkeler ise faiz artırımları ya da reform sözleriyle ile sermayeyi tekrar çekmeye çalışmaktadır.

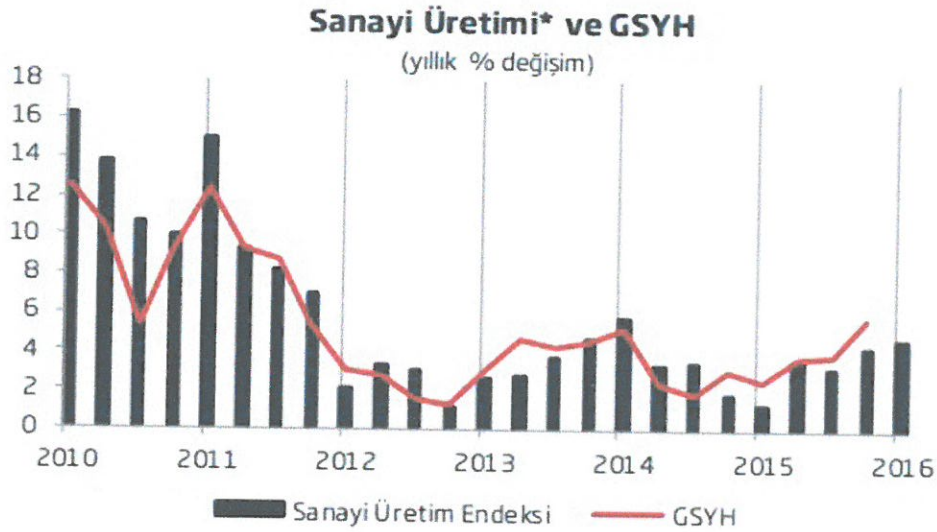
Küresel Ticaret Hacmi ve Büyüme (%)



3.2. Türkiye Ekonomisi

Şubat'ta gerilemeye devam eden işsizlik oranı geçen yılın aynı dönemine göre 0,3 puan azalarak %10,9 olmuştur. Bu dönemde yatay bir seyir izleyen işsiz sayısı 3,2 milyon düzeyinde gerçekleşmiştir. Diğer işgücü göstergelerinde de nispeten olumlu bir performans gözlenmiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmış işgücü göstergeleri incelendiğinde, işsizlik oranının %9,9 ile Mayıs 2014'ten bu yana ilk kez tek haneli seviyeye indiği görülmektedir.

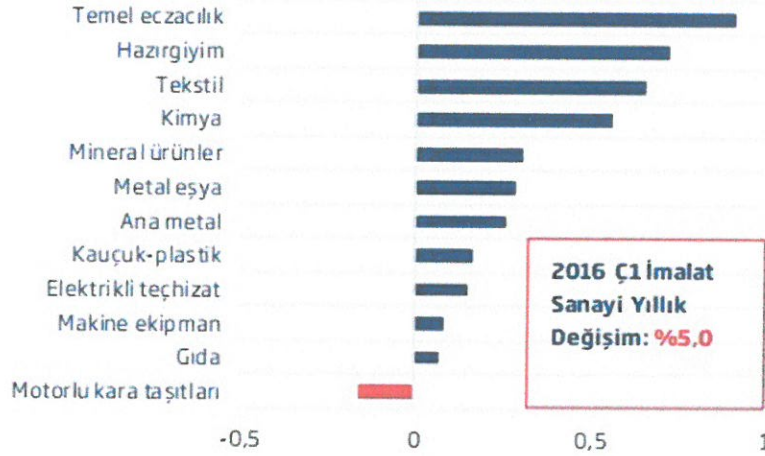
Sanayi üretimi Mart'ta bir miktar ivme kaybetmekle birlikte yükselişini sürdürmüştür. Takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi Mart'ta yıllık bazda %2,9 artış kaydetmiştir. Yılın ilk çeyreğinde de sanayi üretimindeki yükseliş %4,7 olmuştur. Sanayi üretimindeki artış dikkate alındığında, ilk çeyrekte ekonomik büyümenin %5 civarında gerçekleştiği tahmin edilmektedir.



Yılın ilk çeyreğinde imalat sanayiinde kaydedilen %5'lik yükseliş dikkat çekmektedir. Bu dönemde hazır giyim ve tekstil sektörleri imalat sanayiinin performansına 1,38 puanlık katkı sağlarken, eczacılık ve kimya katkı veren diğer sektörler olmuştur. 2015 yılında imalat sanayi üretimine en yüksek katkıyı yapan motorlu kara taşıtları imalatı ise bu yılın ilk üç ayında endeksteki artışı sınırlandırıcı etkide bulunmuştur.

İmalat Sanayi Büyümesine Katkılar

(2016 Ç1, % puan)

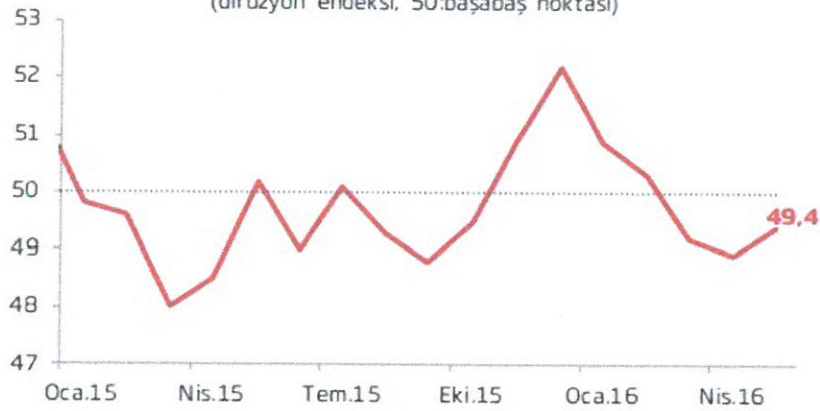


Nisan ayına ait konut satış istatistiklerine göre, borçlanma yoluyla konut ediniminde son dönemde yaşanan düşüş hız kazanmıştır. Nisan ayında konut satışları geçtiğimiz yılın aynı ayına göre %10,9 daralırken, aynı dönemde ipotekli konut satışlarındaki düşüş %27,4'e ulaşmıştır. Yılın ilk dört ayında ise, 2015'in aynı dönemine kıyasla %1,61 azalışla 410 bin adet konut satışı gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde ipotekli konut satışları %19,9 oranında azalırken, diğer satışlar %10 oranında artmıştır.

İmalat sanayi PMI endeksi Mayıs ayında art arda üçüncü kez sektörde daralmanın sürdüğüne işaret etmiştir. Endeks 50 eşik değerinin altında kalsa da sınırlı oranda iyileşme kaydetmiştir. Nisan'da 48,9 olan endeks, Mayıs ayında 49,4'e yükselmiştir. Üretim, yeni siparişler ve ihracattaki daralmanın Nisan ayına kıyasla hız kestiği görülürken, firmalar işe alımlarını sürdürmüştür. Ancak, firmaların hem girdi hem de nihai ürün stoklarını azalttıkları izlenmiştir.

İmalat Sanayi PMI

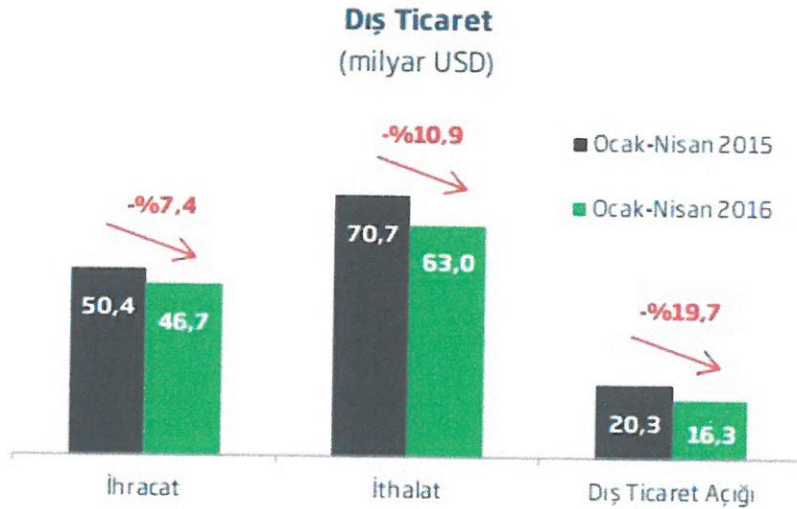
(difüzyon endeksi, 50:başabaş noktası)



Öncü göstergelerde Mayıs'ta bir önceki aya kıyasla genel olarak yataya yakın bir seyir hâkim olmuştur. Bu dönemde tüketici güven endeksi %0,4 ile sınırlı oranda artarken, mevsim etkilerinden arındırılmış reel kesim güven endeksi ile kapasite kullanım oranı değişim kaydetmemiştir. Tüketici güven endeksindeki yükselişe enflasyona ilişkin değerlendirmelerdeki iyileşmenin destek olduğu görülürken, reel kesim güven endeksini yukarı yönlü etkileyen en önemli faktörün son 3 aydaki toplam sipariş miktarı olduğu izlenmiştir. Reel kesim güven endeksinin diğer alt kalemlerinden gelecek 3 aya ilişkin ihracat siparişlerine ve üretim hacmine yönelik değerlendirmelerin bozulması ise, önümüzdeki döneme dair beklentileri olumsuz etkilemiştir.

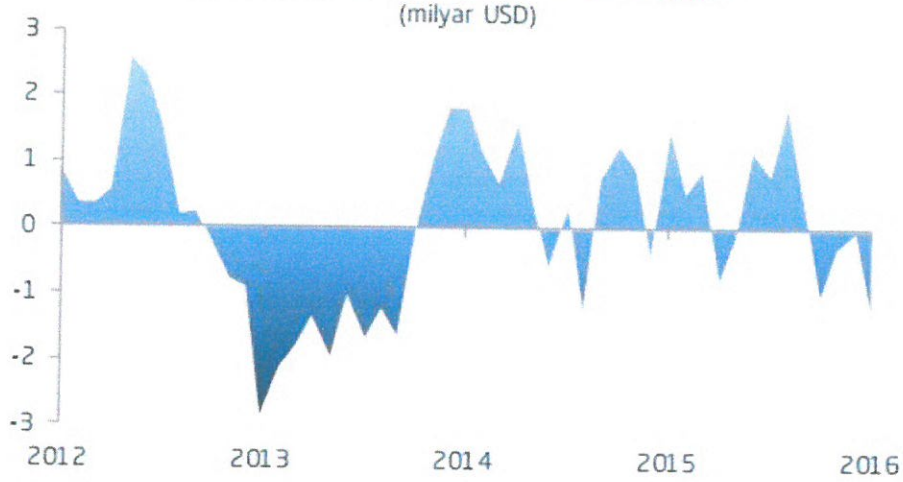
Nisan'da ihracat ve ithalat hacmi yıllık bazda sırasıyla %10,2 ve %11,9 oranında daralmıştır. Bu dönemde düşüş eğilimini hız keserek de olsa 9. ayına taşıyan dış ticaret açığı piyasa beklentilerine yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Öte yandan, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış verilere göre dış ticaret açığı aylık bazda ihracatın ithalattan daha hızlı daralmasına bağlı olarak art arda 2. ayında da genişlemiştir.

