



BAKER TILLY
GÜRELİ



ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

WEST PHARMA
SAĞLIK ÜRÜNLERİ
SANAYİ ve TİCARET A.Ş.



BAKER TILLY
GÜRELİ

WEST PHARMA SAĞLIK
ÜRÜNLERİ SANAYİ ve TİCARET A.Ş.
- Şirket Değerleme Raporu -

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Müşteri talebi üzerine ve 10.07.2012 tarihli sözleşmeye istinaden West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin "**pazar değeri**"ni 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 değerlendirme 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,

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

beyan ederiz.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu şirketin 30.06.2012 tarihi itibarıyla hesaplanan pazar değeri **3.603.140 TL** 'dir.

RAPORUN KAPSAMI**Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, müşterinin talebi ve 10.07.2012 tarihli sözleşmeye istinaden, West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin "**pazar değeri**"ni 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.

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 değeri**"nin 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.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi, 30.06.2012 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

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.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- Raporda aksi belirtilmediği takdirde, şirketin ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik 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 Güreli 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. Rapor Güreli Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

ŞİRKET BİLGİLERİ

Genel Bilgiler

West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., 26.08.2011 tarihinde ilaç sektöründeki farklı ihtiyaçlara çözüm olmayı amaçlayarak kurulmuştur. İlaç sektörünün her kademesinde görev yapmış tecrübeli kişilerin bir araya gelmesiyle ortaya çıkan West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. hızla büyüme göstermektedir.

Sağlık yönetimi üzerine odaklanan ve çeşitli iş modelleri geliştirmeyi hedef alan West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., bunun yanında ilk aşamada seçmiş olduğu üroloji, pediatri ve jinekoloji alanlarında faaliyete başlamıştır. Şirketin mevcut durumda sunduğu çözümler aşağıda gösterilmiştir:

- ⇒ Sağlık ürünleri ruhsatlandırma ve lisanslandırma hizmetleri
- ⇒ Sağlık ürünleri marka yönetimi
- ⇒ Sağlık ürünleri satış yönetimi
- ⇒ Hasta takip sistemi ve ilaç uyum çözümleri
- ⇒ İlaç sanayinde dış tedarikçi yönetimleri
- ⇒ Sağlık hizmetleri çözümleri ve danışmanlık hizmetleri
- ⇒ Kontratlı satış organizasyonu
- ⇒ Eski ve yeni ürünler satış ve distribüsyonu

Şirket günümüzde faaliyetlerini, 788898 ticaret sicil numarası ile Güneyli Mahallesi Bahar Caddesi Polat İş Merkezi B Blok No:3 Bağcılar İSTANBUL adresinde sürdürmektedir. Şirketin ana sözleşmesinde yer alan maksat ve konusu ise şunlardır;

- a. İlgili mercilerden izin almak şartı ile her türlü kimyevi, beşeri, veteriner ve zirai ilaçların, her türlü vitaminlerin dahili ve harici üretmek, toptan ticareti, depolanması, ambalajlanması, ithalatını ve ihracatını yapmak,
- b. İlgili mercilerden izin almak şartı ile yurt içinde ve yurt dışında imal edilen her türlü ilaçların, tıbbi ve veteriner müstahzarlarının toptan alımı satımı pazarlaması, imalatını, ithalatını ve ihracatını yapmak. Her nevi ilaç hammaddesi, ameliyat malzemesi, toptan serum, toptan hormon aşı, fonksiyonel gıda, bebek beslenme ve bakım ürünleri, hijyenik ürünlerinin dahili ve harici ticaretinin ithalatını ve ihracatını yapmak. Her nevi bitkisel ilaç, vitamin imalatı ihracatı yapmak. Bu işler için fabrika kurmak, satın almak ve üretim yerleri ihdas etmek. Hastane kurmak, satın almak ve satmak.
- c. Ecza depoları açmak, ilaç ruhsatı almak, ilaç ruhsatı kiralamak.
- d. Hastane, klinik, poliklinik, laboratuvar ve doktor muayenahaneleri ile sağlık kuruluşlarının ihtiyaçları olan her türlü tıbbi cihaz ve yedek parçaları, laboratuvar malzemeleri, röntgen alet ve malzemeleri, cerrahi malzemeler, radyoloji ve nükleer tıp malzemeleri, steril malzemelerinin alımı, satımı, ithali ve ihracatını yapmak.

