

**METRO TURİZM OTELCİLİK
VE PETROL ÜRÜNLERİ
TİCARET A.Ş.
30 HAZİRAN 2015 TARİHİ
İTİBARIYLA
ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU**

A. SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ.....	1
1. Raporun Kapsamı.....	1
1.1. Değerlemenin Amacı.....	1
1.2. Değer Standardı ve Tanımı.....	1
1.3. Değerleme Tarihi.....	1
1.4. Değerlemenin Kapsamı.....	1
1.5. Kısıtlayıcı Koşullar.....	2
2. Şirket Bilgileri.....	2
2.1. Şirket Ünvanı, Adres Bilgileri, Faaliyet Alanı ve Ortaklık Yapısı Hakkında Bilgiler.....	2
2.2. Mali Tablolar.....	3
3. Ekonomik Bilgiler.....	6
3.1. Dünya Ekonomisi.....	6
3.2. Türkiye Ekonomisi.....	7
4. Akaryakıt Sektörü.....	22
4.1. Küresel Petrol Sektörü.....	22
4.2. Türkiye Akaryakıt Sektörü.....	24
5. Değerleme Yaklaşımı.....	27
5.1. Şirket Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri.....	27
5.1.1. Pazar Yaklaşımı.....	27
5.1.2. Varlık Esaslı Yaklaşım.....	27
5.1.3. Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı.....	27
6. Değerleme Sonuçları.....	28
6.1. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler.....	28
6.1.1. Pazar Yaklaşımının Sonuçları (Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi).....	28
6.1.2. Varlık Yaklaşımı Sonuçları (Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi).....	28
6.1.3. Gelir Yaklaşımı Sonuçları (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi).....	34
6.1.3.1. İskonto (İndirgeme) Oranı.....	34
6.1.3.2. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi.....	35
6.1.3.3. Projeksiyonun Kapsadığı Süre.....	35
6.1.3.4. Enflasyon.....	35
6.1.3.5. Satış Gelirleri.....	35
6.1.3.6. Satışların Maliyeti.....	36
6.1.3.7. Faaliyet Giderleri.....	37
6.1.3.8. Amortisman.....	37
6.1.3.9. Yatırım Harcamaları.....	37
6.1.3.10. Vergi.....	37
6.1.3.11. Projeksiyon Nakit Akışları.....	38
7. Sonuç.....	39

A. SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi'nin talebi üzerine ve 29.06.2015 tarihli sözleşmeye istinaden Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

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

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

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

Değerleme Uzmanı olarak,

- Artı Değer Uluslararası Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.'nin 17.07.2003 tarih ve 39/875 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Kararı ile Gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerleme hizmeti verebilecek kuruluşlar için belirlenmiş asgari niteliklere sahip olduğunu,
- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerleme 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.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu şirketin 30.06.2015 tarihli mali tablolara göre hesaplanan pazar değeri **35.008.206 TL** 'dir.

İstanbul, 08 Temmuz 2015

Süleyman TAF

Sorumlu Denetçi

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

1. Raporun Kapsamı

1.1. Değerlemenin Amacı

Bu rapor, Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar Anonim Şirketi'nin talebi üzerine ve 29.06.2015 tarihli sözleşmeye istinaden, Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporun amacı, şirket yönetimi, hissedarlar ve ilgili tarafların yasal, mali ve ticari hususlarda alacakları kararlarda yardımcı olacak bağımsız bir görüş sunmaktır.

1.2. Değer Standardı ve Tanımı

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

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

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

1.3. Değerleme Tarihi

Değerlemenin yürürlük tarihi 30.06.2015 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, mali ara dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

1.4. Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (seri:VIII, no:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir. Çalışmalarımız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, şirketin mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır.

ARTY DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

1.5. Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

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

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

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

2. Şirket Bilgileri

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

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş., 593975 ticaret sicil numarası ile faaliyetlerini Büyükdere Caddesi Metrocity İş Merkezi A Blok No:171 K:17 Levent Şişli İSTANBUL adresinde sürdürmektedir. Şirketin faaliyet alanları; petrol ve petrol ürünü, Fuel Oil, mazot, LPG akaryakıt alım satımı dahili ticareti, ihracatı ve ithalatı yapmaktır. Şirket, her türlü menkul ve gayrimenkulleri makine demirbaş tesisatları alır, satar kiralar veya kiraya verir, kara hava ve deniz nakli vasıtalarını alır, satar, kiralar ve kiraya verir, bunlar üzerinde ayni 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. Şirket'in Edirne Merkez ilçesi Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 14-15 parsel üzerinde yer alan akaryakıt ve turistik konaklama tesisleri Mepet Metro Petrol ve Tesisleri San.Tic.A.Ş.'ne kiralamıştır. Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin 30.06.2015 tarihi itibari ile sermayesi 960.000 TL olup ortaklık paylarının dağılımı aşağıda verilmiştir.

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

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2.2. Mali Tablolar

Şirketin 30 Haziran 2015 ve 31 Aralık 2014 tarihli, bağımsız denetimden geçmiş bilanço ve gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

METRO TURİZM OTELCİLİK VE PETROL ÜRÜNLERİ TİC. A.Ş. 30 HAZİRAN 2015 TARİHİ İTİBARIYLA FİNANSAL DURUM TABLOSU

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmiş</i>
VARLIKLAR	30.6.2015	31.12.2014
Cari / Dönen Varlıklar		
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.349	4.424
Ticari Alacaklar		
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	2.229.497	2.974.759
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	40.572	40.572
Diğer Alacaklar		
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.641.552	1.689.509
ARA TOPLAM	3.915.970	4.709.264
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	--	--
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	3.915.970	4.709.264
Cari Olmayan / Duran Varlıklar		
Maddi Duran Varlıklar	36.014.871	22.590.038
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.060.175	1.047.540
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	37.075.046	23.637.578
TOPLAM VARLIKLAR	40.991.016	28.346.842

ARTYDEGER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ KURUŞANLIK ANONİM ŞİRKETİ

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

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmiş</i>
	30.6.2015	31.12.2014
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler		
Ticari Borçlar		
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.290	4.290
Diğer Borçlar		
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.896.000	--
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.074.246	1.336.471
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	35.041	1.229.745
Kısa Vadeli Karşılıkları		
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	134.067	134.067
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	--	--
ARA TOPLAM	4.143.644	2.704.573
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	--	--
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.143.644	2.704.573
Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Diğer Borçlar		
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	196.656	--
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.642.510	1.087.897
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	--	--
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.839.166	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
- Diğer Kazanç/Kayıplar	--	--
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	192.000	--
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.399.973	841.629
Net Dönem Karı/Zararı	(83.814)	1.750.344
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--
TOPLAM ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	35.008.206	24.554.372
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	35.008.206	24.554.372
TOPLAM KAYNAKLAR	40.991.016	28.346.842

ARTI DEĞER
 ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
 YEMİNLİ MÜHÜRLEME VE YERİNE KÖŞKÜRLÜK ANONİM ŞİRKETİ

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

	<i>Denetimden Geçmiş</i>	<i>Denetimden Geçmemiş</i>
	01.01.- 30.06.2015	01.01.- 30.06.2014
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Hasılat	428.892	424.486
Satışların Maliyeti (-)	(199.379)	(199.512)
BRÜT ESAS FAALİYET KARI	229.513	224.974
Genel Yönetim Giderleri (-)	(280.589)	(18.249)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	202.251	122.537
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(212.583)	(112.531)
FAALİYET KARI/ZARARI	(61.408)	216.731
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	--	--
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	--	--
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	--	--
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	(61.408)	216.731
Finansman Gideri	--	--
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	(61.408)	216.731
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(22.406)	(145.808)
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	(35.041)	(99.696)
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	12.635	(46.112)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	(83.814)	70.923
DURDURULAN FAALİYETLER	--	--
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	--	--
DÖNEM KARI/ZARARI	(83.814)	70.923
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	10.453.834	70.923
Dönem Kar/Zararının Dağılımı		
Azınlık Payları	--	--
Ana Ortaklık Payları	10.453.834	70.923
Hisse Başına Kazanç	(0,087)	0,07
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	(0,087)	0,07

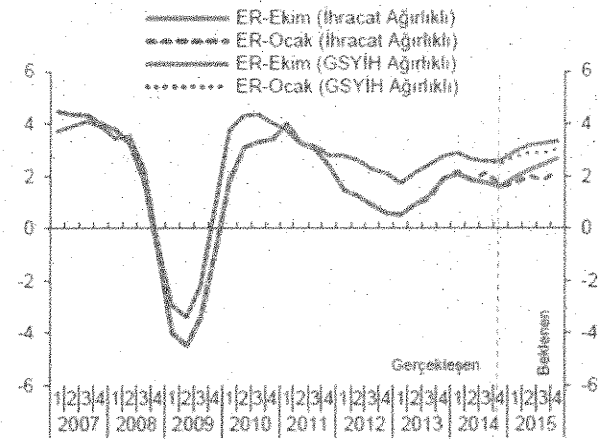
ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

3. Ekonomik Bilgiler

3.1. Dünya Ekonomisi

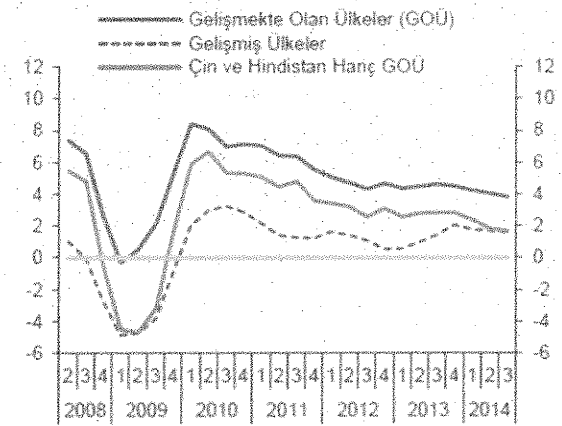
Küresel ekonominin büyüme hızında 2014 yılının ilk yarısında meydana gelen yavaşlama eğilimi yılın üçüncü çeyreğinde de devam etmiştir. Bu dönemde gerek gelişmiş ülkelerin gerekse gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızları yavaşlamıştır. Geçtiğimiz yılın ilk yarısıyla kıyaslandığında, özellikle gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızının belirgin bir şekilde düştüğü gözlenmiştir. 2014 yılının üçüncü çeyreğinde, ABD ekonomisinde meydana gelen güçlü büyümeye karşın, Japonya'daki resesyonun derinleşmesi küresel büyüme hızının yavaşlamasında önemli bir rol oynamıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise, Çin ve Hindistan'ın beklenenden daha yavaş büyümesi, Brezilya'da yaşanan resesyonun devam etmesi ve Rusya ekonomisinde süregelen yavaşlama, küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyretilmesine yol açan faktörler olmuştur.

Küresel Büyüme Oranları*
(Yüzde Değişim, Yıllık)



* İhracat ağırlıklı endeks oluşturulurken Ülkelerin Türkiye İhracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.
Kaynak: Bloomberg TCMR

Küresel Büyüme Oranları*
(Yüzde Değişim, Yıllık)



* Toplatılma yapılarak Ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg TCMR

2014 yılında ılımlı bir şekilde toparlanmaya devam eden küresel ekonominin 2015 yılında da bu seyrini sürdüreceği beklenmektedir. Ancak uluslararası kuruluşlar yayınladıkları son raporlarında küresel büyüme tahminlerini aşağı yönlü güncellemişlerdir. Küresel ekonomik aktivitenin ivmelenebilmesi için düşük petrol fiyatlarının tek başına yeterli olmayacağı; düşük petrol fiyatlarının küresel ekonomiye olan etkisinin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki sorunlar nedeniyle sınırlı kalacağı belirtilmektedir.

IMF, 19 Ocak 2015 tarihinde Ocak güncellemesini yayınlamıştır. Rapora göre, 2014 yılında yüzde 3,3 büyüyen dünya ekonomisinin 2015 yılında bir miktar daha ivmelenerek yüzde 3,5 ve 2016 yılında yüzde 3,7 büyümesi beklenmektedir. Bu oranlar Ekim tahminlerinin 0,3 puan altındadır. IMF raporuna göre, petrol fiyatlarındaki düşüşün küresel ekonomi üzerindeki net pozitif etkisine ve ABD'nin diğer gelişmiş ülkelere ayrışmasına rağmen, dünya büyüme oranları aşağı yönlü revize edilmiştir. Aşağı yönlü reviziyona gerekçe olarak;

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

1. Rusya, Çin, Avro Bölgesi ve Japonya'daki zayıf ekonomik görünüm,
2. Petrol fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak petrol ihracatçısı ülkelere ilişkin beklentilerdeki bozulma,
3. Euro ve yendeki değer kayıpları,
4. Artan geopolitik riskler gösterilmiştir.