Yılın ilk dört ayında ihracat hacmi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7,4 daralarak 46,7 milyar USD olurken, ithalat hacmi %10,9 oranında düşerek 63 milyar USD'ye inmiştir. Böylece, dış ticaret açığı da yıllık bazda 4 milyar USD tutarında azalmıştır.



Nisan'da en çok ihracat yapılan ilk 10 fasıldan 5'i toplam ihracatı artış yönünde etkilemiştir. Toplam ihracat içinde %40'ın üzerinde paya sahip olan bu ürünlerin başında ihracatını yıllık bazda %8,3 oranında artıran motorlu kara taşıtları gelmektedir.

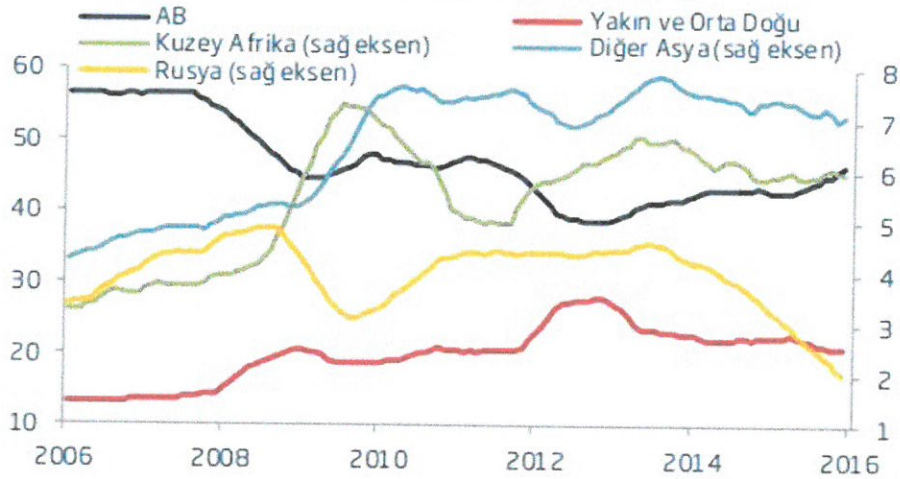
Net Altın İhracatındaki Yıllık Değişim



Motorlu kara taşıtlarını %8,2'lik yükselişle kazanlar ve makinalar izlerken, örme giyim eşyası ihracatındaki %10,8'lik artış da ihracatı desteklemiştir. Diğer taraftan, bu dönemde altın ihracatındaki düşüşün etkisiyle kıymetli taşlar ve metallerin ihracatı 1 milyar USD'den fazla azalarak ihracat performansını baskı altında bırakmıştır. Ayrıca, demir ve çelik ihracatındaki gerilemenin Nisan'da hız kazanması da dış ticaret görünümünü olumsuz etkilemiştir.

Başlıca İhracat Pazarları

(12 aylık kümülatif, toplam ihracata % oran)



AB ülkelerine yönelik ihracat Nisan'da yıllık bazda %7,5'lik artışla 5,7 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylece, geçtiğimiz yılın Nisan ayında %39,5 olan AB ülkelerinin toplam ihracatımız içindeki payı bu yılın aynı döneminde %47,3 olmuştur. Diğer taraftan, Irak ve Rusya gibi sorunların yaşandığı ihracat pazarlarımızla olan ticaret ilişkileri de zayıflamayı sürdürmüştür. Geçtiğimiz yılın Nisan

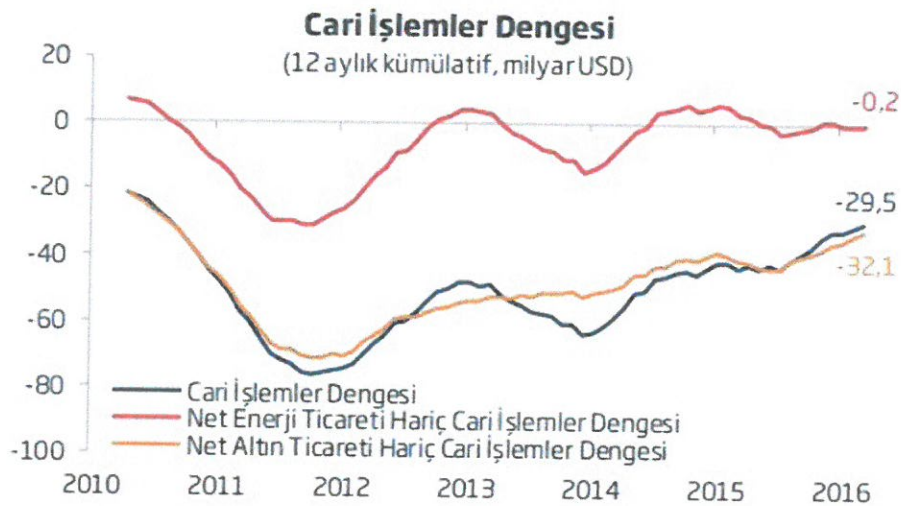
ayında en çok ihracat yaptığımız 12. ülke olan Rusya bu yılın aynı döneminde 22. sıraya inmiştir. 12 aylık kümülatif verilere göre Irak'a yapılan ihracat da yıllık bazda %20'nin üzerinde daralmıştır.

2 yıla yakın bir süredir yıllık bazda düşüş eğilimi sergileyen mineral yakıtlar ve yağlar ithalatı Nisan ayında kazanlar ve makinalar ithalatının altına gerilemiştir. Bu dönemde mineral yakıtlar ve yağlar ithalatı geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %33,8 düşerken, kazanlar ve makinalar ithalatı %5,7 artmıştır. Ayrıca, başta ara malı ithalatı olmak üzere mal gruplarına göre ithalat hacminde genele yayılan düşüş devam etmiştir.

Son dönemde yukarı yönlü hareketlerin gözlemlendiği petrol fiyatlarının yanı sıra başta AB ülkeleri kaynaklı olmak üzere dış talebin seyri dış ticaret dengesi açısından belirleyici olmaya devam edecektir. Irak ve Rusya gibi ihraç pazarlarımızdaki sorunların sürmesi beklenirken, iç talebin canlılığını koruması ile birlikte ithalattaki düşüşün bir miktar ivme kaybetmesi önümüzdeki aylarda dış ticaret rakamlarını olumsuz etkileyebilecektir.

Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan verilere göre, Mayıs'ta ihracat yıllık bazda %10 artarak toparlanma kaydederken, ithalattaki düşüş sürmüştür. Böylece, dış ticaret açığındaki daralma yıllık bazda Mayıs'ta %26,1, yılın ilk beş ayı itibarıyla da %21,1 olmuştur.

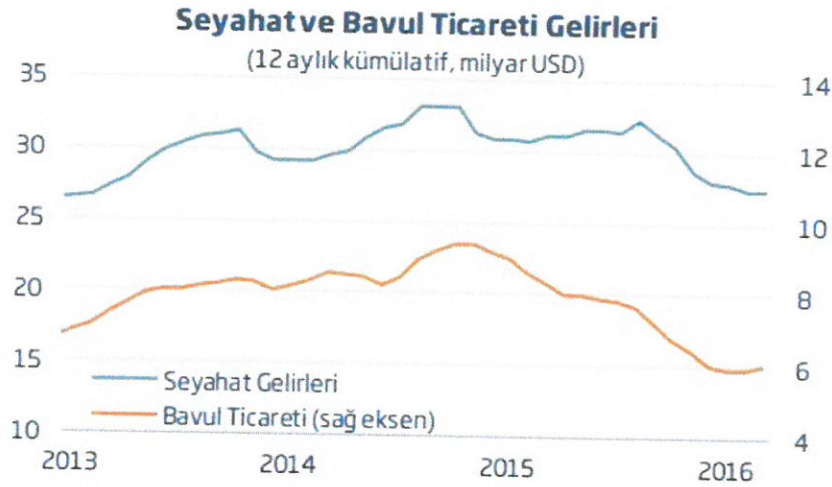
Mart ayında cari açık yıllık bazda %22,9 oranında daralarak 3,7 milyar USD düzeyinde gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde de cari açık 2015'in aynı dönemine kıyasla %25,1 oranında azalarak 7,9 milyar USD olmuştur. Söz konusu olumlu performansta, büyük ölçüde dış ticaret açığındaki daralma etkili olmuştur.



12 aylık kümülatif verilere göre cari açık Mart ayında da gerilemeye devam etmiştir. Şubat ayına kıyasla 1,1 milyar USD tutarında azalan 12 aylık cari açık Mart'ta 29,5 milyar USD düzeyine inmiştir. Böylece açık, 2010 yılı Temmuz ayından bu yana en düşük değerini almıştır.

Mart'ta toplam mal ihracatı 2015'in aynı ayına kıyasla %3,2 artarken, ithalattaki düşüş ivme kaybetmekle birlikte devam etmiştir. Aynı dönemde cari açık 1,1 milyar USD tutarında azalırken, dış ticaret dengesindeki daralma 1,3 milyar USD ile cari dengedeki daralmanın üzerinde gerçekleşmiştir.

Çeyreklik bazda değerlendirildiğinde, ihracattaki sınırlı düşüşe karşın ithalatın %10'un üzerinde azaldığı görülmektedir. Bu çerçevede, dış ticaret tarafındaki gelişmeler cari dengeye olumlu yansımıştır. Diğer yandan, bu dönemde seyahat gelirlerindeki %16,8'lik düşüşün etkisiyle hizmetler dengesi cari açık üzerinde baskı yaratmaya devam etmiştir.



Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında yaşanan artışın etkisiyle Mart ayında Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları da hız kazanmıştır. Şubat'ta 1,1 milyar USD'lik sermaye girişinin kaydedildiği portföy yatırımları kalemi, Mart'ta cari açığın finansmanında 2,7 milyar USD tutarında katkıda bulunmuştur. Devlet iç borçlanma senetleri piyasasında 0,5 milyar USD, hisse senetleri piyasasında 1 milyar USD'lik giriş yaşanmıştır. Yurt dışında ihraç edilen tahvil ve bonolar vasıtasıyla genel hükümet 0,7 milyar USD, diğer sektörler 0,8 milyar USD tutarında net borçlanmıştır. Böylece, ilk çeyrekte portföy yatırımları kaleminde kaydedilen net sermaye girişi 2,6 milyar USD olmuştur. 2016 yılının başından itibaren doğrudan yatırımlarda gözlenen zayıf performans Mart ayında da sürmüştür. Net doğrudan yatırımlardaki düşüş ilk çeyrekte yıllık bazda yaklaşık %60 olmuştur.