- e. Tanıtım ve pazarlama ekipleri kurmak, piyasada mevcut ilaç ve diğer şirketlerin ürünlerini kurulan bu ekipler ile tanıtmak, pazarlamak ve ecza depolarına satmak (kontratlı satış organizasyonu)
- f. Şirketler ile anlaşmalar yaparak onların adına depolama satış tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinde bulunmak.
- g. Şirket amacını gerçekleştirmek için her türlü gayrimenkul, menkul, her tipte araç alabilir, satabilir, kiralar, kiraya verir, bunların üzerinde aynı ve şahsi her türlü hakları tesis edebilir, ipotek alabilir, ipotek verebilir ve ipotekleri fek edebilir. Şirket gayrimenkulleri üzerinde irtifak, intifa, sükna, gayrimenkul mükellefiyeti, kat irtifakı, kat mülkiyeti tesis edebilir. Her türlü gayrimenkullerle ilgili olarak tapu daireleri nezdinde cins tashihi, ifraz, tevhid, taksim, parselasyon ile ilgili her nevi muamele ve tasarrufları gerçekleştirebilir.
- h. Acenta, bayilik, genel distribütörlük ve temsilcilikler kurmak. Yukarıda yazılı işlerin temini için kurulmuş veya kurulacak şirket ve müesseselere ortaklık tesis etmek veya bunlara iştirak etmek
- i. Şirket yukarıda yazılı olanlar dışında yararlı ve gerekli görülecek iş ve işlemlere Yönetim Kurulu'nun teklifi ve Genel Kurulun vereceği karar ile girebilir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 31.03.2012 tarihi itibarı ile sermayesi 1.500.000 TL olup ortaklık paylarının dağılımı aşağıda verilmiştir.

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Masum Çevik	1.274.550 TL	84,97%
Orhan Can	225.000 TL	15,00%
Diğer Yirmibeşoğlu	150 TL	0,01%
Ramazan Dikmen	150 TL	0,01%
Alexandre Kurakhchisvili	150 TL	0,01%
Toplam	1.500.000 TL	100%

Mali Tablolar

Şirketin cari ve geçmiş yıla ait, bağımsız denetimden geçmemiş bilanço ve gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.



West Pharma Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. Bilançosu	2011	2012/6
DÖNEN VARLIKLAR	1.213.306	2.646.647
Hazır Değerler	560.787	291.083
Menkul Kıymetler	0	0
Ticari Alacaklar	146.247	1.214.867
Diğer Alacaklar	0	0
Stoklar	444.938	798.017
Yıllara Yaygın İnşaat ve Onarım Maliyetleri	0	0
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	0	196.575
Diğer Dönen Varlıklar	61.334	146.105
DURAN VARLIKLAR	164.720	311.038
Ticari Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	0	0
Mali Duran Varlıklar	0	0
Maddi Duran Varlıklar	75.102	297.546
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.004	11.004
Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar	0	0
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	78.614	2.488
Diğer Duran Varlıklar	0	0
AKTİFLER	1.378.025	2.957.685
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	409.898	2.445.073
Mali Borçlar	34.470	21.258
Ticari Borçlar	78.544	1.113.367
Diğer Borçlar	246.023	1.234.232
Alınan Avanslar	0	0
Yıllara Yaygın İnşaat ve Onarım Hakedişleri	0	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	50.554	74.269
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	307	1.948
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	5.593	2.488
Mali Borçlar	0	0
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Borçlar	0	0
Alınan Avanslar	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Karşılıkları	5.593	2.488
Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0
ÖZKAYNAKLAR	962.535	510.124
Ödenmiş Sermaye	1.500.000	1.500.000
Sermaye Yedekleri	0	0
Kar Yedekleri	0	0
Geçmiş Yıllar Karları	0	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	-537.465
Dönem Net Karı (Zararı)	-537.465	-452.411
PASİFLER	1.378.025	2.957.685