2015 yılı gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelere tahmin edilen büyüme oranı aşağıdaki şekildedir;

2014 ve 2015 Yılı Sonuna İlişkin Büyüme Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)				
	Ekim		Ocak	
	2014	2015	2014	2015
Dünya	2,7	3,2	2,7	3,0
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	2,2	3,1	2,4	3,2
Euro Bölgesi	0,8	1,2	0,8	1,1
Almanya	1,4	1,5	1,5	1,4
Fransa	0,4	0,8	0,4	0,9
İtalya	-0,3	0,5	-0,4	0,4
İspanya	1,3	1,9	1,3	2,0
Yunanistan	0,2	1,9	0,8	1,8
Japonya	1,1	1,2	0,2	1,2
İngiltere	3,1	2,6	2,7	2,6
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik*	6,0	6,1	6,0	6,0
Çin	7,3	7,1	7,4	7,0
Hindistan	5,6	6,3	5,6	6,3
Latin Amerika	1,2	2,0	0,9	1,3
Brezilya	0,3	1,0	0,1	0,4
Doğu Avrupa	1,4	2,0	1,5	-0,2
Rusya	0,2	0,4	0,4	-4,1

* Japonya hariç tahminleri göstermektedir.

Kaynak: Consensus Forecasts.

3.2. Türkiye Ekonomisi

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ve Sektörel Büyüme Hızları

2014 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH, piyasa beklentilerinin üstünde yüzde 2,6 oranında artış kaydetmiştir. Yılın son çeyreğinde büyümeye temel katkı özel tüketim (1,6 puan) ve stok değişiminden (1,4 puan) gelmiştir. Son çeyrekte net ihracatın katkısı negatife dönmüş yüzde -0,4 puan olarak gerçekleşmiştir.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYH, 2014 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,7 oranında artış göstermiştir.

Yılın son çeyreğinde bitkisel üretimde yüzde 0,2 artış, hayvancılık üretiminde ise yüzde 4,1 artış gerçekleşti. Hasat mevsimi olduğu için bitkisel üretimde genelde yılın üçüncü çeyreği ağırlık kazanır. Yılın son çeyreği için hayvancılık sektörü destekli olmak üzere tarımsal katma değerde artış yüzde 1,4 olarak gerçekleşti.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2014 yılının son çeyreğinde sanayide katma değer yüzde 1,8 oranında (inşaat dahil) artış kaydetmiştir. Sanayi sektöründe aktivitede önceki dönemlere göre nispi yavaşlama söz konusudur.

2014 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH deflatörü yüzde 7,1 oranında artmıştır. Aynı dönemde TÜFE yüzde 8,76, YİÜFE yüzde 8,26 oranında artmıştır.

2014 yılı büyüme hızı piyasa beklentilerinin biraz üzerinde yüzde 2,9 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında büyüme hızında yavaşlamada olumsuz hava koşulları nedeniyle tarım katma değerindeki azalma etkili olmuştur. 2014 yılında katma değer tarımda yüzde -1,9 oranında azalmış, sanayide yüzde 3,5 (inşaat dahil) ve hizmetler sektöründe yüzde 4 oranında artış kaydetmiştir. Adı geçen sektörlerin GSYH artış hızına katkıları sırasıyla -0,2 puan, 1,0 puan ve 2,5 puan olmuştur. Mali aracılık hizmetleri -0,6 puan, vergi-sübvansiyon 0,2 puan yıllık büyümeye katkıda bulunmuştur.

İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

2014 yılının Aralık döneminde 2013 yılının aynı dönemine göre, işgücü arzı (sivil işgücü) 1.885 bin kişi artarken, işgücü talebi (sivil istihdam) 1.322 bin kişi artmıştır. Buna göre işsiz sayısı aynı dönem itibarıyla 563 bin kişi artmıştır. Söz konusu dönemde 2013 yılının aynı dönemine göre, istihdam tarımda 371 bin kişi, tarım dışı sektörlerde ise 951 bin kişi artış kaydetmiştir. Sanayi sektöründe istihdam 135 bin kişi, hizmetler sektöründe (inşaat dâhil) ise 816 bin kişi artmıştır. Türkiye genelindeki işsizlik oranı 2014 yılının Aralık döneminde 2013 yılının aynı dönemine göre 1,3 puan artarak yüzde 10,9 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında işsizlik oranı 2013 yılına göre 0,9 puan artarak yüzde 9,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

	2013	2014	2013				2014				
	Yıllık	Yıllık	I	II	III	IV	I	II	III	IV	Aralık Dönemi
Nüfus (15-64)	55.983	56.986	55.574	55.842	56.119	56.395	56.648	56.869	57.098	57.326	57.401
İ.K.O. (%)	48,3	50,5	47,2	49,2	49,1	47,8	49,1	51,2	51,2	50,5	50,2
İşgücü	27.047	28.786	26.241	27.450	27.537	26.958	27.824	29.089	29.257	28.970	28.787
İstihdam	24.601	25.933	23.703	25.186	25.055	24.461	24.999	26.538	26.313	25.874	25.642
İşsiz	2.445	2.853	2.539	2.263	2.482	2.497	2.825	2.551	2.944	3.096	3.145
İşsizlik Oranı (%)	9,0	9,9	9,7	8,2	9,0	9,3	10,2	8,8	10,1	10,7	10,9
Tarım Dışı İ. O.	10,9	12,0	11,6	10,0	11,2	11,0	12,1	10,7	12,3	12,7	12,9
Tarım	5.204	5.470	4.816	5.446	5.669	4.886	5.055	5.820	5.815	5.180	5.010
Sanayi	5.101	5.315	5.023	5.200	5.117	5.064	5.359	5.364	5.257	5.273	5.266
Hizmetler (*)	14.297	15.148	13.864	14.541	14.270	14.511	14.585	15.355	15.241	15.420	15.366

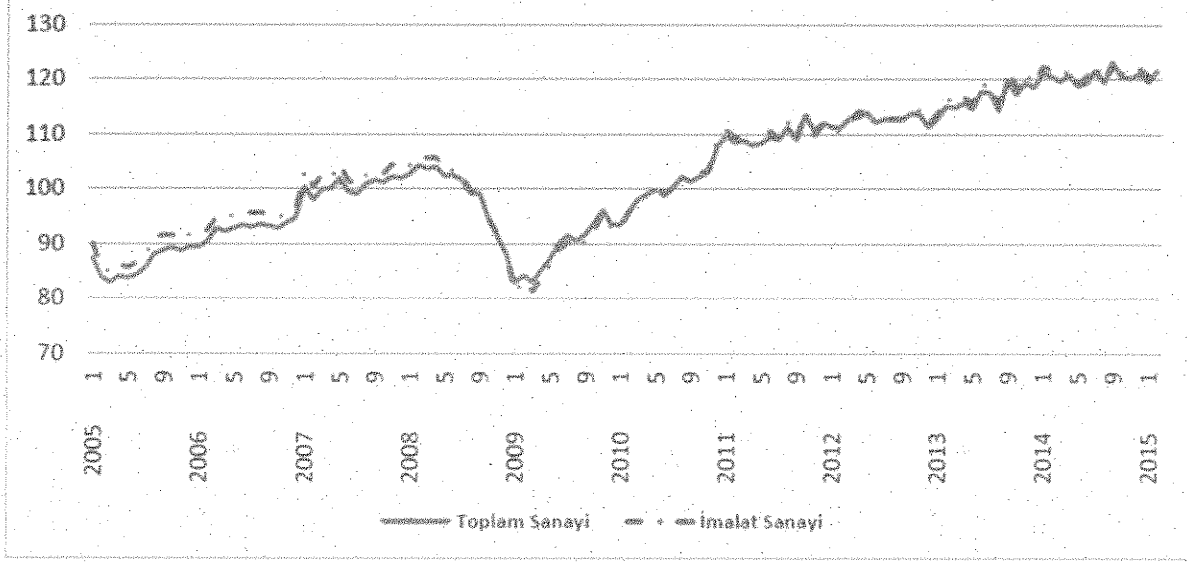
Kaynak: TÜİK, (*) İnşaat dahildir.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Üretim ve Talebe İlişkin Son Gelişmeler

Aylık verilere göre sanayi üretimi, 2015 yılının Şubat ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 1 oranında artış kaydetmiştir. Mevsimsel düzeltilmiş ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksinde ise Kasım ayında bir önceki aya göre yüzde 1,7 oranında artış gerçekleşmiştir.

Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Üretim Endeksleri (2010=100)



2014 yılı Kasım ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre üretim, madencilik ve enerji sektöründe sırasıyla yüzde 6,2 ve yüzde 5,0 oranlarında artış, imalat sanayiinde ise yüzde 2,5 oranında azalış gerçekleşmiştir.

Aylık Sanayi Üretim Endeksi

	Yıllık		2014												2015	
	2013	2014	Şub.	Mar.	Nis.	May.	Haz.	Tem.	Ağu.	Eyl.	Eki.	Kas.	Kas.	Oca.	Şub.	
Sanayi	3,0	3,6	5,1	4,5	4,9	1,8	1,6	-4,5	12,7	4,5	4,5	-1,2	4,4	-2,2	1,0	
Madencilik	-3,6	7,4	11,6	4,3	9,5	8,6	2,6	-4,6	17,6	8,9	6,9	6,2	6,8	-11,6	-0,7	
İmalat	4,0	3,2	4,6	4,7	4,4	0,9	1,4	-5,5	12,4	3,9	4,5	-2,5	4,9	-2,3	0,7	
Gıda	5,4	4,5	6,7	6,6	6,5	-1,0	2,6	-5,9	18,0	3,2	1,9	0,0	5,8	-5,0	1,8	
Tekstil	3,4	1,1	3,3	4,0	3,6	-1,5	1,1	-10,8	10,7	3,8	3,6	-3,6	-4,4	-13,3	-9,5	
Giyim	1,7	0,1	-3,1	-4,1	3,1	1,2	0,1	-8,4	6,3	5,3	3,2	-1,6	3,5	1,2	-3,6	
Petrol	-3,5	-4,3	8,6	15,3	-7,3	-23,4	-15,6	-13,4	-2,1	2,2	7,0	0,0	-6,9	30,4	14,0	
Kimya	3,3	4,9	11,8	5,0	8,1	4,6	7,8	0,5	6,1	-2,3	-0,7	-1,9	3,6	-6,2	-7,8	
Toprak	3,4	1,9	12,1	7,5	4,5	1,0	-4,1	-10,9	9,2	-2,3	-2,5	-1,7	3,3	-13,7	-14,1	
Ana Metal	4,8	0,5	0,0	-0,1	1,7	5,3	-0,3	-6,7	11,1	4,9	-4,0	-8,2	-4,0	-7,9	-0,4	
Fabr. Metal Ürünleri	3,7	2,7	5,1	6,0	-2,5	1,9	5,1	3,0	14,2	-0,1	-3,1	-8,9	10,1	-2,5	-4,2	
B.y.s. Makine-Tekhzizat	7,4	2,7	7,4	4,0	5,0	-1,9	-0,8	-2,4	17,8	5,9	10,4	-7,8	-8,8	-7,1	-3,6	
Taşıt Araçl.	6,8	1,8	-6,9	1,2	6,7	1,2	1,5	-13,6	17,0	0,6	5,4	-2,9	28,4	19,3	24,1	
Enerji	0,1	4,6	5,4	3,2	6,3	5,6	2,6	2,3	12,2	6,7	3,0	5,1	-0,1	3,0	3,2	

Kaynak: TÜİK

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEREL İŞLERİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2015 yılı Mart ayı toplam imalat sanayii kapasite kullanım oranı, 2014 yılının aynı ayına göre 0,7 puan azalarak yüzde 72,4 oranında gerçekleşmiştir. Bir önceki aya göre ise kapasite kullanım oranı Mart ayında 0,4 puan azalmıştır.