Türkiye'ye Net Sermaye Girişlerinin Dağılımı
(12 aylık kümülatif, milyon USD)

			Sermaye Girişlerinin Dağılımı (%)	
	Aralık 2015	Mart 2016	Aralık 2015	Mart 2016
Cari İşlemler Dengesi	-32.136	-29.491	-	-
Toplam Net Yabancı Sermaye Girişi	20.305	23.400	100,0	100,0
- Doğrudan Yatırımlar	11.725	9.828	57,7	42,0
- Portföy Yatırımları	-15.498	-11.137	-	-
- Diğer Yatırımlar	14.800	16.535	72,9	70,7
- Net Hata ve Noksan	9.299	8.179	45,8	35,0
- Diğer	-21	-5	0,1	0,0
Rezervler⁽¹⁾	11.831	6.091	-	-

(1) Rezervler, toplam net sermaye girişleri ile cari denge arasındaki fark olup (-) değer rezerv artışını, (+) değer rezerv azalışını ifade etmektedir.

Diğer yatırımlarda Mart ayında 0,7 milyar USD tutarında giriş kaydedilmiştir. Yurt içi bankaların yurt dışı muhabirlerindeki efektif ve mevduat varlıklarındaki artışın Şubat ayına kıyasla gerilemesi bu gelişmede etkili olmuştur. İlk iki ayda 3,7 milyar USD düzeyinde gerçekleşerek diğer yatırımların seyrinde önemli rol oynayan yurt dışı bankaların yurt içindeki bankalarda tuttukları TL cinsi mevduattaki artış Mart'ta 0,1 milyar USD olmuştur.

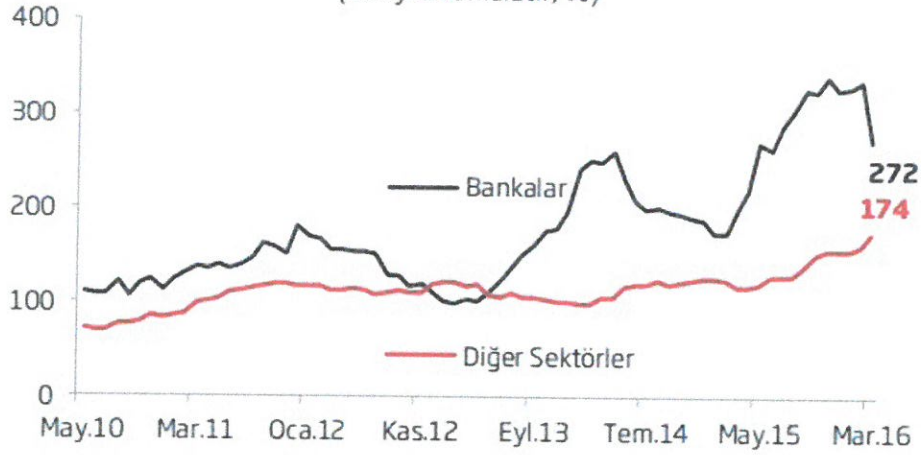
Mart ayında bankacılık sektörü gerek kısa vadede gerekse uzun vadede net kredi ödeyicisi olmuştur. Bu dönemde sektör net 1,5 milyar USD geri ödeme gerçekleştirmiştir. Diğer sektörler kısa vadede net kredi ödeyicisi, uzun vadede ise net kredi kullanıcısı konumundadır. Bankacılık dışı sektörlerin net uzun vadeli kredi kullanımları Mart'ta 1,9 milyar USD, ilk çeyrekte ise 3,1 milyar USD olmuştur.

12 aylık kümülatif verilere göre, bankacılık sektörünün uzun vadeli borç çevirme oranı bir önceki aya göre hızlı bir şekilde gerilemekle birlikte halen yüksek seviyededir. Diğer sektörlerin uzun vadeli borç çevirme oranı ise yükselişini sürdürmektedir.

Mart ayında rezervler 1,5 milyar USD artarken, net hata ve noksan kaleminde 1,1 milyar USD tutarında giriş kaydedilmiştir. Net hata ve noksan kaleminde kaydedilen sermaye girişinin cari açığa oranı ilk çeyrekte %36 olmuştur.



Uzun Vadeli Borç Çevirme Oranları (12 aylık kümülatif, %)



Dış ticaret açığındaki daralma cari dengedeki iyileşme eğilimini desteklemektedir. Jeopolitik gelişmelerin olumsuz etkileri ise özellikle seyahat gelirleri kanalından kendini hissettirmektedir. Seyahat gelirlerindeki zayıf seyrin önümüzdeki aylarda ivme kazanması halinde cari denge üzerinde daha fazla baskı yaratması beklenmektedir.

Merkezi yönetim bütçesi Nisan ayında geçtiğimiz yılın aynı ayına göre 4 milyar TL artışla 5,4 milyar TL fazla vermiştir. Faiz dışı denge tarafında da 8 milyar TL fazla veren bütçe, 2015'in Nisan ayına paralel bir görüntü çizmiştir.

Yılın ilk dört ayında, merkezi yönetim bütçe fazlası 5,4 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. 2015'in aynı döneminde 4,1 milyar TL açık veren bütçenin bu yılki güçlü performansında özellikle teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile sermaye gelirlerindeki artış önemli rol oynamıştır.

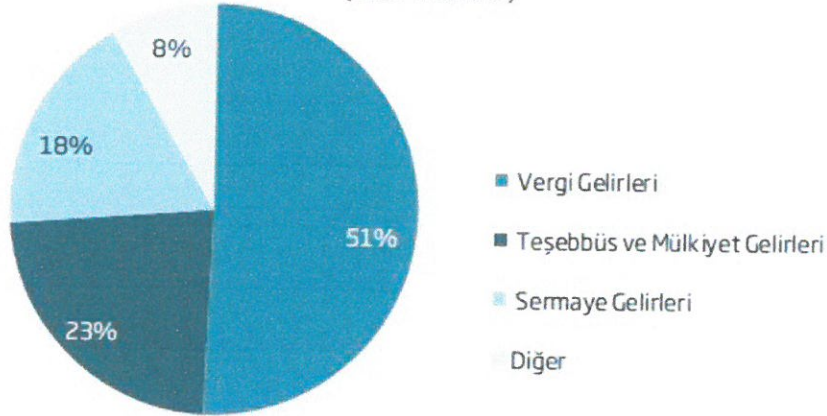
Nisan ayında bütçe gelirleri yıllık bazda %15,7 oranında artmıştır. Teşebbüs ve mülkiyet gelirleri geçtiğimiz yılın aynı ayına kıyasla 5,7 milyar TL yükselerek bütçe gelirlerindeki 6,7 milyar TL'lik artışın %85'ini oluşturmuştur. Söz konusu artışta TCMB'nin 2015 kârının Hazine'ye aktarılmasının da etkili olduğu düşünülmektedir. Mart ayında bütçe performansına önemli katkı yapan özelleştirme gelirlerinin ise Nisan ayında bütçeye hiç katkı sağlamadığı görülmektedir.

Bütçenin diğer gelir kalemleri de Nisan ayında nispeten yatay seyretmiştir. Vergi gelirleri Nisan'da yıllık bazda yalnızca %1,7 yükselmiştir. Bu dönemde ithalde alınan KDV'nin 1,1 milyar TL tutarında azalması

dikkat çekmektedir. Dahilde alınan KDV ile ÖTV gelirlerinin sırasıyla %3,5 ve %5,6 ile ılımlı arttığı ayda gelir vergisi %14,8 ile nispeten daha güçlü yükselmiştir.

Bütçe Gelirlerindeki Artışın Dağılımı

(Ocak-Nisan, %)

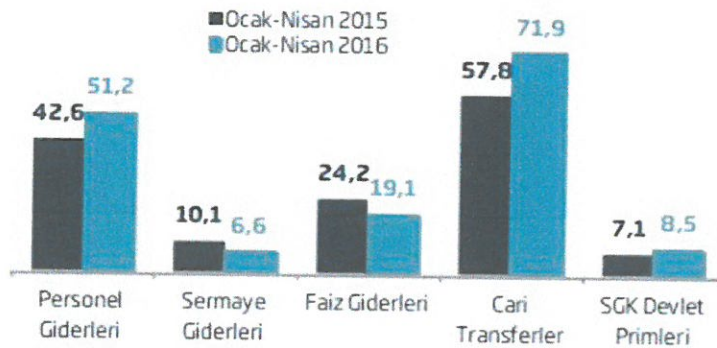


İlk 4 ayda ise, bütçe gelirleri 2015'in aynı dönemine göre %16,2 yükselmiştir. Gelirlerde yaşanan 25,3 milyar TL'lik büyümenin yarıdan fazlası vergi gelirlerindeki yükselişten kaynaklanırken, teşebbüs ve mülkiyet gelirleri ile sermaye gelirleri bu dönemde bütçe performansına olumlu katkı sağlamıştır. Gelirlerdeki artıştan bu iki kalem sırasıyla %23,2 ve %17,6 pay almıştır.

Nisan ayında bütçenin olumlu performansında rol oynayan etkenlerden bir diğeri de bütçe harcamalarındaki yavaş büyüme olmuştur. Bu dönemde bütçe harcamaları faiz giderlerinde yaşanan 3,4 milyar TL'lik düşüşün desteğiyle bütçe görünümünü olumlu etkilemiştir. Öte yandan, personel giderleri, mal ve hizmet alımları ile cari transferlerdeki artışlar Nisan ayında bütçedeki olumlu performansı sınırlandırmıştır.

Bütçe Harcamaları

(milyar TL)



Faiz harcamalarındaki düşüşün bütçe üzerindeki olumlu etkisi ilk dört aya ait rakamlarda da izlenmektedir. Bu dönemde sermaye giderlerindeki gerileme de harcamalardaki artışı sınırlandırmıştır. Öte yandan, cari transferlerde Ocak-Nisan döneminde kaydedilen 14,1 milyar TL'lik artış, bütçe harcamalarındaki 15,8 milyar TL'lik yükselişte önemli rol oynamıştır.