West Pharma Sağlık Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. Gelir Tablosu	2011	2012/6
Net Satışlar	136.206	2.070.724
Satışların Maliyeti (-)	-67.984	-1.050.757
Brüt Kar/Zarar	68.222	1.019.967
Faaliyet Giderleri (-)	-598.360	-1.468.747
Faaliyet Karı/Zararı	-530.137	-448.780
Olagan Gelir ve Giderler (+/-)	-6.511	-32
Finansman Giderleri (-)	0	0
Olagan Kar/Zarar	-536.649	-448.812
Olagandışı Gelir ve Giderler	-816	-3.599
Dönem Karı/Zararı	-537.465	-452.411
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	-537.465	-452.411

EKONOMİK GÖRÜNÜM

GSYH ve Sektörel Büyüme Hızları

2011 yılının üçüncü çeyreğinde piyasa beklentilerinin üzerinde GSYH yüzde 8,2 oranında artış kaydetmiştir. Böylece Türkiye ekonomisi son sekiz çeyrek sürekli büyüme kaydederek küresel krizden hızla uzaklaşmıştır. 2010 yılından sonra 2011 yılında da yüksek büyüme hızlarına ulaşmaktadır.

Yılın üçüncü çeyreği itibarıyla en yüksek GSYH artış hızları Çin'de yüzde 9,1, Estonya'da yüzde 7,9, Hindistan'da yüzde 6,9, Letonya'da yüzde 6,6, Endonezya'da yüzde 6,5 olarak kaydedilmiştir. Buna göre dünya ekonomileri içinde üçüncü çeyrek GSYH büyümesinde Türkiye yüzde 8,2 ile ikinci sırada yer almıştır.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYH, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,7 oranında artmıştır. Bu durum, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde ekonominin öngörüldüğü miktarda daralmadığını hatta beklentilerin üzerinde canlanmanın sürdüğünü göstermektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde katma değer tarım sektöründe yüzde 4,5 oranında artmıştır. İkinci çeyrek tarım büyümesi yüzde 6,4'den yüzde 6,1'e revize edilmiştir. Sanayi katma değeri ilk ve ikinci çeyrek için sırasıyla yüzde 14,1 ve yüzde 7,8 olarak yukarı yönde revize edilmiştir. Üçüncü çeyrekte sanayide katma değer artışı yüzde 8,4, büyümeye katkısı 2,1 puan olmuştur. İmalat sanayii katma değerindeki artış ise yüzde 8,9'dır. Üçüncü çeyrekte aylık sanayi üretim endeksindeki ortalama artış ise yüzde 7,5'dir. Aynı dönemde ara mallarında üretim artışı yüzde 8,2, yatırım mallarında üretim artışı ise yüzde 16,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde imalat sanayi kapasite kullanım oranı da (mevsimsel düzeltilmiş) ortalama olarak yüzde 74,2 olmuştur. Elektrik üretimi ise aynı dönemde yüzde 5,5 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde otomobil üretimi yüzde 7,8, beyaz eşya üretimi yüzde 8 artmıştır. Bu veriler aynı dönemde sanayi katma değerine de yansımıştır.

Hizmetler sektöründe canlanma yurtiçi talep ve sanayi üretimi kaynaklı olmak üzere üçüncü çeyrekte de devam etmiştir. Bu gelişmede, özellikle inşaatta yüzde 10,6, toptan-perakende ticarete yüzde 9,6, ulaştırma-haberleşmede yüzde 9,7, mali aracı kuruluşlarda yüzde 15,8, gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetlerinde yüzde 9,4 oranındaki katma değer artışları etkili olmuştur.1 Bu beş sektörün üçüncü çeyrekte GSYH artış hızına katkısı toplamda yüzde 5 puan olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda katma değer, hizmetler sektöründe 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 9,8 oranında artış kaydetmiş, büyümeye katkısı ise 5,8 puan olmuştur.