Aylık Kapasite Kullanım Oranı

	Yıllık		2014										2015		
	2013	2014	Mar.	Nis.	May.	Haz.	Tem.	Ağu.	Eyl.	Eki.	Kas.	Ara.	Oca.	Şub.	Mar.
İmalat Sanayii	74,6	74,4	73,1	74,4	74,4	75,3	74,9	74,7	74,4	74,9	74,5	74,6	73,7	72,8	72,4
Gıda Ürünleri	71,9	71,3	69,9	70,6	70,3	71,1	71,1	69,2	69,6	73,1	72,8	73,1	72,1	70,3	69,3
Giyim	77,4	77,8	76,4	78,2	79,2	78,2	79,5	78,1	78,0	77,3	77,5	77,5	75,6	74,7	74,1
Petrol Ürünleri	73,0	70,0	65,0	69,4	67,9	63,6	64,3	72,1	74,6	77,4	80,3	76,2	69,4	72,4	72,2
Kimya	77,8	76,5	80,2	78,6	80,2	79,0	79,3	77,1	72,3	72,5	70,3	74,2	76,8	78,5	74,7
Metal Olm.	76,7	77,5	75,4	77,6	78,5	80,1	79,5	77,3	78,4	78,1	76,4	76,9	74,7	72,1	71,3
Ana Metal	77,4	74,7	74,3	72,2	71,9	75,0	74,6	76,0	76,6	75,4	74,1	74,9	74,2	74,0	72,0
Motorlu Taşıtlar	74,3	68,8	66,6	68,7	65,5	68,2	69,0	70,3	67,9	68,3	70,6	72,1	71,8	70,8	72,7

Kaynak: TCMB

Yurtiçi Talebe İlişkin Göstergelerdeki Gelişmeler

2015 yılının Ocak-Şubat dönemlerinde; beyaz eşya üretimi, yurtiçi satışı ve ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre, sırasıyla, yüzde 11,2, yüzde 2,1 ve yüzde 7,8 oranlarında artmış, ithalatı ise yüzde -10 oranında azalmıştır. Otomobil üretimi; 2015 yılının Ocak-Mart döneminde yüzde 19,2 oranında artarken, otomobil ihracatı yüzde 16,5 oranında artmıştır.

Yurtiçi Talebe İlişkin Göstergeler

	Yıllık				2015		
	2011	2012	2013	2014	Oca.	Şub.	Mar.
Beyaz Eşya Yurtiçi Satışları*	19,3	-0,2	5,8	-1,8	1,4	2,1	
Toplam Otomobil Üretimi	6,0	-9,8	9,8	15,1	16,2	19,4	19,2
Toplam Otomobil Satışları	16,4	-6,3	19,5	-11,6	0,5	26,7	42,1
İthal Otomobil Satışları	16,9	-1,1	26,3	-16,9	-6,1	20,8	35,6

* Buzdolabı, çamaşır makinesi, bulaşık makinesi ve fırından oluşan beyaz eşya kapsamına; 2010 yılı Ocak ayından itibaren derin dondurucu ve kurutma makinesi eklenmiştir. Kaynak: TÜİK

2015 yılının Ocak-Mart döneminde; otomobil satışları ve ithal otomobil satışları sırasıyla yüzde 42,1 ve yüzde 35,6 oranlarında artmıştır.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Ödemeler Dengesi

Cari İşlemler Dengesi

2015 yılının Ocak-Şubat döneminde ödemeler dengesinde gösterildiği şekliyle, dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 34,1 oranında azalarak 5,7 milyar dolar olmuştur. Aynı dönemde, birincil gelir dengesinde 1,4 milyar dolar açık kaydedilirken, hizmet dengesi fazlası yüzde 23,6 oranında artarak 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda 2015 yılının ilk iki ayında cari açık, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 37,5 oranında azalarak 5,2 milyar dolar olmuştur. 2014 yılının Şubat ayında 62,2 milyar seviyesinde olan yıllıklandırılmış cari açık, 2015 yılının aynı ayında 42,8 milyar dolar olarak kaydedilmiştir.

Dış Ticaret Dengesindeki Gelişmeler (Milyon Dolar)

	İhracat		Yüzde Değişme		İthalat		Yüzde Değişme		Dış Ticaret	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Ocak	12.400	12.316	8,0	-0,7	19.286	16.636	2,6	-13,7	-6.886	-4.320
Şubat	13.054	12.272	5,4	-6,0	18.240	16.927	-6,0	-7,2	-5.186	-4.655
Mart	14.681		11,9		19.932		-3,1		-5.251	
Nisan	13.372		7,2		20.659		-9,5		-7.287	
Mayıs	13.682		3,1		20.875		-10,2		-7.193	
Haziran	12.881		3,9		20.793		-1,0		-7.912	
Temmuz	13.346		2,2		19.941		-13,2		-6.595	
Ağustos	11.388		2,4		19.498		7,1		-8.110	
Eylül	13.585		4,0		20.596		-0,1		-7.011	
Ekim	12.892		7,0		19.185		-1,5		-6.293	
Kasım	13.070		-8,0		21.385		-0,1		-8.315	
Aralık	13.276		0,8		21.794		-5,8		-8.518	
Toplam	157.628		3,8		242.183		-3,8		-84.555	

2015 yılı Ocak-Şubat döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, ihracat yüzde 3,4 oranında azalırken, ithalat yüzde 10,6 oranında azalmış ve sırasıyla 24,6 milyar dolar ve 33,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2014 Şubat ayında yüzde 71,6 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2015 yılının aynı ayında yüzde 72,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemler itibarıyla altın ticareti hariç karşılama oranı ise sırasıyla yüzde 68,1 ve yüzde 63,2 olarak gerçekleşmiştir.

İhracatçı Birliklerinin kayıtlarına göre 2014 yılının Aralık ayında ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 1,1 oranında artarak 13,1 milyar dolar olmuştur. 2014 yılının tamamında ise ihracat yüzde 4 oranında artışla 157,6 milyar dolara yükselmiştir.

2015 yılının Ocak-Şubat döneminde ithalat geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 10,6 oranında azalarak 33,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, ara, tüketim ve yatırım malları ithalatı sırasıyla yüzde 12,9, yüzde 5,7 ve yüzde 2,5 oranında azalmıştır. Aynı dönemler itibarıyla enerji ithalatı, geçen yılın aynı ayına göre reel olarak yüzde 7,6 oranında artarken altın ithalatı reel olarak yüzde 32,9 oranında azalmıştır.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Aynı dönemde altın ve enerji hariç reel ithalat ise yüzde 4,1 oranında azalmıştır. 2015 yılının ilk iki ayında binek otomobil ithalatı geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 16 oranında artarken, sanayi için işlem görmüş hammaddeler ithalatı yüzde 10,7 oranında azalmıştır.

– **Hizmetler Dengesi**

2014 yılında 24,5 milyar dolar olarak gerçekleşen net seyahat gelirleri, 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 6 oranında artış kaydetmiş ve 1,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Hizmetler başlığının diğer önemli bir kalemi olan taşımacılık kalemi ise, söz konusu dönemde yüzde 60,1 oranında artış kaydederek 445 milyon dolar tutarında net gelir sağlamıştır. İnşaat hizmetlerinden elde edilen döviz geliri ise 2015 yılının ilk iki aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 17 milyon dolar azalış göstererek 62 milyon dolar tutarında net gelir sağlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda, 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde net hizmetler dengesi kalemi fazlası, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,6 oranında artmış ve 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

– **Birincil Gelir Dengesi**

Birincil gelir dengesindeki net çıkış 2014 yılında 8,7 milyar dolar iken, 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde 1,4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. 2015 yılının ilk iki ayında doğrudan yatırım gideri olarak kar transferleri 505 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Diğer yatırımların alt bileşenlerinden olan faiz giderleri ise 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 3,2 oranında azalarak 668 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

– **İkincil Gelir Dengesi**

2014 yılında 1,1 milyar dolar olarak gerçekleşen ikincil gelir dengesi (cari transferler), 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde 151 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)

	Yıllık		Ocak-Şubat	
	2013	2014	2014	2015
I. Dış Ticaret Dengesi	-79.907	-63.572	-8.689	-5.723
1.İhracat f.o.b. 2.İthalat	151.803	157.627	25.454	24.588
c.i.f.	251.661	242.184	37.526	33.563
3.Diğer	19.951	20.985	1.512	3.252
II. Hizmetler Dengesi (Net)	22.844	25.224	1.397	1.727
1.Taşımacılık	3.309	4.168	278	445
2.Seyahat	23.180	24.480	1.659	1.759
3.İnşaat Hizmetleri	675	1.084	79	62
4.Sigorta Hizmetleri	-718	-507	-66	-33
5.Finansal Hizmetler	-555	-1.079	-88	-101
6.Diğer Ticari Hizmetler	-2.158	-2.017	-314	-290
7.Resmi Hizmetler 8.Diğer Hizmetler	-888	-1.498	-156	-215
	99	775	41	134
III. Birincil Gelir Dengesi	-8.986	-8.722	-1.156	-1.356
1. Ücret Ödemeleri	-288	-396	-60	-84
2. Yatırım Geliri Doğrudan Yatırımlar Portföy Yatırımları Diğer Yatırımlar	-8.698	-8.326	-1.096	-1.272
	-3.383	-2.332	-272	-466
	-1.311	-1.972	-375	-354
	-4.004	-4.022	-449	-452
Faiz Geliri	1.778	1.666	241	216
Faiz Gideri	5.782	5.688	690	668
Uzun Vade	4.573	4.374	531	488
Kısa Vade	1.209	1.314	159	180
V. İkincil Gelir Dengesi Cari İşlemler Dengesi	1.391	1.123	122	151
	-64.658	-45.947	-8.326	-5.201

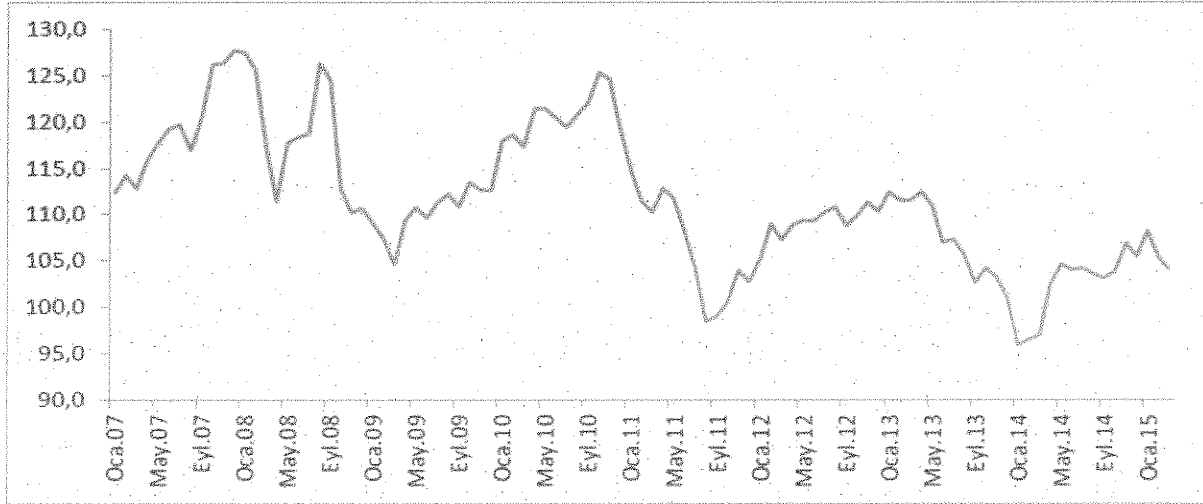
Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler

Sermaye ve finans hesabında net kayıtlı sermaye girişi 2014 yılında 43 milyar dolar iken 2015 yılının Ocak-Şubat döneminde 5,2 milyar dolar tutarında gerçekleşmiştir. 2015 yılının ilk iki ayında yurt dışında yerleşik kişilerin yurt içinde yaptıkları net doğrudan yatırımlar bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 11,1 oranında artarak 2,2 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar altında yer alan yurt dışında yerleşik kişilerin net gayrimenkul alımları ise aynı dönemler itibarıyla 48 milyon dolar tutarında azalış göstermiş ve 590 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yaptıkları doğrudan yatırımlar yüzde 62,2 oranında artmış ve 5,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucunda doğrudan yatırımlarda gerçekleşen net sermaye girişi 2015 yılının ilk iki aylık döneminde, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 6,1 oranında artarak 2,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu rakam 2014 yılının tamamında 5,5 milyar dolar olarak kaydedilmiştir.

ARTE DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2014 yılında 19,9 milyar dolar olan portföy yatırımlarından net sermaye girişi, 2015 yılının Ocak- Şubat döneminde 1,4 milyar dolar seviyesinde net giriş olarak kaydedilmiştir. Söz konusu dönemde, yurtdışında yerleşik kişiler borçlanma senedi piyasasında 1,3 milyar dolar tutarında DİBS satışı gerçekleştirirken, Hazine Müsteşarlığı ve özel sektör tarafından ihraç edilen yurt dışı tahvillerin net büyüklüğü sırasıyla 249 milyon dolar ve 43 milyon dolar olmuştur.