Merkezi Yönetim Bütçesi

(milyar TL)

	Nisan			Ocak-Nisan			2016 Bütçe	
	2015	2016	% Değişim	2015	2016	% Değişim	Hedefi	Gerç./ Hedef (%)
Harcamalar	41,6	44,3	6,6	160,2	176,0	9,9	570,5	30,9
Faiz Harcamaları	6,1	2,7	-55,9	24,2	19,1	-20,8	56,0	34,2
Faiz Dışı Harcamalar	35,5	41,7	17,3	136,0	156,9	15,3	514,5	30,5
Gelirler	43,0	49,7	15,7	156,2	181,4	16,2	540,8	33,5
Vergi Gelirleri	31,9	32,4	1,7	128,2	141,0	10,0	459,2	30,7
Diğer Gelirler	11,1	17,3	56,1	28,0	40,4	44,6	81,7	49,5
Bütçe Dengesi	1,4	5,4	289,7	-4,1	5,4	-	-29,7	-
Faiz Dışı Denge	7,5	8,0	7,8	20,1	24,6	22,0	26,3	93,3

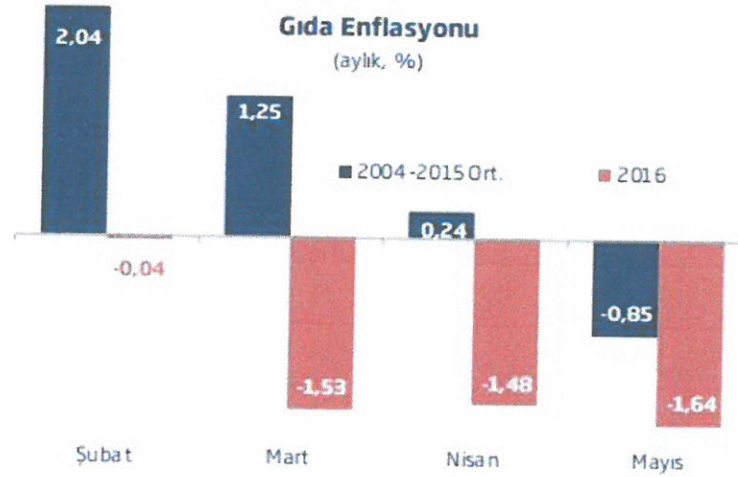
2016 yılının ilk dört ayında bütçe gerçekleştirmeleri yılsonu hedeflerine kıyasla olumlu bir görünüm sergilemiştir. Bununla birlikte, asgari ücret artışı nedeniyle cari transferler ile personel giderlerindeki yukarı yönlü baskının bütçe performansını sınırlandırma ihtimali bulunmaktadır. Ayrıca, bütçe gelirleri içindeki tek seferlik gelirlerin payının yüksekliği, bütçenin sağlıklı görünümüne dair soru işaretlerini beraberinde getirmektedir.

Mayıs	TÜFE		Yurt İçi ÜFE	
Değişim (%)	2015	2016	2015	2016
Aylık	0,56	0,58	1,11	1,48
Yılsonuna Göre	5,30	3,15	5,22	2,77
Yıllık	8,09	6,58	6,52	3,25
Yıllık Ortalama	8,45	7,71	6,98	5,19

Mayıs'ta TÜFE bir önceki aya göre %0,58 ile %0,78 olan piyasa beklentisinin altında yükselmiştir. Yurt İçi ÜFE (Yİ-ÜFE) ise %1,48 ile son sekiz yılın en yüksek Mayıs ayı artışını kaydetmiştir. Yıllık TÜFE enflasyonu Mayıs'ta da düşük seyrini sürdürerek %6,58 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık Yİ-ÜFE enflasyonu ise, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarında son dönemde gözlenen toparlanmayla birlikte Nisan ayına göre 38 baz puan yükselerek %3,25 olmuştur.

Şubat'tan bu yana aylık bazda gerileyen gıda fiyatlarında, son yılların ortalamasına kıyasla oldukça olumlu bir performans gözlenmektedir. TÜFE'de %24 oranında ağırlığa sahip olan gıda fiyatları Mayıs'ta aylık bazda TÜFE enflasyonunu 38 baz puan aşağı çekmiştir. Bu dönemde gıda fiyatları yıllık TÜFE

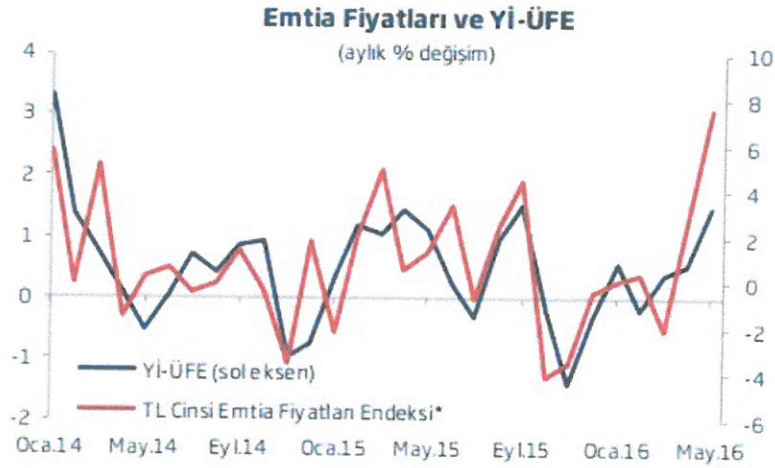
enflasyonuna ise 58 baz puan artırıcı yönde etki etmiştir. Gıda grubunun dışında ev eşyası alt kalemi de enflasyonu düşük oranda da olsa sınırlandırmıştır.



Öte yandan, Nisan ayında olduğu gibi Mayıs'ta da mevsimsel faktörler TÜFE'yi yukarı yönlü etkilemiştir. Fiyatların son üç aydır yukarı yönlü hareket ettiği giyim ve ayakkabı grubu aylık TÜFE enflasyonuna 58 baz puan ile en yüksek katkıyı yapmıştır. Bu grubu, sırasıyla 15 ve 6 baz puanlık sınırlı katkılarla ulaştırma ve konut grupları takip etmiştir.



Çekirdek enflasyon göstergelerinde döviz kurlarının enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalmasıyla birlikte iyileşme sürmüştür. Böylece, geçtiğimiz aylarda sıkça dile getirilen manşet enflasyon ile çekirdek enflasyon arasında genişleyen makas bir miktar daralmıştır. Nitekim, bu dönemde TCMB'nin yakından izlediği H ve I endekslerindeki yıllık artışlar sırasıyla %9,2'den %8,7'ye ve %9,4'ten %8,8'e inmiştir. Öte yandan, Mayıs'ta TL'de gözlenen hızlı değer kaybı göz önüne alındığında çekirdek enflasyon göstergeleri üzerindeki riskler önümüzdeki dönemde yeniden artabilecektir.



Yİ-ÜFE'nin seyrinde Mayıs'ta küresel emtia fiyatlarında son dönemde kaydedilen nispi toparlanma önemli rol oynamıştır. TL bazında CRB emtia fiyatları endeksinin bu dönemde TL'deki değer kaybına da bağlı olarak %7,5 ile Ağustos 2011'den bu yana en hızlı aylık artışını kaydetmesi dikkat çekmiştir. Ana sanayi gruplarına göre incelendiğinde de enerji fiyatlarında son üç aydır gözlenen artışın ivme kazandığı görülmektedir.

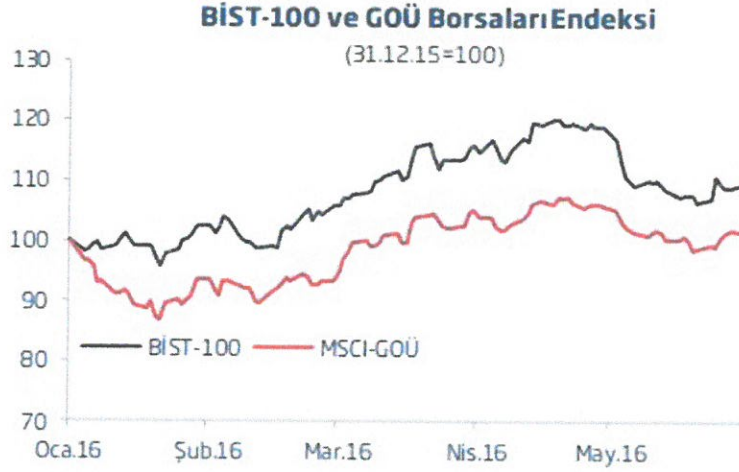
Haziran'da giyim ve ayakkabı ile işlenmemiş gıda fiyatlarının mevsimsel faktörlere bağlı olarak düşmesi beklenmektedir. Diğer yandan, emtia fiyatlarındaki toparlanmanın yanı sıra TL'nin zayıf seyretmesi enflasyon görünümü açısından risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, son aylarda yıllık TÜFE enflasyonunda dip noktanın görüldüğünü ve yönün ilerleyen dönemde yukarı yönlü olacağını düşünüyoruz.

Küresel piyasalarda Mayıs ayının başından itibaren yeniden temkinli bir hava etkili olmuştur. Bu dönemde gerek Fed'in yaz aylarında faiz artırımına gideceğine dair beklentilerin güçlenmesi gerekse Çin'de iktisadi faaliyetin gücüne ilişkin yeniden oluşan soru işaretleri küresel risk iştahını azaltmıştır. Bu gelişmeler özellikle gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde baskı yaratmıştır. Mayıs'ın son haftasında ise, ABD borsalarında yaşanan yükselişlerin küresel piyasalara da yansıdığı izlenmiştir.

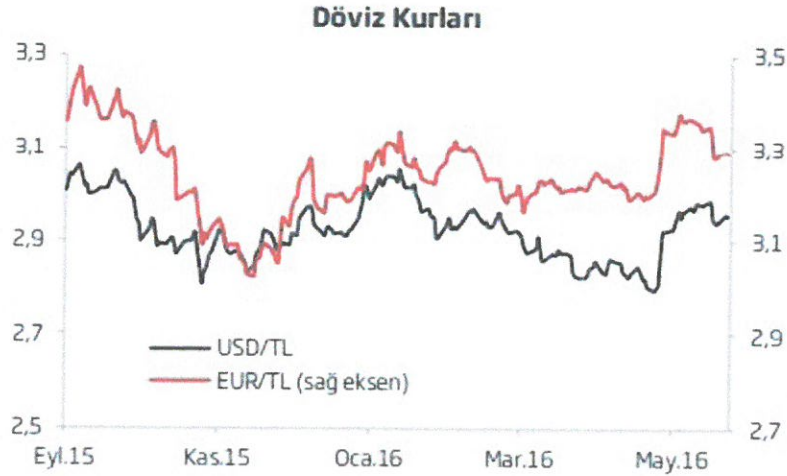
Mayıs ayının ilk haftasında ortaya çıkan siyasi belirsizlik yurt içi piyasalarda satış baskısını artırmıştır. Mayıs ayının sonlarına doğru açıklanan yeni ekonomi yönetiminin piyasalar tarafından olumlu karşılanmasıyla yurt içine yönelik risk algısının iyileştiği gözlenmiştir.