Bu gelişmeler altında 2011 yılının Ocak-Eylül döneminde GSYH yüzde 9,6 artış kaydetmiştir. Yılın ilk dokuz ayında katma değer tarımda yüzde 5,3, sanayide

yüzde 10 ve hizmetlerde yüzde 10,4 oranında artmıştır.

Üçüncü çeyrek için sektörlerin GSYH içindeki payları: inşaat yüzde 4,3; toptan perakende ticaret yüzde 11; ulaştırma ve haberleşme yüzde 12,7; gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri yüzde 3,4 olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü çeyrekte vergi-sübvansiyonlarda artış yüzde 10,5 olarak gerçekleşmiş, büyümeye katkısı yüzde 0,8 puan olmuştur. Üçüncü çeyrekte ekonomik aktivitedeki canlılık, ithalat artışının ithalden alınan KDV'ye yansımaları bu sonucu getirmiştir. 2011 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH deflatörü yüzde 8,5 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde ortalama olarak TÜFE yüzde 6,37; ÜFE 11,17 oranında artış kaydetmiştir.

Sektörel Büyüme Hızları (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2010					2011			
	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	İlk 9 Ay
Tarım	3,7	2,8	0,9	4,3	2,4	7,5	6,1	4,5	5,3
Sanayi	19,4	14,6	7,2	10,5	12,6	14,1	7,8	8,4	10,0
İmalat	21,2	15,1	7,2	11,2	13,3	14,3	8,1	8,9	10,4
Hizmetler	9,1	9,1	6,2	9,6	8,5	11,0	10,4	9,8	10,4
İnşaat	8,3	20,4	22,1	17,5	17,1	14,7	13,0	10,6	12,7
Ticaret	18,2	12,6	6,1	11,6	11,6	17,3	12,7	9,4	12,8
Ulaştırma	11,9	10,0	6,7	13,6	10,5	3,5	11,7	9,7	11,6
Mali Aracı Kuruluşlar	4,3	7,5	6,3	10,3	7,2	9,1	14,1	15,8	13,1
Konut	1,8	1,7	2,6	1,3	1,8	2,1	1,9	1,4	1,8
Vergi-Sübvansiyon	17,5	13,8	8,1	13,5	13	17,6	11,2	10,5	12,9
GSYH	12,2	10,2	5,3	9,2	9	12,0	8,8	8,2	9,6

Talep Unsurlarında Gelişmeler

Yurtiçi talepte canlanma 2011 yılının üçüncü çeyreğinde artarak sürmüştür. GSYH'da talep yönünden canlanma, özel tüketim ve sabit sermaye yatırımlarındaki hızlı artıştan kaynaklanmıştır. Toplam yurtiçi talep; 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 7,4 oranında artış göstermiştir. Toplam tüketim ise söz konusu dönemde yüzde 7,8 oranında artmıştır. Özel tüketimdeki artış yüzde 7 oranında gerçekleşmiştir.

İhracattaki artışın (yüzde 10,8) ithalattaki artışı (yüzde 7,3) aşması sonucunda net mal ve hizmet ihracatının büyümeye katkısı söz konusu dönemde (yedi çeyrek sonra) pozitif 0,6 puan olmuştur. Üçüncü çeyrekte yurtiçi talebe ilişkin göstergelerde bu büyümeyi destekler mahiyettedir. Beyaz eşya satışları (yüzde 17,7), ciro (yüzde 31,5), siparişlerdeki (yüzde 32,7) artışlar, yurtiçi kredi kullanımındaki genişleme yurtiçi talep artışa işaret etmektedir. Diğer taraftan yatırım mali ithalatında yüzde 29,8, tüketim mali ithalatında yüzde 14,9 oranındaki artış özel kesimin yatırım ve tüketim talebinin devam ettiğini göstermektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde özel sabit sermaye yatırımlarındaki artış yüzde 17,2 olarak gerçekleşmiştir. Özel kesim sabit sermaye yatırımlarının alt bileşenleri incelendiğinde; söz konusu dönemde, özel kesim makine teçhizat yatırımlarının yüzde 19,9, inşaat yatırımlarının ise yüzde 11,6 oranında arttığı gözlenmiştir. Aynı dönemde kamu tüketimi yüzde 13,7 oranında artarken, kamu sabit sermaye yatırımları yüzde 6,2 oranında artış kaydetmiştir.