Reel Kur Endeksi



Kaynak: TCMB

Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)

	Yıllık		Ocak-Şubat	
	2013	2014	2014	2015
Sermaye ve Finans Hesapları	-62.054	-43.592	-3.072	-2.267
1. Doğrudan Yatırımlar	-8.830	-5.488	-2.180	-2.313
Net Varlık Edinimi	3.627	7.047	650	451
Net Yükümlülük Oluşumu	12.457	12.535	2.830	2.764
2. Portföy Yatırımları	-23.986	-19.980	-1.440	-1.409
Net Varlık Edinimi	-2.601	741	12	-64
Net Yükümlülük Oluşumu	21.385	20.721	-1.428	1.345
-Hisse Senetleri	842	2.559	-403	-41
-Borç Senetleri	20.543	18.162	-1.025	1.386
3. Diğer Yatırımlar	-39.053	-17.590	1.874	-1.461
Net Varlık Edinimi	-4.548	-240	-660	1.541
Net Yükümlülük Oluşumu	8.633	964	-1.961	4.295
-Ticari Krediler	5.605	333	1.702	1.241
-Krediler	-21.234	-15.105	-1.073	69
-Genel Hükümet	-870	-891	-157	-370
-Bankalar	21.636	12.005	-261	-681
-Diğer Sektörler	1.099	5.854	1.519	1.147
-Efektif ve Mevduatlar	-13.181	-1.204	1.301	-2.754
-Diğer Yükümlülükler	-384	-470	-56	-17
4. Rezerv Varlıklar	9.911	-468	-4.184	2.918
Net Hata Noksan	2.796	2.487	5.298	2.938

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Diğer yatırımlar kaleminde 2014 yılının Ocak-Şubat döneminde 1,9 milyar dolar net çıkış kaydedilirken, 2015 yılının aynı döneminde 1,5 milyar dolar net giriş gerçekleşmiştir. 2015 yılının Ocak- Şubat döneminde, genel hükümet ve bankalar sırasıyla 370 milyon dolar ve 681 milyon dolar net kredi ödemesinde bulunurken, diğer sektörler 1,1 milyar dolar net kredi kullanımında bulunmuştur.

2014 yılının Ocak-Şubat döneminde 4,2 milyar dolar azalış kaydeden resmi rezervler 2015 yılının aynı döneminde 2,9 milyar dolar artış kaydetmiştir. Aynı dönemler itibarıyla net hata ve noksan kaleminde 2014 ve 2015 yılında sırasıyla 5,3 milyar dolar ve 2,9 milyar dolar giriş kaydedilmiştir.

2014 yılının Nisan ayından itibaren yükseliş eğilimine giren reel kur endeksi, 2015 yılının Mart ayında da bu eğilimini korumuş ve 104,1 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Gelişmeleri Ve Para Politikası

2015 yılı Mart ayında TÜFE’de beklentilerin üzerinde yüzde 1,19 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelişmede gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarındaki artış belirleyici olmuştur. TÜFE’de 12 aylık artış oranı baz etkisi nedeniyle yüzde 7,61’e yükselmiştir.

Yİ ÜFE’de Mart ayında yüzde 1,05 oranında artış kaydedilmiş ve Yİ ÜFE’de yıllık artış hızı yüzde 3,41’e gerilemiştir.

Mart ayında TÜFE’de gerçekleşen yüzde 1,19 oranındaki artışta gıda ve alkolsüz içecekler grubunda kaydedilen yüzde 2,47 oranındaki artış etkili olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecekler grubunun aylık enflasyona etkisi 0,61 puan olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, ulaştırma, konut ve lokanta ve oteller gruplarında fiyatlar sırasıyla yüzde 0,91, yüzde 0,72 ve yüzde 1,42 oranlarında artmıştır. Söz konusu grupların aylık enflasyona etkisi sırasıyla 0,14, 0,12 ve 0,1 puan olarak gerçekleşmiştir.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YERİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2014 yılı Mart Ayı İtibarıyla Ana Harcama Gruplarına Göre TÜFE Yüzde Değişim Oranları

	Ağırlık (%)	Aylık		Ocak-Mart		12 Aylık		Yıllık Ortalama	
		2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
GENEL	100,00	1,13	1,19	3,57	3,03	8,39	7,61	7,70	8,70
Gıda ve alkolsüz içecek	24,25	2,10	2,47	7,50	8,82	10,12	14,12	9,99	13,25
Alkollü içecek ve tütün	4,82	-0,02	-0,01	7,46	3,72	3,10	3,92	11,73	4,22
Giyim ve ayakkabı	7,38	2,49	1,06	-10,09	-12,18	7,30	5,91	5,98	8,42
Konut	15,79	0,23	0,72	1,18	2,32	4,84	8,03	5,82	6,43
Ev eşyası	7,78	0,90	0,57	3,83	2,83	7,64	7,01	5,37	8,48
Sağlık	2,57	0,85	0,99	3,52	3,33	7,02	8,43	3,84	8,85
Ulaştırma	15,38	0,88	0,91	5,78	2,12	13,74	-1,47	8,95	6,12
Haberleşme	4,38	0,27	-0,03	-0,14	1,86	0,88	3,64	3,71	1,76
Eğlence ve kültür	3,54	0,68	1,22	2,58	3,48	7,97	6,61	4,05	7,07
Eğitim	2,53	0,19	0,20	0,46	0,15	9,98	7,97	8,31	8,60
Lokanta ve oteller	6,98	1,33	1,42	4,54	3,42	12,51	12,76	9,82	13,55
Çeşitli mal ve hizmet.	4,60	1,20	0,52	4,84	3,66	5,27	8,44	3,99	8,40

Kaynak: TÜİK

Sanayi sektöründe fiyatların Mart ayındaki gelişimi incelendiğinde, sektör içinde en yüksek paya sahip olan imalat sanayii fiyatlarının yüzde 0,98 oranında arttığı görülmektedir. Bu dönemde imalat sanayii içinde en yüksek ağırlığa sahip olan kalemlerden; gıda ürünleri fiyatlarında ve ana metal grubu fiyatlarında sırasıyla yüzde 0,18 ve yüzde 1,53 oranında artış kaydedilmiştir. Bununla birlikte kimyasallar ve kimyasal ürünlerin fiyatları da yüzde 2,69 oranında artmıştır. Bu dönemde elektrik ve gaz üretimi ve su temini fiyatları sırasıyla yüzde 0,51 ve 0,53 oranında artarken, madencilik ve taş ocaklığı fiyatlarında da yüzde 2,92 oranında artış kaydedilmiştir.

Parasal Büyüklüklerdeki Gelişmeler

(Milyon TL)	2015 Mart	2014 Mart
Emisyon	91.818	78.581
Rezerv Para	106.668	92.135
M1	261.892	229.538
M2	1.071.655	938.075
M3	1.119.686	980.087
(Yüzde Değişme)	2015 Mart/ 2014 Mart	
Emisyon	16,8	
Rezerv Para	15,8	
M1	14,1	
M2	14,2	
M3	14,2	
TÜFE	7,6	

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜCAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2015 yılı Mart ayı itibarıyla bir önceki yılsonuna göre M1 para arzında yüzde 14,1 oranında, M2 para arzında da yüzde 14,2 oranında, M3 para arzında ise yüzde 14,2 oranında artış kaydedilmiştir. Aynı dönemde emisyon hacminde 13,2 milyar TL'lik, rezerv para hacminde ise 14,5 milyar TL'lik artış yaşanmıştır. 2015 Mart ayında yıllık bazda parasal büyüklüklerin artış hızlarının TÜFE artış hızlarından daha yüksek gerçekleştiği gözlenmektedir.

2014 yılının son çeyreğinde petrol fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle enflasyon oranlarında belli bir iyileşme görülmüştür. Petrol fiyatlarındaki söz konusu düşüş, Rusya başta olmak üzere petrol ihracatçısı ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiş ve bu durum uluslararası risk iştahını sınırlamıştır. Gelişmekte olan ülkelere olan risk algısının artmasının yanında ABD ekonomisindeki toparlanmanın devam etmesi ABD dolarının gelişmekte olan para birimlerine karşı değer kazanmasına neden olmuştur. Aynı dönemde ABD Merkez Bankası(Fed)'nin faiz artırımına gideceği yönündeki beklentilerin artması ile birlikte Türk lirası dolar karşısında genel olarak değer kaybetmiş ve dolar paritesi dalgalı bir seyir izlemiştir. Söz konusu konjonktürde TCMB Ekim, Kasım ve Aralık aylarında yaptığı toplantılarda faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir.

2015 yılının ilk aylarında da enflasyon oranındaki iyileşme baz etkisinden dolayı devam etmiştir. Geçen senenin aynı döneminde döviz kurlarındaki dalgalanmalar enflasyon üzerine yukarı yönlü bir baskı yaratmıştı. Bu yılın ilk aylarında bu etkinin kaybolması ile enflasyonda bir iyileşme bekleniyordu. 2014 yılının Aralık ayında başlayan ABD doları/TL paritesindeki yukarı yönlü hareket, yurtdışındaki ekonomik gelişmelerle birlikte yurtiçinde de yaşanan siyasi gelişmeler ile birlikte 2015 yılının ilk üç ayında daha sert bir şekilde devam etmiştir. Döviz kurlarındaki Türk lirası açısından olumsuz olan bu gelişmelerin yanında ekonomiye dair verilerin de 2015 yılı ekonomik performansının beklentilerin altında kalacağına işaret etmesi faiz kararlarında TCMB'nin hareket alanını kısıtlamıştır.

2015 yılının ilk yarısında yurtdışı ekonomik gelişmeler de yurtiçi ekonomiye olumlu katkı sağlamamıştır. ABD ekonomisine dair verilerin iyi gelmesi ve özellikle Fed'in faiz kararlarında etkili olan işgücü piyasasındaki gelişmelerin toparlanmaya işaret etmesi faiz artırımını tarihine dair beklentileri öne çekmiştir. Söz konusu beklentiler ve faiz artırımını konusundaki spekülasyonlar, küresel sermayenin özellikle ekonomik göstergelerinden zayıflama olan gelişmekte olan ülkelere çıkmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda TCMB, faiz oranlarında ılımlı indirimler yapmayı tercih etmiştir ve 20 Ocak 2015 tarihindeki PPK toplantısında faiz koridorunun üst ve alt bantlarında sırasıyla 50 ve 25 baz puanlık indirimler gerçekleştirirken 24 Şubat 2015'teki toplantıda ise bir hafta vadeli repo faiz oranını 25 baz puan aşağı çekmiştir.


ARIF DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

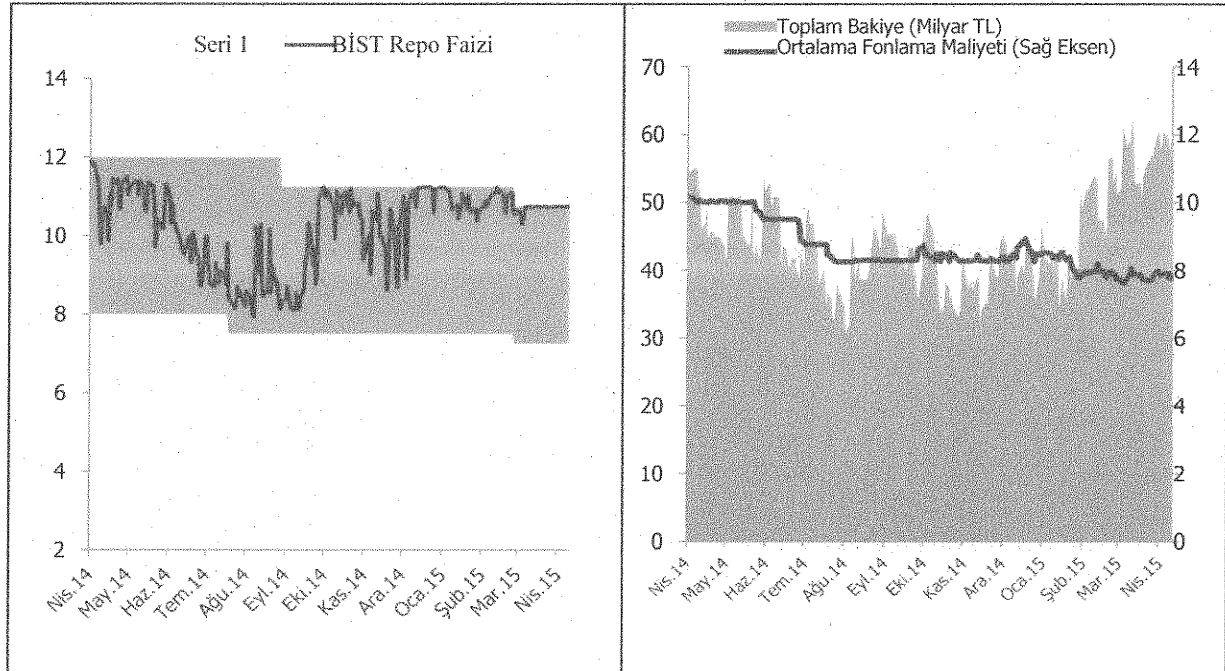
Merkez Bankası Faiz Oranlarında Gelişmeler