[Signature]

Küresel piyasalardaki yukarı yönlü hareket paralelinde Nisan ayı ortasında 87.000 düzeyine yaklaşan BİST-100 endeksi, ayın kalan kısmında oluşan temkinli havaya bağlı olarak bir miktar gerilemiştir. Mayıs ayında ise, yurt içi siyasi gelişmelerin gündemde öne çıkması hisse senedi piyasasında satışları beraberinde getirmiştir. Endeks, 31 Mayıs'ta Nisan sonuna kıyasla %8,8 gerileyerek 77.803 düzeyinde gerçekleşmiştir.



Nisan ayını 2,80 seviyesinin altında tamamlayan USD/TL kuru, yurt içindeki siyasi gelişmelerin etkisiyle 28 Ocak'tan bu yana ilk defa 3 düzeyini aşmıştır. Siyasi tansiyonun düşmesinin ardından kur aşağı yönlü hareket etmiştir. Ancak, ABD dolarındaki değerlenme eğilimi USD/TL kurunda yükselişe yol açmıştır. Nisan sonuna kıyasla %5,5 yükselen USD/TL kuru 31 Mayıs itibarıyla 2,9480 olmuştur.

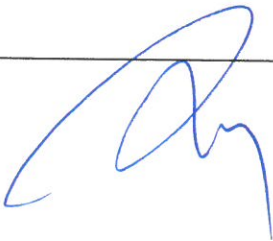


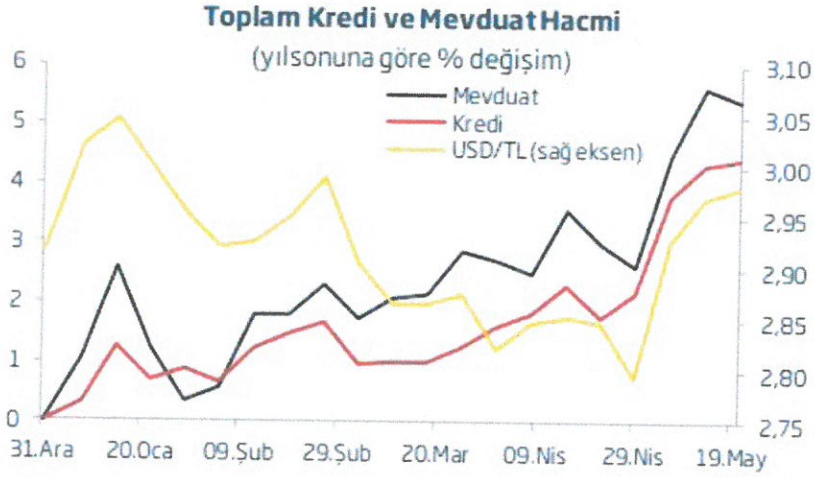
Nisan ayı sonunda %9 seviyesinin altını gören 2 yıl vadeli gösterge tahvilin faiz oranı, izleyen dönemde küresel gelişmelerin yanında yurt içi siyasi gündemin de etkisiyle yönünü yukarı çevirmiştir. Yeni Bakanlar Kurulunun açıklanmasının ve TCMB'nin faiz indiriminin ardından gösterge tahvilin faiz oranı yönünü yeniden aşağı çevirmiştir. 31 Mayıs itibarıyla 2 yıl vadeli gösterge tahvilin bileşik faizi %9,29 düzeyinde gerçekleşmiştir.

TCMB, 24 Mayıs'taki toplantısında faiz koridorunun üst bandını oluşturan gecelik borç verme faiz oranını beklentiler paralelinde 50 baz puan indirerek %9,50 düzeyine çekmiştir. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı (%7,5) ile gecelik borçlanma faiz oranında (%7,25) ise değişiklik yapılmamıştır. TCMB böylece, Mart ve Nisan aylarındaki toplam 75 baz puanlık indirimin ardından para politikasında sadeleştirme yönündeki adımlarına devam etmiştir.

Toplantı sonrasında yayımlanan karar metninde; yakın dönemde küresel oynaklıklarda bir miktar artış yaşandığını belirten Kurul, sıkı para politikası duruşunun, temkinli makro ihtiyati politika çerçevesinin ve Ağustos'ta yayımlanan yol haritasında belirtilen politika araçlarının etkili bir şekilde kullanılmasının ekonominin şoklara karşı dayanıklılığını artırdığını belirtmiştir. Kurul, son dönemde enflasyonda, temelde işlenmemiş gıda fiyatları kaynaklı olarak belirgin bir düşüş gözlemlendiğini, ancak çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileşmenin sınırlı olması nedeniyle likidite politikasındaki sıkı duruşun korunması gerektiğini dile getirmiştir.

Nisan ayında %11,1'e inerek bir yılı aşkın sürenin en düşük düzeyinde gerçekleşen mevduattaki yıllık büyüme, 20 Mayıs 2016 itibarıyla %15,3 olmuştur. Bu gelişmede, Mayıs ayı başında TL'de meydana gelen değer kaybı rol oynamıştır. Tasarruf sahiplerinin bir bölümünün YP varlıklarından kâr satışı yapması neticesinde YP mevduatın USD karşılığı Nisan sonuna göre %3,3 azalmıştır. Buna rağmen TL'deki değer kaybına bağlı olarak TL cinsinden YP mevduat hacmi %2,9 oranında artmıştır. TL mevduat hacminin de bu dönemde %2,6 oranında yükselmesi, uygun kur seviyelerinden YP mevduattan TL'ye geçiş olduğuna işaret etmektedir.

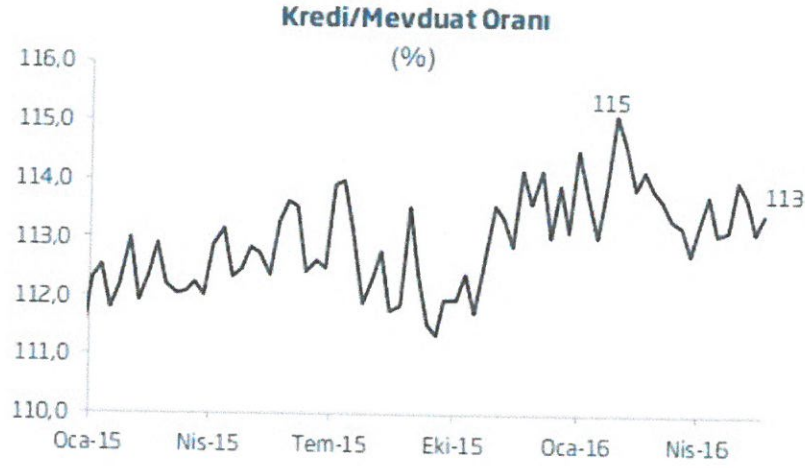




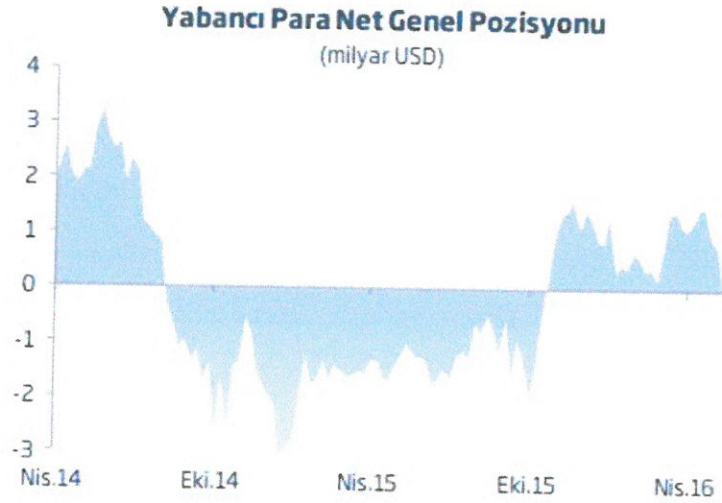
Kredi hacmindeki yıllık artış Nisan sonunda %12,2 ile son 6 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Bankaların kredi verme iştahı Mayıs ayında da düşük düzeyde kalmaya devam etmiştir. 20 Mayıs 2016 itibarıyla Nisan sonuna göre TL kredi hacmi neredeyse değişim göstermemiştir. Bu dönemde YP kredilerin USD karşılığı da önemli bir değişim kaydetmezken, YP kredi hacmi %6,2 oranında artmıştır. Bu durum, Mayıs ayında toplam kredi hacminde yaşanan artışın TL'deki değer kaybından kaynaklandığını göstermektedir.

BDDK Haftalık Bülten verilerine göre kredi/mevduat oranı 2015 sonundaki %114,5 seviyesinden 20 Mayıs itibarıyla 1,1 puan aşağı inmiştir. Sektörün tahsili gecikmiş alacaklar oranı ise %3,35 ile 2015 sonuna kıyasla 21 baz puan yükseliş kaydetmiştir.

Son dönemde yurt içi yatırımcıların menkul kıymet yatırımlarına yöneldiği görülmektedir. Nitekim, 2015'te nominal bazda bir önceki yıla kıyasla azalan bankaların emanet menkul kıymet portföyü, 20 Mayıs itibarıyla yıllık bazda %4,9 oranında artmıştır. Bu dönemde yurt içi yerleşiklerin portföyü %12,7 genişlerken, yurt dışı yerleşiklerin portföyü %3,7 daralmıştır.



Bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu 20 Mayıs 2016 itibarıyla bilanço içi kalemlerde (-) 21.378 milyon USD, bilanço dışında ise (+)21.750 milyon USD seviyesinde gerçekleşmiştir. Böylece, bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu (+)372 milyon USD olmuştur.



Şubat ayından itibaren küresel piyasalarda etkili olan olumlu havanın Mayıs ayı ile birlikte dağılmaya başladığı görülmektedir. Avrupa Birliği, Japonya ve Çin ekonomilerinin istikrar kazanmaktan uzak olduğu ve genel olarak yatırımcılar için temkinli bir tutum sergilemeyi gerektiren bir tablo çizmeye devam ettiği izlenmektedir. Petrol fiyatları ise, Ocak ayındaki dip seviyelerinden toparlanarak 50 USD/varil seviyelerine yakın seyreitse de halen küresel ekonomi ve piyasalar açısından önemli bir belirsizlik oluşturmaktadır. Daha da önemli bir belirsizlik kaynağı ise, Fed'in para politikasının ne yönde hareket edeceğidir. Mayıs ayının ortasından itibaren ABD'de faiz artırımının öne çekilebileceği yönündeki görüşler gündemde ağırlık kazansa da, Haziran başında açıklanan Mayıs ayı tarım dışı istihdam verileri bu beklentilerin yeniden

zayıflamasına neden olmuştur. 23 Haziran'da İngiltere'de gerçekleştirilecek olan AB'den ayrılma kararına ilişkin referandum (Brexit) da piyasalar açısından önemli bir risk olarak değerlendirilmektedir. Böyle bir ortamda, özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında dalgalanmaların arttığı izlenmektedir.