Stok değişimin büyümeye katkısı 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde -1,6 puan olarak hesaplanmıştır. Talep yönünden 2011 yılının üçüncü çeyreğinde GSYH'da kaydedilen yüzde 8,2 oranındaki büyümeye katkılar, özel tüketimden yüzde 4,7 puan, özel sabit sermaye yatırımından yüzde 3,1 puan olmuştur. Büyümeye kamu tüketiminin katkısı yüzde 1,2 puan, kamu sabit sermaye yatırımının katkısı yüzde 0,2 puan olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda toplam nihai yurtiçi talepteki artış (stok hariç) yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 9,5 olmuştur. 2011 yılının Ocak-Eylül döneminde toplam nihai yurtiçi talep yüzde 12,9, oranında artmıştır. Özel tüketim yüzde 9,2, özel sabit sermaye yatırımları yüzde 29,4 oranında artmıştır. Net ihracatın katkısı ise bu dönemde yüzde eksi 3,1 puan olmuştur.

Talep Unsurlarında Gelişmeler (Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2010					2011			
	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	İlk 9 Ay
Toplam Tüketim	7,0	3,4	5,8	8,0	6,1	11,6	8,8	7,8	9,3
Kamu	0,6	4,7	-0,9	3,2	2,0	7,2	9,4	13,7	10,2
Özel	8,0	3,2	6,7	9,0	6,7	12,2	8,8	7,0	9,2
Sabit Sermaye Yat.	16,8	28,4	30,0	42,1	29,9	33,6	29,0	15,2	25,4
Kamu	13,6	15,5	13,5	17,1	15,1	4,7	4,0	6,2	5,0
Özel	17,3	31,4	34,2	49,5	33,5	38,4	34,1	17,2	29,4
Stok Değişimi	8,4	3,4	-0,1	-0,6	2,4	0,5	0,1	-1,6	-0,4
Toplam Nihai Yurtiçi Talep	8,9	8,3	10,4	14,8	10,7	16,2	13,5	9,5	12,9
Toplam Yurtiçi Talep	18,2	12,0	9,7	14,7	13,4	16,8	13,6	7,4	12,3
Net Mal ve Hizmet İhracatı	-5,7	-1,9	-4,3	-5,6	-4,4	-5,4	-5,2	0,6	-3,1
Mal ve Hizmet İhracatı	-0,9	12,5	-1,6	4,3	3,4	8,8	0,6	10,8	6,7
Mal ve Hizmet İthalatı	22,0	19,2	16,2	25,4	20,7	27,3	19,2	7,3	17,3
GSYH	12,2	10,2	5,3	9,2	9,0	12,0	8,8	8,2	9,6

İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

2011 yılının dördüncü çeyreğinde, 2010 yılının aynı dönemine göre işgücündeki artış 1 milyon 31 bin kişi olurken, aynı dönemde istihdam edilenlerin sayısı 2010 yılının dördüncü çeyreğine göre 1 milyon 413 bin kişi artarak 24 milyon 267 bin kişiye ulaşmıştır. Buna göre işsiz sayısı 382 bin kişi azalmıştır. 2011 yılının dördüncü çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde sırasıyla, 308 bin kişi, 33 bin kişi ve 1.072 bin kişi istihdam artışı gözlenmiştir. Tarım dışı istihdam ise söz konusu dönemde önceki yıla göre 1 milyon 105 bin kişi artmıştır. Türkiye genelindeki işsizlik oranı 2011 yılının dördüncü çeyreğinde, 2010 yılının dördüncü

çeyreğine göre 1.9 puan azalarak yüzde 9,1 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Türkiye'de tarım dışı işsizlik oranı geçen yıla göre 2.3 puan azalarak yüzde 11,4; genç nüfusta işsizlik oranı ise geçen yıla göre 3.8 puan azalarak yüzde 17 olarak gerçekleşmiştir.

İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

	2009					2010					2011				
	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.
Çalışma Çağındaki Nüfus	51.686	52.223	52.431	52.645	52.860	52.541	53.152	53.439	53.734	54.027					
İşgücüne Katılma Oranı (%)	47,9	47,5	49,4	49,7	48,6	48,8	48,5	50,5	51,0	49,4					
İşgücü	24.748	24.831	25.901	26.166	25.665	25.641	25.766	26.995	27.406	26.696					
İstihdam	21.277	21.267	23.055	23.195	22.854	22.594	22.802	24.445	24.884	24.267					
İşsiz	3.471	3.564	2.846	2.971	2.811	3.046	2.964	2.550	2.521	2.429					
İşsizlik Oranı (%)	14,0	14,4	11,0	11,4	11,0	11,9	11,5	9,4	9,2	9,1					
Tarım Dışı İşsizlik Oranı	17,4	17,5	13,8	14,5	13,7	14,8	14,2	12,0	11,9	11,4					
Genç Nüfusta İşsizlik Oranı	25,3	25,5	19,8	21,1	20,8	21,7	20,6	17,5	18,6	17,0					
İstihdamın Sektörel Dağılımı															
Tarım	5.240	5.040	5.831	6.178	5.682	5.683	5.573	6.273	6.704	5.990					
Sanayi	4.079	4.308	4.470	4.525	4.667	4.496	4.652	4.777	4.682	4.700					
Hizmetler (inşaat dahil)	11.958	11.919	12.754	12.492	12.505	12.415	12.577	13.395	13.498	13.577					

Ödemeler Dengesi

1. Cari İşlemler Dengesi

2011 yılı Aralık ayında ihracat (fob) 12,5 milyar dolar, toplam mal ithalatı (cif) ise 20,6 milyar dolar olmuştur. Böylece, ödemeler dengesinde gösterildiği şekliyle, dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 7,6 oranında azalarak 6,7 milyar dolar olmuştur. Aynı dönemde, net hizmet gelirleri yüzde 6,4 oranında azalarak 337 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, gelir dengesindeki açık 599 milyon dolar olmuştur. 2011 yılının son ayında cari açık, bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 12,8 oranında azalarak 6,6 milyar dolar olmuştur. Cari işlemler açığı 2011 yılında 2010 yılına göre yüzde 65,3 oranında artarak 77,1 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.

2011 yılı Aralık ayında, geçen yılın aynı ayına göre, ihracat yüzde 5,6 oranında artarak 12,5 milyar dolar, ithalat binde 2 oranında artarak 20,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2010 yılı Aralık ayında yüzde 57,5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2011 yılının aynı ayında yüzde 60,6 olarak gerçekleşmiştir.

Dış Ticaret Dengesindeki Gelişmeler (milyon dolar)