PPK Toplantı Tarihleri	Faiz Kararı (1)	Politika Faizi (1)	Gecelik	Gecelik Borç
21.Oca.14	Değişiklik	4,50	3,50	7,75
28.Oca.14	550 baz puan	10,0	8,0	12,0
18.Şub.14	Değişiklik	10,0	8,0	12,0
18.Mar.14	Değişiklik	10,0	8,0	12,0
24 Nis.14	Değişiklik	10,0	8,0	12,0
22 May.14	50 baz puan	9,5	8,0	12,0
24 Haz.14	75 baz puan	8,75	8,0	12,0
17 Tem.14	50 baz puan	8,25	7,5	12,0
27 Ağu.14	Değişiklik	8,25	7,5	11,25
25 Eyl.14	Değişiklik	8,25	7,5	11,25
23 Eki.14	Değişiklik	8,25	7,5	11,25
27 Kas.14	Değişiklik	8,25	7,5	11,25
25 Ara.14	Değişiklik	8,25	7,5	11,25
20 Oca.15	50 baz puan	7,75	7,5	11,25
24 Şub.15	25 baz puan	7,50	7,25	10,75
17 Mar.15	Değişiklik	7,50	7,25	10,75

Kaynak: TCMB

(1) Merkez Bankası politika faiz oranındaki karar ve oran.

Faiz Koridoru ve Ortalama Fonlama Maliyeti



ARTI DEĞER
 ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
 YEMİNLİ MALİ MUŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2015 yılı Mart ayı sonu itibarıyla Merkez bankası brüt döviz rezervi 103,5 milyar dolar, altın rezervi ise 19,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde Bankanın döviz yükümlülükleri 74,4 milyar dolar, altın yükümlülükleri ise 15,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Banka 2015 yılının ilk üç ayında düzenlediği döviz satım ihalelerinde toplamda 2,7 milyar dolar piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır. Öte yandan bu dönemde döviz yükümlülüklerinde sınırlı miktarda artış yaşanmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak net döviz pozisyonunda 2015 yılının ilk çeyreğinde 4,3 milyar düşüş gözlemlenmiştir.

Mali Piyasalardaki Gelişmeler

2013 yılının sonlarından itibaren döviz kurunda yaşanan aşırı hareketlilik ve finans piyasalarındaki oynaklık enflasyon görünümünü ve makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkilemektedir. ABD para politikasının normalleşme süreci ve Euro Bölgesindeki iktisadi faaliyetin zayıf seyretmeye devam etmesi yeni bir dengenin oluşmasına neden olmaktadır. ABD'de faiz oranlarına yönelik artış sinyalleri ve Euro Bölgesinde sürmekte olan parasal genişleme doların Euro karşısında güçlenmesine yol açmaktadır. Küresel anlamda güçlenen dolar, TL de dâhil olmak üzere pek çok ülke para birimi karşısında farklı oranlarda değer kazanmaktadır. Bunun yanında, jeopolitik risklerin ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların petrol ithalatçısı ve ihrac eden ülkeler üzerinde yarattığı ekonomik etkilerin küresel piyasalar üzerindeki yansımaları devam etmektedir.

Sıkı para politikası duruşunun ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi artışındaki yavaşlama azalarak devam etmektedir. Kredi büyümesindeki yavaşlama daha çok tüketici kredilerinden kaynaklanmakta, ticari krediler ise geçmiş yıllardaki ivmesini kaybetse de artmaya devam etmektedir. 2015 yılı Mart ayı sonu itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre tüketici kredileri sınıfındaki taşıt kredileri ve bireysel kredi kartlarının negatif yönlü seyri sürmektedir. Toplam içindeki paylara bakıldığında ise tüketici kredilerinden ticari kredilere bir miktar kayma olduğu görülmektedir.

2014 yılı Haziran ayından bu yana TCMB tarafından 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranının düşürülmesi, kredi faiz oranlarının da düşme eğilimini sürdürmesine neden olmaktadır. 2015 yılı Mart ayı sonu itibarıyla tüketici kredileri ağırlıklı ortalama faiz oranı yüzde 13,4 ve ticari krediler ağırlıklı ortalama faiz oranı yüzde 12,9 olarak gerçekleşmiştir.

2015 yılı Şubat ayı sonu itibarıyla takipteki alacakların toplam kredilere oranı yüzde 2,9 oranında seyretmektedir. Uzun süredir artış eğiliminde olan mevduatın krediye dönüşüm oranı yüzde 121,3 ile bir miktar azalış göstermiştir. Yabancı para net genel pozisyonu/özkaynak standart oranının yüzde -1,4 ile mevzuatta belirtilen yasal orandan oldukça düşük olması bankacılık sektörünün döviz riskinin sınırlı olduğunu göstermektedir. Aktif ve özkaynak kârlılıkları sırasıyla yüzde 1,3 ve yüzde 11,9 olarak gerçekleşmiş olup oranlardaki düşüşün net faiz marjlarındaki daralmadan kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

2012 yılı Temmuz ayından itibaren Basel II standartlarının uygulandığı sektörün sermaye yeterlilik oranları azalma eğilimini koruyarak yüzde 15,7 olarak gerçekleşmiştir. Toplam likidite yeterlilik oranının yüzde 141,2 ile asgari yükümlülüğün oldukça üzerinde olması sektörün yüksek miktarda likit varlıkla çalıştığını göstermektedir.

2015 yılı Şubat ayı sonu itibarıyla yurtiçi yerleşiklerin yatırım portföyleri arasında en yüksek orana sahip kalem yüzde 40,5 ile TL mevduat olmaya devam etmektedir. Bunu yüzde 22,7 ile döviz mevduatı ve yüzde 22,1 ile devlet iç borçlanma senetleri takip etmektedir. 2014 yılı sonuyla karşılaştırıldığında TL mevduat, devlet iç borçlanma senetleri, hisse senedi ve özel sektör borçlanma senetlerinin portföydeki ağırlığının azaldığı görülürken payında en fazla artış olan menkul kıymet, dolardaki artışın da etkisiyle döviz mevduatı olarak kaydedilmiştir.

2015 yılı Şubat ayı sonu itibarıyla yurtdışı yerleşiklerin portföy tercihlerini ağırlıklı olarak yüzde 38,8 oranında hisse senetleri, yüzde 33,2 oranında devlet iç borçlanma senetleri ve yüzde 14,9 oranında da döviz mevduatı oluşturmaktadır. 2014 yılı sonuyla karşılaştırıldığında TL mevduat, hisse senedi ve devlet iç borçlanma senetlerinin portföydeki ağırlıklarının azaldığı; döviz mevduatı, ve reponun paylarının ise arttığı görülmektedir. Bu dönemde yurtdışı yerleşiklerin portföylerindeki payını en çok artırdıkları menkul kıymet döviz mevduatıdır.

Bankacılık Sektörü Kredileri

	Aralık 2014			Mart 2015		
	Milya r TL	Aralık 2013'e göre yüzde değişim	Yüzde Pay	Milya r TL	Mart 2014'e göre yüzde değişim	Yüzde Pay
TOPLAM KREDİLER⁽¹⁾	1.180,5	18,3	100,0	1.260,4	23,0	100,0
Ticari ⁽²⁾	828,2	24,3	70,2	896,0	29,1	71,1
Tüketici	352,3	6,2	29,8	364,4	10,4	28,9
Konut	124,6	13,0	10,6	131,8	17,6	10,5
Taşıt	6,8	-21,5	0,6	6,4	-18,8	0,5
Diğer	148,1	14,6	12,5	153,7	16,2	12,2
Bireysel Kredi Kartları	72,8	-12,7	6,2	72,6	-7,1	5,8
Taksitli	33,1	-30,3	2,8	32,3	-19,8	2,6
Taksitsiz	39,7	10,3	3,4	40,2	6,5	3,2

Kaynak: TCMB

(1)) Mali olmayan kesime verilen kredileri ifade eder. TCMB tarafından verilen krediler dahil değildir.

(2)) Yurtdışı yerleşiklerin vadeli ve vadesiz hesaplarını da içermektedir.

TL Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (Akım Verileri)

	İhtiyaç Kredileri	Taşıt Kredileri	Konut Kredileri	TÜKETİCİ KREDİLERİ	TİCARİ KREDİLER
2010 Aralık	12,0	9,7	9,6	10,8	8,4
2011 Aralık	19,7	12,1	14,4	17,6	14,3
2012 Aralık	14,2	11,0	10,1	12,3	11,7
2013 Aralık	13,6	10,9	10,6	12,4	11,3
2014 Aralık	14,4	12,6	11,0	13,2	12,5
2015 Ocak	14,9	13,0	11,0	13,8	12,8
2015 Şubat	14,9	13,1	10,8	13,6	12,7
2015 Mart	14,7	12,5	10,8	13,4	12,9

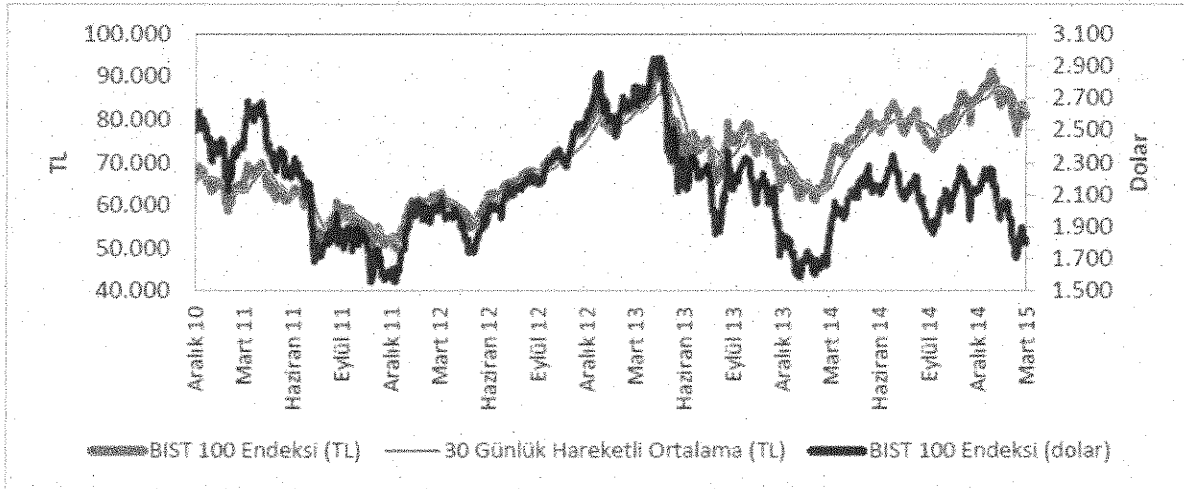
Kaynak: TCMB

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEREL MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2014 yılı Aralık ayı sonu itibarıyla hanehalkı finansal yükümlülükleri incelendiğinde söz konusu miktarın bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 9,8 oranında artarak 385 milyar TL seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Hanehalkı finansal yükümlülüklerinin artmaya devam etmekle birlikte makro ihtiyati tedbirlerin etkisiyle büyük oranda ivme kaybettiği değerlendirilmektedir. Söz konusu yükümlülüklerin GSYH'ya oranı da 2013 yılı sonunda yüzde 22,4 iken 2014 yılsonunda yüzde 22'ye gerilemiştir.

2015 yılının Ocak ayında artış gösteren BIST-100 Endeksinde, Şubat ve Mart aylarında gerileme görülmüştür. 2015 yılı Mart ayı sonu itibarıyla Endeks aylık yüzde 3,9 oranında gerilerken yıllık bazda yüzde 15,9 oranında yükselmiştir. Reel bazda getiri incelendiğinde ise Endekste TÜFE'ye göre aylık bazda 5,5 gerileme, yıllık bazda yüzde 7,7 artış gerçekleştiği görülmektedir. Dolar bazında bakıldığında da Endeks, dolar kurunda 2014 yılının ilk çeyreğinde görülen hızlı artışın etkisiyle, aylık bazda yüzde 7,8, yıllık bazda ise yüzde 4,4 oranında gerilemiştir.