Tahminlerimiz (%)	2015 (G)	2016
Büyüme	4,0	3,5
Cari Açık/GSYH	4,5	5,5
Enflasyon	8,8	7,5

(G) Gerçekleşme
Enflasyon tahmini dönem sonuna ilişkindir.

3.3 Türkiye Petrol Piyasası Sektörü

Üretim

2015 yılında rafinerici lisansı sahipleri toplam üretim miktarı bir önceki yıla göre yaklaşık %40 artarak 27,865 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Toplam üretimin %67 lik kısmı, motorin, benzin türleri ve jet yakıtından oluşmaktadır.

İthalat

2015 yılında rafinerici lisansı sahipleri 28,082 milyon ton, dağıtıcı lisansı sahipleri 11,537 milyon ton ve ihrakiye teslimi lisansı sahipleri 18.844 ton olmak üzere toplamda 39,638 milyon ton petrol ithalatı gerçekleşmiştir. Toplam ithalatın %70,85'i rafinerici lisansı sahipleri tarafından %29,10'u ise dağıtıcı lisansı sahipleri tarafından gerçekleştirilmiştir.

2015 yılı için ürün bazında bakıldığında, toplam ithalatın yaklaşık %63'ü olan 25,065 milyon tonluk kısmını ham petrol ithalatı oluşturmaktadır. Toplamda en fazla petrol ithalatının yapıldığı ilk 3 ülke ise sırasıyla Irak, Rusya Federasyonu, İran olarak karşımıza çıkmakta olup, bu ülkelerden yapılan ithalat toplam petrol ithalatının %61'ini oluşturmaktadır.

Petrol ithalatının bir önceki yıla karşılaştırılmasından; ham petrol ithalatının % 43,41 oranında arttığı buna karşılık havacılık yakıtları ithalatında %76,34 'lük bir azalış olduğu görülmektedir. 2015 yılında benzin türleri ithalatı ise gerçekleşmemiştir.

İhracat

2015 yılında toplam petrol ihracat miktarı 10,806 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Rafinerici lisans sahiplerinin toplam ihracat içerisindeki payı %59,78 olup ihrakiye teslim lisansı sahibi ve dağıtıcı lisansı sahiplerinin payları ise sırasıyla %33,14 ve %7,08 olmuştur.

Bir önceki yıla göre benzin türlerindeki %49,30'luk artışa karşılık, motorin türlerinde %50,59' luk bir azalış gözlemlenmektedir.

Yurt içi satışlar

2015 yılında son kullanıcılara yapılan toplam satış miktarı 24,834 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte 2013 ve 2014 yıllarında hemen hemen aynı seviyelerde gerçekleşen yurt içi satış miktarı, 2015 yılında bir önceki yıla göre % 13,43 oranında artmıştır.

2015 yılında dağıtıcı ve ihrakiye teslim lisansı sahiplerinin toplam yurtiçi satış miktarı 24,245 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Dağıtıcı lisans sahiplerinin akaryakıt satış payları incelendiğinde en yüksek pazar payına sahip ilk üç lisans sahibinin toplam pazar payı yaklaşık %57'dir.

İllere göre bayilerde çalışan personel sayısının incelenmesinden istihdam sağlanan 91.089 kişiden yaklaşık % 62'sinin akaryakıt teslimatı ile ilgili kısımlarda çalıştığı anlaşılmaktadır.

2015 yılında yurtiçi satış ve transit rejim kapsamında 3,218 milyon ton ihrakiye teslimi gerçekleşmiştir. Bu kapsamda gerçekleştirilen ihrakiye teslimlerinin yaklaşık %60'ı denizcilik; %40'ı ise havacılık amaçlıdır. Bahsi geçen teslimlerin %41'lik kısmının transit rejim kapsamındaki teslimlerden oluştuğu görülmektedir. Toplam ihrakiye teslimlerinde en yüksek pazar payına sahip ilk 3 firmanın pazar payı %60 'tır.

2015 yılında bir önceki yıla göre ihrakiye olarak teslim edilen denizcilik yakıtları ve fuel oil türleri sırasıyla %70,90 ve %65,80 oranında artmıştır.

Bayilere yapılan benzin türleri tesliminde en yüksek pazar payına sahip ilk 10 şirketin pazar payı toplamı yaklaşık %91 olup; motorin türleri için söz konusu oran yaklaşık %83 olarak gerçekleşmiştir.

2015 yılında Taşıt Tanıma Sistemi (TTS) kapsamında yapılan satışların yaklaşık % 95'lik kısmını motorin türleri oluşturmakta olup; TTS ile yapılan satışlar dağıtıcı lisansı sahipleri tarafından bayilere yapılan benzin ve motorin türleri teslimlerinin %11,89'unu oluşturmaktadır.

2015 yılı boyunca uluslararası piyasadaki fiyatlara bağlı olarak benzin ve motorin fiyatları ülkemizde değişim göstermiş ve vergisiz bayi satış fiyatı ortalaması yıl boyunca 95 oktan kurşunsuz benzin için 1,62 TL/LT, motorin için ise 1,63 TL/LT olarak gerçekleşmiştir.

PETROL PİYASASI GENEL GÖRÜNÜMÜ

2012, 2013, 2014 ve 2015 Yılları Petrol Piyasası Genel Görünümü (ton)

ÜRÜN TÜRÜ	ÜRETİM*				İTHALAT**			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Benzin Türleri	4.368.690	4.307.303	3.948.274	5.113.058	47.379	12.238	200	
Motorin Türleri	7.795.214	7.636.794	6.077.434	8.509.777	8.536.121	9.702.268	11.880.520	11.884.892
Fuel Oil Türleri	1.074.784	800.572	809.226	547.712	898.256	738.174	882.783	919.709
Havacılık Yakıtları	3.276.090	3.551.686	3.548.481	5.024.287	574.836	529.001	763.224	180.571
Denizcilik Yakıtları	2.219.455	1.878.101	2.585.092	2.344.697				75.954
Gazyağı	37.110	45.928	44.035	57.820				
Diğer Ürünler	3.344.271	3.327.935	3.076.476	6.267.448	2.738.238	2.498.734	1.434.095	1.512.096
GENEL TOPLAM	22.115.614	21.548.319	20.089.018	27.864.799	12.794.830	13.480.415	14.960.822	14.573.222

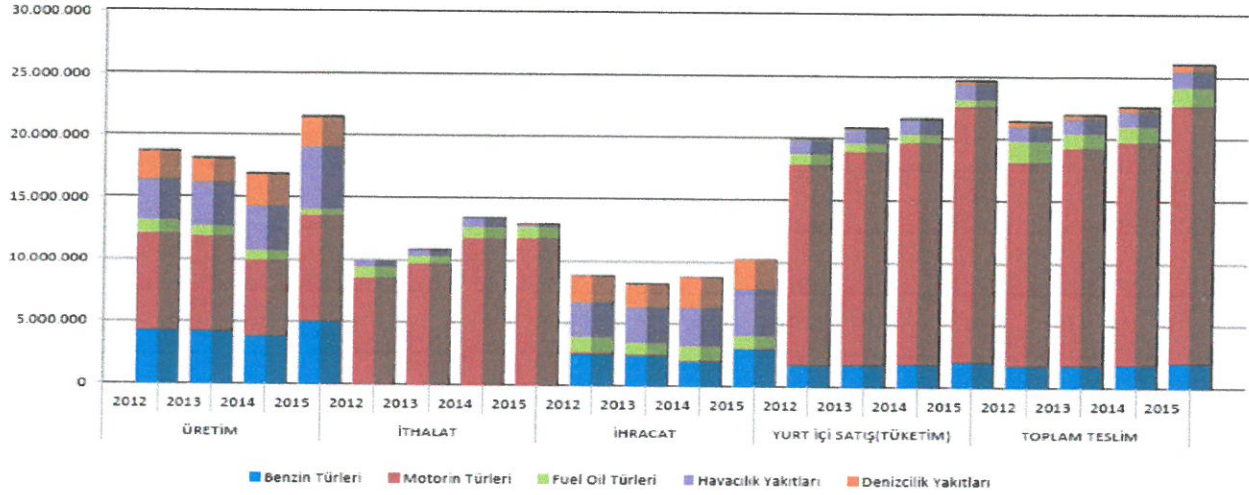
(*) LPG üretim verilerini de içerir.

(**) 2015 yılında ham petrol ithalat miktarı 25.064.776 tondur.

(***) Toplam Teslim: Yurtiçi satışlar, ihraç kayıtlı teslimler ve transit rejim kapsamındaki teslimlerin toplamıdır.

İHRACAT				YURT İÇİ SATIŞ(TÜKETİM)				TOPLAM TESLİM***			
2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
2.629.087	2.505.037	2.086.705	3.115.474	1.855.361	1.860.358	1.921.762	2.097.248	1.857.746	1.862.567	1.921.836	2.097.248
144.524	90.438	55.705	27.526	16.106.772	17.159.304	17.797.416	20.573.789	16.370.697	17.479.669	17.916.424	20.669.449
1.204.463	939.818	1.148.263	982.337	874.661	679.455	707.540	604.054	1.718.143	1.186.376	1.259.266	1.564.963
2.766.253	2.877.250	3.094.261	3.757.478	1.100.235	1.179.859	1.214.555	1.319.241	1.186.360	1.211.254	1.238.341	1.319.436
2.136.296	1.818.990	2.402.647	2.434.117	2.338	2.787	18.770	182.699	360.747	251.494	296.851	507.332
				41.083	46.751	39.783	56.609	41.083	46.751	39.783	56.609
205.487	114.508	498.426	488.645	163.651	199.562	192.844		163.651	199.562	194.560	
9.086.110	8.345.041	9.286.007	10.805.577	20.144.101	21.128.076	21.892.670	24.833.640	21.698.427	22.237.693	22.867.061	26.215.037

PETROL PİYASASI 2015 YILI GENEL GÖRÜNÜMÜ (Ton)



PETROL PİYASASI 2015 YILI GENEL GÖRÜNÜMÜ

Ana Ürün Gruplarına Göre Ayrıntılı Genel Görünüm (Ton)

ÜRÜN TÜRÜ	Rafineri Üretimi	İTHALAT		İHRACAT		YURTIÇİ SATIŞLAR(Tüketim)				TOPLAM ARZ (Rafineri Üretimi + İthalat)	TOPLAM TALEP (Yurtiçi Satışlar + İhracat)
		Rafineri İthalatı	Dağıtıcı ve İTLS ⁽¹⁾ İthalatı	Rafinerici İhracatı	Dağıtıcı ve İTLS ⁽¹⁾ İhracatı	Rafineri Satışları ⁽²⁾	Dağıtıcı Akaryakıt Satışları ⁽²⁾	Dağıtıcı ve İTLS ⁽¹⁾ İhrakiye Satışları ⁽³⁾	Dağıtıcı ve İTLS ⁽¹⁾ Diğer Teslimleri ⁽⁴⁾		
Benzin Türleri	5.113.058	0	0	3.115.450	24	4.523	2.090.749	1.209	767	5.113.058	5.212.722
Motorin Türleri	8.509.777	601.170	11.283.722	24.141	3.385	0	20.183.025	356.809	33.955	20.394.669	20.601.315
Fuel Oil Türleri	547.712	843.214	76.495	982.937	0	114.542	441.450	45.058	3.004	1.467.421	1.586.891
Denizcilik Yakıtları	2.344.697	0	75.954	1.568.598	865.519	182.465	0	234	0	2.420.651	2.616.816
Havacılık Yakıtları	5.024.287	60.547	120.024	280.058	3.477.420	248.858	0	1.070.383	0	5.204.858	5.076.719
Genel Toplam	21.539.531	1.504.931	11.556.195	5.970.584	4.346.348	550.388	22.715.224	1.473.693	37.726	34.600.657	35.093.963

⁽¹⁾ İTLS, İhrakiye Teslim Lisansı Sahiplerini temsil etmektedir.

⁽²⁾ Rafinerici lisansı sahiplerinin, son kullanıcılara yaptığı satışları ifade etmektedir.

⁽³⁾ Dağıtıcı lisansı sahiplerinin, bayilere, serbest kullanıcılara yaptıkları satışlar ile son kullanıcılara yaptıkları satışlarını içerir.

⁽⁴⁾ Transit rejimi kapsamındaki teslimler dâhil edilmemiştir.

⁽⁵⁾ Diğer son kullanım amaçlı teslimleri içerir.

4. İşin Kapsamı

Bu değerlendirme çalışması genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri ile Şirket'in gerçeğe uygun değer hesaplanmasına dayanmaktadır.

Çalışmalarımız, şirketin denetimden geçmemiş 31 Aralık 2015 tarihli finansal tabloları ve diğer yazılı ve sözlü bilgilere, belgelere, muhasebe kayıtlarına ve belgelerine ve şirket yönetimi tarafından bildirilen muhasebe kayıtlarındaki bilgilere dayanmaktadır.

5. Değerleme Yöntemleri

Bu raporda şirketin değerini ölçmek için 3 temel yöntem kullanılmıştır:

- Varlık yaklaşımı,
- Piyasa yaklaşımı,
- Gelir yaklaşımı.

Her bir yaklaşım, işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilecek bir dizi yöntem içermektedir. Her bir şirket değerlendirme yöntemi, işletme değerini hesaplamak için belirli bir prosedür kullanır.

Hiçbir şirket değerlendirme yaklaşımı ya da yöntemi kesin değildir. Bu nedenle her yaklaşımın altında bir dizi şirket değerlendirme yöntemleri kullanımı yaygın bir uygulamadır. Şirket değeri, seçilen yöntemlerden elde edilen sonuçlar derlenerek belirlenir. Tipik olarak her şirket değerlendirme yöntemlerinin sonucuna ağırlık verilir. Nihayetinde toplam ağırlıklı tutarlar şirketin değerinin belirlenmesinde kullanılmıştır.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış sonuçların toplamına şirket değer sentezi denmektedir.

5.1 Varlık Yaklaşımı

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

Düzeltilmiş öz varlık yönteminde şirketin değerini belirleyen en önemli faktör, şirket aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların değeridir.

Bu noktada Şirket'in Edirne ili Edirne İli, Merkez İlçesinin, İskender (Kirişhane) Mahallesi'nde kayıtlı, 2261 ada 14 ve 15 Parsel Numaralı gayrimenkulleri için **Talya Gayrimenkul Değerleme A.Ş.** tarafından hazırlanan Rapor tarihi, numarası ve sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiş gayrimenkul değerleme raporlarından faydalanmıştır.

	Mevcut Durum Değeri	Rapor Tarihi ve Rapor No
2261 ada 14 ve 15 Numaralı Parseller Arsa Değeri	36.483.900 TL	31.05.2016 GR-2016-0357
2261 ada 14 ve 15 Numaralı Parseller Bina Değeri	1.258.488 TL	31.05.2016 GR-2016-0357
Toplam	37.742.388 TL	

Düzeltilmiş Net Aktif Değer

Düzeltilmiş net aktif değer, şirketin borçlarından varlıkları düşüldükten sonra elde edilen değerdir. Varlık yaklaşımına göre şirket değeri Net Aktif değeri içermektedir. Bu yöntem özkaynak değeri ile şirketin değerinin belirlenmesini amaçlar. Basitçe düzeltilmiş net aktif değer, cari piyasa şartlarına göre şirketin varlıklarının satılması ve borçlarının ödenmesi sonucunda elde edilecek tutarın tahmin edilmesidir.

**METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİC. A.Ş.
DÜZETİLMİŞ NET AKTİF DEĞER**

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Değer Artış</i>	<i>Düzeltilmiş</i>
VARLIKLAR	31.12.2015		31.12.2015
Cari / Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.349	--	4.349
Ticari Alacaklar	2.796.821	--	2.796.821
Diğer Alacaklar	1.728.624	--	1.728.624
Diğer Dönen Varlıklar	283.160	--	283.160
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	4.812.954	--	4.812.954
Cari Olmayan / Duran Varlıklar			
Maddi Duran Varlıklar	35.815.495	1.926.894	37.742.389
-- Arsa ve Binalar	35.815.494	1.926.894	37.742.388
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.075.672	--	1.075.672
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	36.891.167	1.926.894	38.818.061
TOPLAM VARLIKLAR	41.704.121	1.926.894	43.631.015
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Ticari Borçlar	67.124	--	67.124
Diğer Borçlar	4.454.045	--	4.454.045
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24.090	--	24.090
Kısa Vadeli Karşılıkları	114.200	--	114.200
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	--	--	--
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.659.459		4.659.459
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Diğer Borçlar	122.983	--	122.983
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.642.510	96.345	1.738.855
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	--	--	--
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.765.493	96.345	1.861.838
DÜZELTİLMİŞ NET AKTİF DEĞER	35.279.169	1.830.549	37.109.718

Bu yöntemle göre; şirket değeri 37.109.718 TL.'dir.

5.2 Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımına göre şirket değerlemesinde, şirket değerinin belirlenmesi için tek ölçü piyasadır. Genellikle, işletmenin değerinin tahmin edilmesi için benzer işletmelerin satış tutarlarından toplanan karşılaştırılabilir kanıtlar kullanılır. Bu yaklaşım, değeri piyasa tarafından belirlenen benzer işletmelere kıyasla değerinin tahmin edilmesinde ekonomik rekabet prensibini kullanır.

Piyasa çarpanına göre şirket değerlendirme sonuçları

Piyasa çarpanına göre şirket değerlendirme hali hazırda hisse satışlarındaki verilerin karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa verilerinin birçok kaynağı vardır:

- Halka açık şirketlerin satışı
- Özel şirketlerin satışı
- İşletmenin önceki satışları

Bu raporda halka açık şirket satış bilgilerini kullandık. Karşılaştırma için seçilen şirketlerin iş konusu açısından finansal ve operasyonel özellikleri benzer şirketlerdir.

İşletme değerinin tahmin edilmesi için karşılaştırmalı işlem yöntemini kullanılmaktadır. Bu metod altında, değerlendirme çarpanları olarak adlandırılan, işletmenin potansiyel satış fiyatına bağlı bazı finansal performans ölçüleri belirlenir.

- **Piyasa Değeri / Net Defter Değeri**

Değerleme çarpanı, aynı endüstrideki özel şirketlerin finansmanlarından ve satış fiyatlarından istatistiksel olarak elde edilen orandır. Değerleme çarpanı olarak aynı sektörde yer alan, Borsa İstanbul'da finansal verilerine ulaşılabilen Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San. ve Tic. A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihli verileri esas alınmıştır. İlgili veriler 31.12.2015 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul <https://datastore.borsaistanbul.com> internet sitesinden elde edilmiştir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı		
<u>Şirket İsmi</u>	<u>Piyasa/ Defter Değeri Oranı</u>	<u>Metro Turizm Otelcilik Değeri</u>
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San. ve Tic. A.Ş.	1,54	54.480.492
Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.		54.480.492

• **Fiyat / Kazanç Oranı**

Değerleme çarpanı, aynı endüstrideki özel şirketlerin finansmanlarından ve satış fiyatlarından istatistiksel olarak elde edilen orandır. Değerleme çarpanı olarak aynı sektörde yer alan, Borsa İstanbul'da finansal verilerine ulaşılabilen Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San. ve Tic. A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihli verileri esas alınmıştır. İlgili veriler 31.12.2015 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul <https://datastore.borsaistanbul.com> internet sitesinden elde edilmiştir.

Fiyat / Kazanç Oranı		
<u>Şirket İsmi</u>	<u>Piyasa/ Defter Değeri Oranı</u>	<u>Metro Turizm Otelcilik Değeri</u>
Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San. ve Tic. A.Ş.	55,27	10.342.937
Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.		10.342.937

Piyasa Çarpanlarının Göre Şirket Değeri

Yukarıda açıklanan esaslar çerçevesinde Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi 'ne göre şirket değeri 32.411.715 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizine Göre Şirket Değeri			
<u>Kullanılan Yöntem</u>	<u>Piyasa Değeri</u>	<u>Ağırlık Oranı</u>	<u>Şirket Değeri</u>
Piyasa Değeri / Defter Değerine Şirket Değeri	54.480.492	50%	27.240.246
Fiyat/Kazanç Oranı Şirket Değeri	10.342.937	50%	5.171.469
Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş. Şirket Değeri			32.411.715

5.3 Gelir yaklaşımı

Gelir yaklaşımında, bir şirketin değerinin belirlenmesinde ekonomik beklenti prensibi kullanılır. Bunu yapmak için, işletme sahiplerinin işletmeden gelecekte bekledikleri getiriler tahmin edilir. Bu getiri daha sonra onların zamanında ve tam olarak aldıkları risk ile karşılaştırılır.

Getiriler; ya tek bir değer ya da şirket sahiplerinin gelecekteki beklentilerine göre alınması beklenen gelirlere göre tahmin edilir. Böylece risk iskonto oranı ya da sermaye ile ölçülebilir.