BIST 100 Endeksi



2014 yılı sonunda diğer gelişmekte olan ülkelere oranla daha yüksek seviyede bulunan BIST-100 Endeksinin getiri oynaklığı 2015 yılı Ocak ayında gerilemiş, Şubat ve Mart ayında ise tekrar artış göstermiştir.

Yukarıda belirtilen açıklamalar ışığında Türkiye Ekonomisi 2015 yılı büyüme oranı %3,7 ve enflasyon oranı %5,4 olarak tahmin edilmiştir. Uzun vadeli enflasyon oranı %5 olarak tahmin edilmiştir.

4. Akaryakıt Sektörü

4.1. Küresel Petrol Sektörü

2014 yılının ilk verileri ışığında Dünya petrol rezerv miktarı 1,65 trilyon varil olarak kaydedilmiştir. Konvansiyonel yollar ile eklenen rezervler dikkate alındığında 2010 yılındaki Brezilya tuz altı keşifleri sonrasında eklenen rezerv miktarlarında önemli düşüşler söz konusudur. Buna ek olarak 2010 sonrası dönemde Dünya'da 500 milyon vpe'den (varil petrol) büyük rezervli keşiflerde azalma dikkati çekmektedir. 2014 yılında ise bu kapsamda değerlendirilebilecek keşif gerçekleşmemiştir.

Endüstrinin en hareketli olduğu bölge halen Kuzey Amerika'dır. Amerika bölgesi endüstri hareketliliği ve yenilikçiliği ile dikkati çekerken ABD'de petrol rezervleri artmaya devam etmektedir. ABD'de özellikle rezerv değerlendirme ve üretilebilir rezervin yeni üretim teknikleri ile artırılması etkili olmaktadır. Bu kapsamda Kuzey Amerika'da gerçekleşen 3 milyar varillik rezerv ekleme büyük ölçüde ABD kaynaklı olmuştur. Küresel petrol rezervleri değerlendirildiğinde, Orta Doğu bölgesi dünya petrol rezervlerinin % 48,5'lik bölümüne sahip olarak dikkat çekmektedir. Orta Doğu'yu, % 19,8'lik rezerv miktarı ile Orta ve Güney Amerika, % 13,3'lük rezerv ile Kuzey Amerika takip etmektedir. Buna ek olarak küresel petrol rezervlerinde Afrika % 7,6, Avrasya % 7,2 Asya ve Okyanusya % 2,8 ve Avrupa % 0,8'lik pay sahibidir.

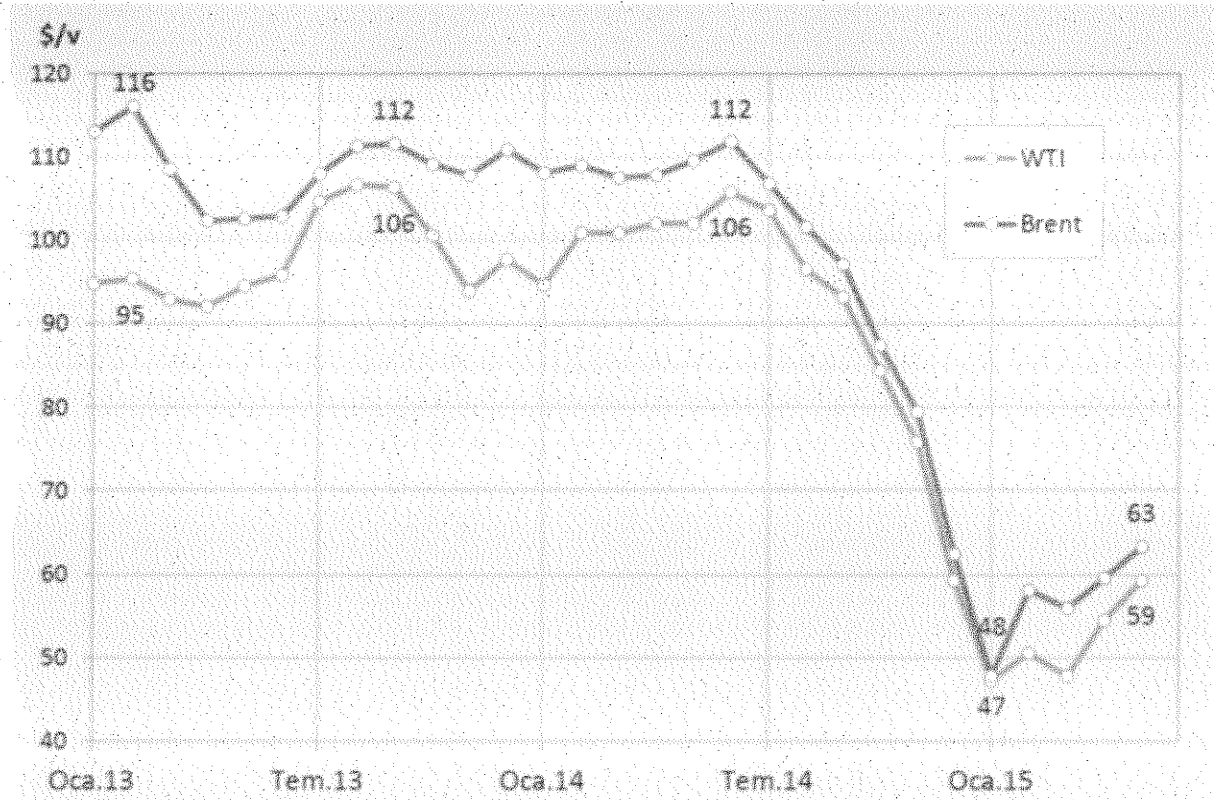
2013 yılının sonunda 90,08 milyon v/g olarak kaydedilen petrol üretimi % 2,3 artarak 2014 yılında 92,15 milyon v/g'e yükselmiştir. Bu üretimin % 39,44'ünü OPEC ülkeleri gerçekleştirmiştir. Irak ve Libya'nın üretimlerindeki dalgalanma 2014 yılının başında petrol fiyatlarının da yükselmesine neden olmuştur. Ancak dönem içinde yükselen Amerikan petrol üretimi (LTO ve kondensat) öncelikle petrol fiyatlarının yılın ortasına doğru dengelenmesine ve petrol fiyatlarının yükselişinin durmasına neden olmuş ve devamında Irak - Kuzey Irak'ın da piyasaya girmesiyle fiyatların aşağı yönelmesine neden olmuştur. Bu hareketin neticesinde Aralık 2014'te petrol fiyatları da 63 \$/v'e gerilemiş ve 2015'in birinci çeyreğinde aşağı yönlü hareketini sürdürmüştür.

2012 yılında 89,9 milyon v/g olan dünya petrol tüketimi % 1,5'lik artış ile 2013 yılında 91,3 milyon v/g olarak kaydedilmiştir. Bu dönem içinde ABD'de petrol tüketiminde % 2 ve Çin petrol tüketiminde % 3,7'lik artışlar gerçekleşmiştir. 2014 yılı petrol tüketimi değerlendirildiğinde dünya ekonomisinde büyüme beklentisinin altında kalan ekonomik performans büyük ölçüde dikkati çekmiştir. Bu durum üzerinde özellikle küresel finans krizi ve devamında Avrupa ekonomilerinde görülen borç krizinin etkileri devam etmiştir. Bunun neticesinde petrol arzı kadar hızlı artmayan petrol talebi 2014 yılında fiyatların düşmesine de neden olmuştur. Uluslararası Enerji Ajansı 2014 yılı petrol talebini 92,4 milyon v/g olarak belirtmiştir.


ARIF DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2012 yılında 54,7 milyon v/g olarak gerçekleşen dünya ham petrol ticareti 2013 yılında % 1,7 artarak 55,7 milyon v/g olarak kaydedilmiştir. Petrol ticaretindeki artışta, ABD ve Japonya'nın, petrol ithalatındaki azalmaya rağmen Avrupa ve diğer ithalatçı ülkelerdeki talep artışı etkili olmuştur.

2014 yılının ilk 6 ayında da 109 \$/v olan Brent petrolü, Haziran ayında 115 \$/v seviyesini gördükten sonra hızlı bir düşüşe geçmiş ve 31 Aralık 2014 tarihi itibariyle 56 \$/v'e kadar düşmüştür.



Şekil 14. 2013-2015 Dönemi Brent ve WTI Petrol Fiyatları (Kaynak: EIA)

2015 yılının başına bakıldığında ise ekonomik büyüme oranlarında toparlanma ile birlikte petrol talebi artmaya, arz ise dengelenmeye başlamıştır. Buna ek olarak OPEC petrol sözleşmelerine dahil olan oyuncuların arttığını ve işlem hacminin yükseldiğini, bu durumun da petrol fiyatlarının yükselmesinde etkili olduğunu ifade etmiştir.

4.2. Türkiye Akaryakıt Sektörü

Ürün Adı	2012		2013		2014		2012-2013	2013-2014
	Miktarı (ton)	Payı (%)	Miktarı (ton)	Payı (%)	Miktarı (ton)	Payı (%)	Değişim (%)	Değişim (%)
Motorin	14.798.993	82,08	15.862.193	82,79	16.092.251	80,81	7,18	1,45
Motorin (Biodizel ihtiva eden)	648.980	3,6	858.802	4,48	1.338.039	6,72	32,33	55,80
Kurşunsuz Benzin 95 Oktan	1.845.077	10,23	1.827.196	9,54	1.915.385	9,62	(0,97)	4,83
Fuel Oil (Kükürt Oranı %0.1i geçen ancak %1i geçmeyenler)	371.420	2,06	298.350	1,56	322.390	1,62	(19,67)	8,06
Kalorifer Yakıtı (Kükürt Oranı %0.1i geçen ancak %1i geçmeyenler)	243.739	1,35	200.135	1,04	174.279	0,88	(17,89)	(12,92)
Gazyağı	41.080	0,23	46.696	0,24	39.769	0,2	13,67	(14,83)
Yüksek Kükürlü Fuel Oil (Kükürt oranı %1i geçenler)	41.610	0,23	25.734	0,13	22.800	0,11	(38,15)	(11,40)
Fuel Oil 3	12.527	0,07	0	0	0	0	(100,00)	-
Kalorifer Yakıtı (Kükürt Oranı %0.1i geçmeyenler)	11.754	0,07	9.297	0,05	8.233	0,04	(20,90)	(11,44)
Fuel Oil 4 (Kalorifer Yakıtı)	6.271	0,03	0	0	0	0	(100,00)	-
Fuel Oil 5	4.697	0,03	0	0	0	0	(100,00)	-
Katkılı Kurşunsuz Benzin 95 Oktan	2.188	0,01	29.506	0,15	781	<0,01	1.248,54	(97,35)
Fuel Oil (Kükürt Oranı %0.1i geçmeyenler)	1.143	0,01	676	<0,01	174	<0,01	(40,86)	(74,26)
Fuel Oil 6	519	<0,01	0	0	0	0	(100,00)	-
Kurşunsuz Benzin 98 Oktan	11	<0,01	13	<0,01	1	<0,01	18,18	(92,31)
Genel Toplam	18.030.009	100	19.158.598	100	19.914.102	100	6,26	3,94

Tabloda görüldüğü üzere, Türkiye akaryakıt piyasasında dağıtıcı lisansı sahiplerinin benzin ve fuel oil türleri satışındaki düşüş eğilimi sona ermiştir. Ayrıca motorin türlerindeki artış eğilimi devam etmekte olup, toplam akaryakıt satışları bir önceki yıla göre %3,94 artış göstermiştir.

Aşağıdaki tabloda yer alan dağıtıcı lisansı sahiplerinin akaryakıt satışları pazar payları incelendiğinde, ilk 10 şirketin pazar paylarının toplamının 2014 yılında % 85,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere, en yüksek paya sahip ilk 10 şirketin pazar payları toplamı 2012, 2013 ve 2014 yıllarında sırasıyla, % 83,14 % 83,57 ve % 85,2 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla akaryakıt dağıtım piyasasında yoğunlaşmanın her geçen yıl arttığı görülmektedir.