İndirgenmiş Nakit Akışlar

Bu metod, önceki dönem finansal tablolara, sektör bilgilerine, diğer faktörlere ve sonraki dönemler için tahmin edilmiş finansal tablolara dayanır. Toplam nakit akış değeri, kesin oranının indirilip sonsuz değerinin şirket değerine eklenmesiyle oluşur. Bu metod temettü ve vergi politikaları değişimini dikkate almasa bile genel olarak yararlı bir değerlendirme metodu olarak kabul edilir çünkü nakitin zaman değerinin ve yatırımlar için tüm tahminleri dikkate alan bir metoddur.

Varsayımlar

1. Şirketin nakit akışı 2021 yılının sonuna kadar tahmin edilmiştir ve günümüze indirgenmiştir. Sonraki yıllar için ise son yılın değeri % 4 büyüme oranı ile çarpılıp sonsuz değer hesaplanmıştır.
2. İndirgenmiş nakit akışı hesaplanmasında, "Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti" oranı (WACC) % 14,69 olarak hesaplanmış, ancak bu orana içinde bulunan konjonktürel durum nedeniyle %3,40 Ülke riski primi eklenerek % 18,65 kullanılmıştır.
3. (CAPM) Sermaye maliyeti hesaplamasında önlenemeyen risk oranı, değerlendirme tarihinde T.C.Merkez Bankası internet sitesinden elde edilen piyasa verileri içerisinde yer alan ihale yöntemi ile satılan devlet tahvilleri bileşik faiz oranları arasından seçilen örneklerin ağırlıklı ortalaması %10,50 alınmıştır.
4. Borçlanma maliyeti, Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla finansman sağlamada katlandığı etkin faiz oranı %14 olarak uygun görülmüştür.



5. Piyasa risk primi, Şirket'in yer aldığı ülkemizin, çevresinde yaşanan olayların ve bu olayların ülke içi piyasalara etkisinin olası olması sebebiyle %5 alınması değerlendirme uzmanı tarafından makul görülmüştür.
6. İskonto oranıyla indirgenmiş nakit akışına dayalı WACC hesaplamasının detayları aşağıdaki gibidir:

$$WACC \text{ Formülü} = (W_e * C_e) + (W_d * C_d * (1-t))$$

W_e	Özsermaye / Toplam Aktifler
W_d	Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Aktifler
C_e	Sermaye Maliyeti
C_d	Borçlanma Maliyeti
t	Vergi Oranı

$$C_e = \text{CAPM (Sermaye Maliyeti)} = 10,50 + (1,10 * (15,50 - 10,50)) = 15,99$$

$$W_d = \text{Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Aktifler} = 6.424.952 / 41.704.121 = 0,1541$$

$$W_e = \text{Özsermaye / Toplam Aktifler} = 35.279.169 / 41.704.121 = 0,8459$$

$$WACC = (W_e * C_e) + (W_d * C_d * (1-t)) = (0,8459 * 15,99) + (0,1541 * 14 * 0,8) = 15,25 + 3,40^{**} = 18,65$$

WACC	%
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Aktifler (W_d)	15,41
Borçlanma Maliyeti (C_d)	14
(1-vergi oranı)	80
Özsermaye / Toplam Aktifler (W_e)	84,59
Önlenemeyen Risk (R_f)	10,50
Beta*	1,10
Piyasa Risk Primi	5
Ülke Risk Primi	3,40
R_m	15,50
Sermaye Maliyeti (C_e) (CAPM) ($R_f + \beta * (R_m - R_f)$)	15,99
WACC/Şirket	18,65

(*) Borsada kayıtlı şirketlerin getiri endeksleri üzerinden regresyon analizi yapılarak hesaplanan orandır.

(**) Ülke Risk Primi, **Aswath Damodaran**, "Country Default Spreads and Risk Premiums" (Updated February 2016), www.stern.nyu.edu adresinden elde edilmiştir.

7. Sonsuz değer, nakit akışı sağlamayan ve satılabilecek olan duran varlıkların toplam hurda değerlerini içerir (mal, ekipmanlar, mobilya vs.).
8. Kurumlar vergisi oranı %20'dir.
9. Alıcı ve satıcı ödemelerinin süresi 2015 yılındaki gibi öngörülmüştür.
10. Nakit akışlarının hesaplamaları sırasında faaliyet kar / zarar dikkate alınmıştır ancak mali kar / zarar dikkate alınmamıştır.
11. 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla finansal tablolarında yer alan net borç, şirket değerinin hesaplanmasında dikkate alınmıştır. Bu işlemler sırasında mevcut parasal varlık ve stoklar finansal borçlardan mahsup edilmiştir.
12. Nakit akışlarının günlük değeri kalan gün yöntemine göre hesaplanmıştır, bir yıl 365 gün kabul edilmiştir.
13. Bütün işlemler Türk Lirası cinsindendir.
14. Tahminlerimiz şirketin bize sunduğu bilgilerle sınırlıdır. Bu bilgiler, Yorum YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından yorumlanıp hesaplamalara yansıtılmıştır.
15. Bu işlemlerde herhangi bir taahhüt bulunmamaktadır. Eğer tahmini verilerde değişiklik olursa, şirket değeri bu değişikliklere karşı esnekler.
16. Nakit akışlarının hesaplanmasında kullanılan büyüme oranlarına ilişkin tahminler, şirketin gelirlerinin kira ve kira sözleşmesine bağlı komisyon gelirlerinden oluşmasından dolayı gelecek yıllarda enflasyon tahminleri çerçevesinde yapılmış, ancak yatırım gerçekleşen yıllarda kira giderleri yapılan yatırıma paralel olarak arttırılmıştır. Sonsuz değer hesaplanmasında ise sonsuz büyüme oranı %4 alınması makul görülmüştür. Enflasyon tahminlerinde Merkez Bankası'nın Enflasyon Beklenti Anketlerinden faydalanılmıştır.
17. İndirgenmiş Nakit Akış hesaplama tablosu aşağıdaki gibidir : (Şirketin finansal tablosunda yer almayan öğeler dikkate alınmamıştır.)



İndirgenmiş Nakit Akış Tablosu

	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	Sonsuz Değer
Satış Gelirleri							%4
Kira Geliri	720.000	1.199.040	1.293.764	1.385.621	2.024.001	2.125.201	
Tesis Ciro Primi	166.310	181.614	196.460	210.503	223.387	234.766	
Toplam Satış Geliri	886.310	1.380.654	1.490.224	1.596.124	2.247.388	2.359.967	
Genel Yönetim Giderleri (-)	(271.112)	(233.701)	(250.295)	(268.065)	(287.098)	(301.453)	
Amortisman Giderleri (+)	54.521	61.251	61.251	61.251	75.521	75.521	
Yatırım Giderleri (-)		(350.000)			(700.000)		
Diğer Gelir / Gider (Net)	88.631	138.065	149.022	159.612	224.739	235.997	
Kurumlar Vergisi (-)	(140.766)	(257.004)	(277.791)	(297.534)	(437.006)	(458.902)	
Toplam Giderler	(268.726)	(641.389)	(317.813)	(344.736)	(1.123.844)	(448.837)	
Elde Edilen Serbest Nakit Akış	617.584	739.265	1.172.411	1.251.388	1.123.544	1.911.130	13.567.066
İskonto Edilmiş Nakit Akış	520.265	524.881	701.574	631.128	477.258	684.348	4.858.168

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş

İndirgenmiş Nakit Akışlar Toplamı	3.539.554
Şirket Sonsuz Değerinin Bugünkü Değeri	4.858.168
Net Dönen Varlıklar / Net Kısa Vadeli Yükümlülükler (+/-)	153.495
Finansal Borç Toplamı (31 Aralık 2015)	-
	8.551.217

Bu yöntemle göre şirketin değeri 8.551.217 TL'dir.

6. Sonuç

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve hesaplamaları yukarıda açıklanan ve 31.12.2015 tarihi itibarıyla geçerli olan şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Metodu	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık Oranı	Ağırlıklı Piyasa Değeri (TL)
Düzeltilmiş Net Aktif Değeri	37.109.718	100%	37.109.718
Piyasa Bazlı Şirket Değeri	32.411.715	-	-
İndirgenmiş Nakit Akış	8.551.217	-	-
Şirket Değeri			37.109.718

Şirket'in aktifinde yer alan Edirne ili Merkez İlçesi, Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 14 – 15 Parselde yer alan 23.538 m2 yüz ölçümlü arsa vasıflı taşınmazların 3.320 m2'lik kısmının akaryakıt istasyonu ve turistik yol üzeri konaklama tesisi olarak kullanılmakta söz konusu taşınmazlara ait geriye kalan 20.218 m2 yüzölçümüne sahip kısım atıl durumdadır.

İndirgenmiş Nakit Akış Yöntemine göre yapılan hesaplamalarda sadece Şirket'in halen devam etmekte olan ve aktifinde yer alan Edirne ili Merkez İlçesi, Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 14 ve 15 Parselde yer alan 23.538 m2 yüz ölçümlü arsa vasıflı taşınmazın 3.320 m2'lik kısmı kullanılarak inşa edilen akaryakıt istasyonu ve turistik yol üzeri konaklama tesisinin kiralanması faaliyetinden elde edilmesi muhtemel net gelirler kullanılmıştır.

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

Yukarıda yapılan açıklamalara göre hesaplama konu gelir projeksiyonunun içeriğinden dolayı İndirgenmiş Nakit Akış yöntemi Şirket'in 31.12.2015 tarihinde tasfiye edilmesi durumundan elde edilecek değerden dahi önemli ölçüde düşük bir özkaynak kullanım değeri ortaya koymaktadır. Bu nedenle Şirket'in 31.12.2015 tarihi itibarıyla Pazar Değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akış Yönteminin gerçekçi bir sonuç vermediği kanaatindeyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine Şirket değerinin tespitinde Halka açık ve verilerine ulaşılabilen tek bir Şirket'in bulunması dolayısıyla ve değerlendirme çalışmasında bu Şirket çarpanlarının dikkate alınması ve sektördeki diğer benzer şirketlerin piyasa çarpanlarına ulaşılabilmesi dolayısıyla Şirket'in 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla pazar değerinin belirlenmesinde Piyasa Çarpanları Analizinin gerçekçi bir sonuç vermediği kanaatindeyiz.

Raporun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplama biçimleri açıklanmış, sonuçlar arasında yukarıdaki paragraflarda da belirttiğimiz nedenlerle Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yönetimi ile hesaplanmış olup, bu tutar 37.109.718 TL'dir.

Değerleme çalışması sonucunda, 10 TL nominal değer için tutar **386,56 TL** olarak belirlenmiştir. Bu fiyatın adil ve makul olduğu kanaati oluşmuştur.