No	2012	Pazar Payı (%)	No	2013	Pazar Payı (%)	No	2014	Pazar Payı (%)
1	OMV Petrol Ofisi Anonim Şirketi	22,62	1	OMV Petrol Ofisi Anonim Şirketi	22,96	1	OMV Petrol Ofisi Anonim Şirketi	24,29
2	Opet Petrolculük Anonim Şirketi	17,19	2	Opet Petrolculük Anonim Şirketi	17,97	2	Opet Petrolculük Anonim Şirketi	17,34
3	Shell&Turcas Petrol Anonim Şirketi	16,8	3	Shell & Turcas Petrol Anonim Şirketi	17,16	3	Shell & Turcas Petrol Anonim Şirketi	17,3
4	BP Petrolleri Anonim Şirketi	8,96	4	BP Petrolleri Anonim Şirketi	8,94	4	BP Petrolleri Anonim Şirketi	8,92
5	Total Oil Türkiye Anonim Şirketi	5,43	5	Total Oil Türkiye Anonim Şirketi	5,33	5	Total Oil Türkiye Anonim Şirketi	5,31
6	TP Petrol Dağıtım Anonim Şirketi	3,78	6	TP Petrol Dağıtım Anonim Şirketi	3,4	6	TP Petrol Dağıtım Anonim Şirketi	4,38
7	Altınbaş Petrol Ve Ticaret Anonim Şirketi	2,24	7	Lukoil Eurasia Petrol Anonim Şirketi	2,38	7	Lukoil Eurasia Petrol Anonim Şirketi	2,53
8	Milan Petrol Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	2,19	8	Aytemiz Akaryakıt Dağıtım Anonim Şirketi	1,97	8	Aytemiz Akaryakıt Dağıtım Anonim Şirketi	1,93
9	Lukoil Eurasia Petrol Anonim Şirketi	2,05	9	Milan Petrol Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	1,77	9	Altınbaş Petrol Ve Ticaret Anonim Şirketi	1,6
10	Aytemiz Akaryakıt Dağıtım Anonim Şirketi	1,88	10	Altınbaş Petrol Ve Ticaret Anonim Şirketi	1,69	10	Milan Petrol Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	1,6
11	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı	16,84	11	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı	16,45	11	Diğer Dağıtıcı Lisans Sahibi Şirketler Toplamı	14,79

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEREL MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Akaryakıt bayilerinin 2014 yılı içerisindeki akaryakıt satış performansı, 2.590.256.017 litre Benzin, 20.218.936.044 litre motorin olmak üzere 22.809.192.061 litre olarak gerçekleşmiştir.

2014 yılı Rafinerici lisansı sahiplerinin toplam benzin ve motorin üretimi 10.025.708 ton olurken, toplam petrol ürünleri üretimi 20.089.018 ton olarak gerçekleşmiştir.

Rafinerici lisansı sahiplerinin, 2013 yılına göre 2014 yılında toplam üretimi yaklaşık %6,77 azalarak 20.089.018 ton olmuştur.

2014 yılında rafinerici lisansı sahipleri 20,53 milyon ton ve dağıtıcı lisansı sahipleri 12,02 milyon ton olmak üzere toplamda 32,55 milyon ton petrol ithalatı gerçekleşmiştir. 2014 yılı için ürün bazında bakıldığında, toplam ithalatın yaklaşık %54'ü olan 17,47 milyon tonluk kısmını ham petrol ithalatı oluşturmaktadır. Toplamda en fazla petrol ithalatının yapıldığı ilk 3 ülke ise sırasıyla Irak, İran, Rusya Federasyonu olarak karşımıza çıkmakta olup, bu ülkelerden yapılan ithalat toplam petrol ithalatının %45'ini oluşturmaktadır. Bununla birlikte Rusya Federasyonu ve Libya'dan yapılan ham petrol ithalatlarının önceki yıllara göre önemli ölçüde azaldığı, Azerbaycan'dan önceki yılların aksine 2014 yılında ham petrol ithalatının gerçekleşmediği, toplam ham petrol ithalatı içerisinde Nijerya'nın payının 2014 yılında oldukça yükseldiği ve 2014 yılında ham petrol temininde kaynak çeşitliliğinin önemli ölçüde arttığı görülmektedir.

Petrol ithalatının bir önceki yılla karşılaştırılmasından; benzin türleri ithalatının önemli oranda ve ham petrol ithalatının % 5,8 oranında azaldığı, buna karşılık motorin ithalatında %26, jet yakıtı ithalatında ise % 60 lık bir artışın olduğu gözlemlenmiştir. Lisans bazında karşılaştırıldığında ise rafinerici lisansı sahiplerinin toplam ithalatının 2013 yılına göre düşüş gösterdiği, dağıtıcı ve ihrakiye teslim lisansı sahiplerinin ithalatının ise motorin ithalatındaki artışa paralel olarak arttığı görülmektedir.

2014 yılında rafinerici lisans sahiplerinin yurt içine yapmış oldukları 13,48 milyon tonluk satışın 11 milyon tondan fazlasını motorin, bitümen, kurşunsuz benzin ve jet yakıtı oluşturmaktadır. Bununla birlikte 2012 ve 2013 yıllarında aynı seviyelerde gerçekleşen yurt içi satış 2014 yılında % 15 oranında düşmüştür.

Dağıtıcı ve ihrakiye teslimi lisansı sahiplerinin temin kaynaklarının dağılımı incelenmesinden, 2012 ve 2013 yıllarında en fazla temin üreticiden gerçekleştirilirken, 2014 yılında üreticiden teminin yerini önemli ölçüde ithalata bıraktığı görülmektedir. Dağıtıcıların ithalat miktarındaki artışa paralel olarak dağıtıcılar arası satış miktarında sürekli bir artış eğilimi gerçekleşmiş ve 2012 yılından bu yana dağıtıcılar arası ticaretteki artış yaklaşık 2,4 kata ulaşmıştır.

2014 yılında dağıtıcı lisans sahiplerinin kendi işlettiği ve diğer bayilere, serbest kullanıcılara yaptıkları teslimler ile askeri amaçlı teslimleri içeren akaryakıt satışları incelendiğinde, satışların %80 lik kısmını motorin türlerinin oluşturduğu görülmektedir. Dağıtıcı lisans sahiplerinin akaryakıt satış payları incelendiğinde en yüksek pazar payına sahip ilk üç lisans sahibinin toplam pazar payı yaklaşık %60 tır.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

2014 yılında serbest kullanıcılara 63 ilde 984.666 tonluk bir satış gerçekleşmiştir. İllere göre bayilere yapılan toplam teslimlere bakıldığında ise, 2012 - 2013 yıllarındaki değişim oranı artış gösterirken, 2013 - 2014 yıllarında ise aynı oran azalmıştır.

11.893 bayinin katılımıyla sağlanan illere göre bayilerde çalışan personel sayısının incelenmesinden istihdam sağlanan 89.962 kişiden yaklaşık % 60 ının akaryakıt teslimatı ile ilgili kısımlarda çalıştığı anlaşılmaktadır.

2014 yılında denizcilik amaçlı yapılan ihrakiye teslimleri bir önceki yıla göre hemen hemen aynı düzeyde kalmış, satışların %82 lik kısmının dış satışlardan (transit rejim ve ihracat) oluştuğu görülmektedir. Toplam satışlarda en yüksek pazar payına sahip ilk 10 şirketin pazar payı toplamı 2013 yılında %94 iken, 2014 yılında %97 olarak gerçekleşmiştir. Toplam teslim miktarının %65 ini ise yüksek kükürtlü fuel oil oluşturmaktadır. Yurtiçi tüketim amaçlı yapılan teslimlerde %90 civarındaki kısım motorinden, dış satışların dörtte üçlük kısım ise yüksek kükürtlü fuel oil'den oluşmaktadır. İllere göre denizcilik amaçlı ihrakiye teslim miktarları incelendiğinde, toplam teslimlerin %90 ı aşan kısmının İstanbul, İzmir ve Kocaeli illerinde gerçekleştiği görülmektedir.

2014 yılında havacılık amaçlı ihrakiye teslimleri toplamında bir önceki yıla göre %11,3lük bir artış gerçekleşmiştir. Dış satışlar (transit rejim ve ihracat), toplam satışların yaklaşık dörtte üçünü oluşturmuştur. Toplam satışlarda en yüksek pazar payına sahip ilk iki şirketin pazar payı 2013 yılında %88 iken, 2014 yılında %90 olarak gerçekleşmiştir. Havacılık amaçlı toplam ihrakiye teslimlerinin %90 ı aşan kısmı Ankara, Antalya, İstanbul, İzmir ve Muğla illerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu illerden toplam dış satışların tamamına yakını; toplam yurtiçi tüketim amaçlı satışların ise yaklaşık %70 lik kısmının teslimi yapılmıştır.

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 %85 olarak gerçekleşmiştir.

2014 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 %12,63 ünü oluşturmaktadır.

2014 yılının ikinci yarısında uluslararası piyasadaki fiyatlara bağlı olarak benzin ve motorin fiyatları ülkemizde de düşüş göstermiş ve vergisiz bayi satış fiyatı ortalaması Kurşunsuz Benzin 95 Oktan için 1,98 TL/litre; motorin için ise 2,09 TL/litre olarak gerçekleşmiştir.

5. Değerleme Yaklaşımı

5.1. Şirket Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

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

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

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

5.1.1. Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

5.1.2. Varlık Esaslı Yaklaşım

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

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

5.1.3. Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulanan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

6. Değerleme Sonuçları

6.1. Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında "pazar yaklaşımı"nı temsilen karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "varlık yaklaşımı"nı temsilen düzeltilmiş özvarlık yöntemi ve "gelir yaklaşımı"nı temsilen indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

6.1.1. Pazar Yaklaşımının Sonuçları (Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi)

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

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

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

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

Şirketin Düzeltilmiş özvarlık yönteminde şirketin değerini belirleyen en önemli faktör, şirket aktifinde kayıtlı maddi duran varlıkların değeridir. Şirket'in Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan Bağımsız Denetim Raporunda Bilançosunda yer alan Arsa ve Binaların muhasebeleştirilmesini ve ölçmesini TMS 16 Maddi Duran Varlıklar Standardı hükümleri uyarınca Yeniden Değerleme yöntemini kullanmak suretiyle gerçekleştirmiştir. Bağımsız Denetimden Geçmiş Mali Tablolarında Şirket aktifinde yer alan arsa ve binaların ray iç değerlerinin tespitinde, TALYA GAYRİMENKUL DEĞERLEME VE DANIŞMANLIK A.Ş. tarafından hazırlanan GR-2015-0178 rapor numaralı ve 23.06.2015 tarihli gayrimenkul değerleme raporlarından faydalanmıştır. Şirketin Bağımsız Denetim Raporunda Şirket mali tabloları hazırlanırken uygulanan arsa ve binaların içerisinde yer aldığı Maddi Duran Varlıkların muhasebeleştirilmesine ve ölçülmesine ilişkin muhasebe politikası aşağıdaki şekildedir;

"Maddi duran varlıklar

Maddi duran varlıklar (Arsa, binalar hariç) satın alım maliyet değerinden, birikmiş itfa ve tükenme payları ile kalıcı değer kayıpları düşülmüş olarak gösterilirler. Maddi duran varlığın maliyet değeri; alış fiyatı ve iadesi mümkün olmayan vergiler ve maddi varlığı kullanıma hazır hale getirmek için yapılan masraflardan oluşmaktadır. 1 Ocak 2005 tarihinden önce alınan maddi duran varlıklar enflasyon etkilerine göre düzeltilmiş maliyetlerinden taşınmaktadır.

Şirket bina ve arsalarını 24 Haziran 2015 tarihinde yapılan yeniden değerlendirme sonucu belirlenen yeniden değerlendirilmiş değerlerinden birikmiş amortismanın düşülmesi suretiyle gösterilmektedir. Maliyet değeri ile yeniden değerlendirilmiş değer arasındaki fark ertelenmiş vergiden netleşmiş şekilde özkaynakların altında "değer artış fonları" hesabında takip edilmektedir. Yeniden değerlendirilen varlık kullanıldığı müddetçe yeniden değerlendirilmiş tutarı üzerinden hesaplanan amortisman ile ilk maliyet bedeli üzerinden hesaplanan amortisman arasındaki farkın ertelenmiş vergi etkisi düşüldükten sonra yeniden değerlendirme fonundan düşülerek birikmiş karlar hesabına alacak kaydedilerek takip edilir.

Maddi duran varlıklar, kapasitelerinin tam olarak kullanılmaya hazır olduğu durumda aktifleştirilmekte ve amortismana tabi tutulmaktadır. Amortismana tabi varlıklar, tahmini ekonomik ömürlerine dayanan oranlarla doğrusal amortisman yöntemine göre kıst usulü amortismana tabi tutulmaktadır. Amortisman oranları aşağıdaki gibidir:

<u>Maddi Duran Varlıklar</u>	<u>Faydalı Ömür</u>
-------------------------------------	----------------------------

Binalar	50
Makine, tesis ve cihazlar	5 - 20
Döşemeler ve demirbaşlar	5 - 10
Taşıt araçları	5
Özel Maliyetler	5

ARTE DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MUŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

- Gayrimenkul Değer Artışlarına İlişkin Vergi Yükümlülüğünün Hesaplamasına İlişkin Açıklamalar

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

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

Bu istisna, satışın yapıldığı dönemde uygulanır ve satış kazancının istisnadan yararlanan kısmı satışın yapıldığı yılı izleyen beşinci yılın sonuna kadar pasifte özel bir fon hesabında tutulur. Ancak satış bedelinin, satışın yapıldığı yılı izleyen ikinci takvim yılının sonuna kadar tahsil edilmesi şarttır. Bu süre içinde tahsil edilmeyen satış bedeline isabet eden istisna nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler ziyaa uğramış sayılır.(6111 Sayılı Kanunla eklenen parantez içi hüküm Yürürlük; 25.02.2011) ((6495 Sayılı Kanunla değişen parantez içi hüküm Yürürlük; 02.08.2013)Taşınmazların; kaynak kuruluşlarca, kira sertifikası ihracı amacıyla varlık kiralama şirketlerine satışı ile 21/11/2012tarihli ve 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu kapsamında geri kiralama amacıyla ve sözleşme sonunda geri alınması şartıyla, finansal kiralama şirketlerine satışı ve varlık kiralama ile finansal kiralama şirketlerince taşınmazın devralındığı kuruma satışından doğan kazançlar için bu oran %100 olarak uygulanır ve bu taşınmazlar için en az iki tam yıl süreyle aktifte bulunma şartı aranmaz. Ancak söz konusu taşınmazların; kaynak kuruluş, kiracı veya sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilememesi hâli hariç olmak üzere, varlık kiralama veya finansal kiralama şirketi tarafından üçüncü kişi ve kurumlara satılması durumunda, bu taşınmazların kaynak kuruluşta veya kiracıdaki varlık kiralama veya finansal kiralama şirketine devirden önceki kayıtlı değeri ile anılan kurumlarda ayrılan toplam amortisman tutarı dikkate alınarak satışı gerçekleştiren kurum nezdinde vergilendirme yapılır.

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

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

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

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

ANTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ KONSALYERLİK ANONİM ŞİRKETİ

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

a- İstisna hükmünden, dar mükellef kurumlar da dahil olmak üzere, tüm kurumlar vergisi mükellefleri yararlanabilecektir.

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

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

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

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

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

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

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

e- Peşin satışlarda olduğu gibi vadeli satış halinde de satıştan doğan kazanç kısmının %75'i, beş yıl süreyle özel bir fon hesabında tutulmak şartıyla satışın yapıldığı dönemde istisnadan yararlanabilecektir. Ancak, satış bedelinin tamamının, satışın yapıldığı yılı izleyen ikinci takvim yılının sonuna kadar tahsil edilmesi şarttır. Bu süre içinde tahsil edilmeyen satış bedeline isabet eden istisna nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler, vergi ziyai cezası ve gecikme faizi ile birlikte tahsil edilecektir. Bu nedenle, mükelleflerin istisna uygulayabilecekleri kazanç tutarını doğru olarak belirlemeleri gerekmektedir.

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

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


MUSTAFA DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

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

Denetimden Geçmiş

VARLIKLAR	30.6.2015
Cari / Dönen Varlıklar	
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.349
Ticari Alacaklar	2.270.069
Diğer Alacaklar	1.641.552
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	3.915.970
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	
Maddi Duran Varlıklar	36.014.871
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.060.175
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	37.075.046
TOPLAM VARLIKLAR	40.991.016
KAYNAKLAR	
Kısa Vadeli Yükümlülükler	
Ticari Borçlar	4.290
Diğer Borçlar	3.970.246
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	35.041
Kısa Vadeli Karşılıkları	134.067
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	--
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.143.644
Uzun Vadeli Yükümlülükler	
Diğer Borçlar	196.656
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.642.510
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	--
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.839.166
DÜZELTİLMİŞ NET AKTİF DEĞER	35.008.206

Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2015 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş bilançosu esas alındığında düzeltilmiş özvarlık değeri 35.008.026 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirketin değerlemeye konu olan gayrimenkulleri satması durumunda elde edilen gelir üzerinden 20% oranında kurumlar vergisi ödeneceğinden, gayrimenkulün defter değeri piyasa değerine göre düzeltilirken ortaya çıkan vergi etkisi uzun vadeli yabancı kaynaklar içerisinde gösterilerek değere yansıtılmıştır.

Talya Gayrimenkul Değerleme Ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan GR-2015-0178 rapor numaralı ve 23.06.2015 tarihli gayrimenkul değerleme raporunda Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin mülkiyetinde yer alan gayrimenkullerin üzerinde aşağıdaki takyidatlar bulunmaktadır.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

- Edirne TM Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 14 Parsel üzerinde ŐEKERBANK tarafından tesis edilmiş 12.500.000 TL tutarında 1. derece ve 12.500.000 TL tutarında 2. derece ipotek
- Edirne TM Kirişhane Mahallesi 2261 Ada 15 Parsel üzerinde ŐEKERBANK tarafından tesis edilmiş 12.500.000 TL tutarında 1. derece ve 12.500.000 TL tutarında 2. derece ipotek

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

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

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

şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir;

6.1.3.1. İskonto (İndirgeme) Oranı

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

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

formölünden hareketle aşağıdaki değerler baz alınarak % 13,65 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır.

Borç %	14,6
Borçlanma Maliyeti %	13
(1-Vergi oranı) %	0,2
Sermaye %	85,4
Önlenemeyen Risk (Rf) %	9,03
Beta (B)	0,89
Piyasa Riski (Rm) %	14,22
Sermaye Maliyeti %	13,65
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %	<u>13,18</u>

APTT DEğER
ULUşLARDEĞİ BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜşAVİRLİK ANONİM şİRKETİ

6.1.3.2. Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

6.1.3.3. Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2015-2021 yıllarını kapsamakta olup, 2021 yılında elde edilen nakit, % 3 büyüme oranı ile sonsuza götürülmüştür.

6.1.3.4. Enflasyon

Cari yıl ve takip eden yıllara dair tüketici fiyatları enflasyon beklentileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Enflasyon Raporu içerisinde yer alan beklentilere dayalı olarak belirlenmiştir ve 2014 yılındaki enflasyon oranı projeksiyonun geri kalan döneminde sabit tutulmuştur. Üretici fiyatları enflasyonun belirlenmesinde 2015 Haziran sonu tarihi itibarıyla gerçekleşen enflasyon oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

ENFLASYON TAHMİNLERİ	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
TÜFE	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
ÜFE	6,73	6,73	6,73	6,73	6,73	6,73	6,73

6.1.3.5. Satış Gelirleri

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

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

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

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEREL MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

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

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

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

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

Söz konusu Zeyilname sonrasında 2015 yılı aylık kira bedeli söz konusu yatırım gerçekleşmediği için 60.000 TL olarak belirlenmiştir.

2016 yılında söz konusu 450.000 TL tutarındaki yatırımın gerçekleşmesi sonrasında ise 2016 yılında aylık kira bedelinin $\{20.000 \text{ TL} + [2015 \text{ aylık kira tutarı} * (1+TEFE/TÜFE)]\}$ olarak belirlenmiştir.

2015 sonrasında 2019 yılına kadar kira bedeli TEFE/TÜFE oranında arttırılmıştır.

2019 yılında ise Tesise Şirket tarafından 700.000 TL tutarında Sabit Kıymet Yatırımı yapılacağı varsayılmış ve bu yatırım neticesinde kira bedelinin $\{20.000 \text{ TL} + [2018 \text{ aylık kira tutarı} * (1+TEFE/TÜFE)]\}$ olarak belirleneceği ve sonraki dönemlerde TFE/TÜFE oranında arttırılacağı varsayılmıştır.

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

2015 Haziran dönemi sonraki akaryakıt satışları büyüme oranının tahmin edilmesinde yıllık ÜFE artış oranları ve şirket yönetimi tarafından tahmin edilen yoldan geçen araç sayılarındaki artış oranı dikkate alınmıştır. 2015 Haziran döneminde ÜFE artışı %6,73 olarak gerçekleşmiştir. Akaryakıt tesisinin bulunduğu yoldan geçen araç sayılarındaki artış %10 öngörülmüştür. Akaryakıt satışları büyüme oranı ise yıllık olarak bu artış tutarlarının altında %6,1 olarak öngörülmüştür.

6.1.3.6. Satışların Maliyeti

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

ARZI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YERİMLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

6.1.3.7. Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri TEFE/TÜFE oranında arttırılmıştır.

6.1.3.8. Amortisman

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

6.1.3.9. Yatırım Harcamaları

Şirket yönetiminden mevcut şirket tesisinin ön sahasındaki yıpranmış alan tadil edilerek hem görsel hem de fiziksel olarak araç girişinin artmasının sağlanması ve tesis binasının ön yüzünün daha modern ve yeni hale getirilmesi amacıyla 01.01.2016 tarihinde başlanarak 31.12.2016 tarihinde tamamlanmak üzere 350.000 TL'lik yatırım yapılacağı bilgisi alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetiminden alınan bilgiler uyarınca 01.01.2019 tarihinde başlanarak 30.06.2019 tarihine kadar Tesis 'de 700.000 TL tutarında sabit kıymet yatırımı yapılacağı varsayılmıştır.

6.1.3.10. Vergi

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

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

6.1.3.11. Projeksiyon Nakit Akışları

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

	1.7.2015- 31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	Sonsuz Değer
Satış Gelirleri								
Kira Geliri	360.000	1.010.148	1.080.505	1.155.762	1.236.261	1.562.366	1.671.185	
Tesis Ciro Primi	112.245	192.150	203.833	216.226	229.372	243.318	258.112	
Toplam Satış Geliri	472.245	1.202.298	1.284.337	1.371.988	1.465.633	1.805.684	1.929.297	
Yenileme Giderleri	--	(350.000)	--	--	(700.000)	--	--	
Danışmanlık ve Müşavirlik Gideri	(26.810)	(28.678)	(30.675)	(32.812)	(35.097)	(37.542)	(40.156)	
Vergi Resim ve Harçlar	(107.695)	(115.196)	(123.220)	(131.802)	(140.982)	(150.801)	(161.305)	
Amortisman Giderleri	(54.521)	(61.521)	(54.521)	(54.521)	(75.521)	(33.521)	(33.521)	
Diğer Gelir /Gider (Net)	127.251	139.976	153.974	169.371	186.308	204.939	225.433	
Kurumlar Vergisi	(82.094)	(157.376)	(245.979)	(264.445)	(140.068)	(357.752)	(383.950)	
Net Dönem Karı	328.375	629.503	983.916	1.057.779	560.273	1.431.008	1.535.798	
Elde Edilen Net Nakit	382.897	691.024	1.038.437	1.112.300	635.794	1.464.529	1.569.319	15.885.477
İskonto Edilmiş Nakit Akım	359.737	573.453	761.435	720.647	363.970	740.539	701.148	7.097.386

Şirket Değeri	11.318.314
----------------------	-------------------

Net Dönen Varlıklar / Net Kısa Vadeli Yükümlülükler	(227.674)
--	------------------

Öz Sermaye Değeri	11.090.640
--------------------------	-------------------

Açıklanan varsayımlar altında Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi 'ne göre hesaplanan değeri 11.090.640 TL'dir.

ARTI DEĞER
ULUSKAR KASLI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

7. Sonuç

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 30.06.2015 tarihi itibarıyla geçerli olan şirket değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Değer
Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi	35.008.206
İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi	11.090.640
Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi	Uygulanamaz

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

Yukarıda yapılan açıklamalara göre hesaplamaya konu gelir projeksiyonunun içeriğinden dolayı İndirgenmiş Nakit Akım yöntemi Şirket'in 30.06.2015 tarihinde tasfiye edilmesi durumundan elde edilecek değerden dahi önemli ölçüde düşük bir özkaynak kullanım değeri ortaya koymaktadır. Bu nedenle Şirket'in 30.06.2015 tarihi itibarıyla Pazar Değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminin gerçekçi bir sonuç vermediği kanaatindeyiz.

Raporun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri açıklanmış, sonuçlar arasında yukarıdaki paragraflarda da belirttiğimiz nedenlerle Metro Turizm Otelcilik ve Petrol Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yönetimi ile hesaplanmış olup, bu tutar **35.008.206 TL**'dir.

ARTI DEĞER
ULUSLARARASI BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