	İhracat		Yüzde Değişme		İthalat		Yüzde Değişme		Dış Ticaret Dengesi	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Ocak	7.829	9.551	-0,7	22,0	11.691	16.905	26,0	44,6	-3.863	-7.354
Şubat	8.263	10.059	-2,0	21,7	11.782	17.52	29,8	48,7	-3.518	-7.461
Mart	9.886	11.812	21,2	19,5	15.022	21.644	42,8	44,1	-5.136	-9.832
Nisan	9.396	11.874	24,3	26,4	14.943	20.953	47,7	40,2	-5.547	-9.079
Mayıs	9.800	10.944	33,4	11,7	14.726	21.106	35,5	43,3	-4.926	-10.161
Haziran	9.543	11.353	14,6	19,0	15.233	21.604	21,9	41,8	-5.690	-10.251
Temmuz	9.565	11.865	5,6	24,0	16.078	21.061	25,1	31,0	-6.514	-9.196
Ağustos	8.523	11.248	8,7	32,0	15.434	19.679	20,5	27,5	-6.911	-8.431
Eylül	8.909	10.755	5,1	20,7	15.644	21.203	25,3	35,5	-6.735	-10.447
Ekim	10.964	11.918	8,6	8,7	17.297	19.919	35,4	15,2	-6.333	-8.001
Kasım	9.382	11.090	5,4	18,2	17.135	18.649	35,8	8,8	-7.752	-7.559
Aralık	11.823	12.484	17,6	5,6	20.559	20.59	36,9	0,2	-8.736	-8.107
Toplam	113.883	134.954	11,5	18,5	185.544	240.833	31,7	29,8	-71.661	-105.879

2011 yılında ihracat 2010 yılına göre yüzde 18,5 oranında artarak 113,9 milyar dolardan 135 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde, imalat sanayii ürünleri ihracatı yüzde 19,5 oranında artarken, madencilik ürünleri ihracatı yüzde 4,4, tarım ve ormancılık ürünleri ihracatı ise yüzde 4,8 oranında artmıştır. Söz konusu artışa en fazla katkısı yüzde 28,5 artışla demir-çelik, yüzde 22,8 artışla kazan-makine ve cihazlar, yüzde 46,2 artışla mineral yakıt-mineral yağlar ve yüzde 14,4 artışla motorlu kara taşıtları sektörleri ihracatı olmuştur.

Ülke grupları itibarıyla ihracata bakıldığında; 2011 yılında AB'de, AB dışı ülke grubunda ve serbest bölgelerde bir önceki yıldaki payların korunduğu gözlenmektedir. OECD ülkelerinin toplam ihracat içindeki payı ise 2011 yılında yüzde 53,1 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yılda en fazla ihracat yapılan ülkeler ise sırasıyla Almanya, Irak, İngiltere, İtalya ve Fransa olmuştur. 2011 yılı Aralık ayında Fransa dışındaki AB ülkelerine yapılan ihracat bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 1,3 oranında azalırken, Fransa'ya yapılan ihracat yüzde 12,1 oranında azalmıştır. İhracatçı Birliklerinin (TİM) kayıtlarına göre 2012 yılı Ocak ayında ihracat bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,8 oranında artarak 10,6 milyar dolar olmuştur.

2011 yılında ithalat yüzde 29,8 oranında artarak 240,8 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı yılda, ara malı ithalatı geçen yıla göre yüzde 31,7 oranında, sermaye malları ithalatı yüzde 29,3 oranında, tüketim malları ithalatı da yüzde 20 oranında artmıştır. 2011 yılında enerji ithalatı 54,1 milyar dolara ulaşmıştır. 2011 yılında ithalatla en büyük paya sahip ürünler mineral yakıtlar ve yağlar, makina-teçhizat, elektrikli makina ve cihazlar, demir-çelik ve kara taşıtları olmuştur. Ayrıca inciler, kıymetli taş ve metal mamulleri ve madeni paralar ithalatındaki ciddi artış dikkat çekicidir.



2010 yılında 16 milyar dolar olarak gerçekleşen net turizm gelirleri, 2011 yılında yüzde 12,9 oranında artarak 18 milyar dolara ulaşmıştır. Aynı dönemde hizmetler başlığının diğer önemli bir kalemi olan taşımacılık kaleminde 2,6 milyar dolar tutarında net gelir elde edilmiştir. İnşaat hizmetlerinden elde edilen döviz geliri ise 2011 yılında bir önceki yıla göre yüzde 2,4 oranında azalarak 838 milyon dolara gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2010 yılında toplam 15,5 milyar dolar fazla veren hizmetler dengesi kalemi, 2011 yılında yüzde 18,3 oranında artış göstererek 18,3 milyar dolar fazla vermiştir.

Cari İşlemler Dengesi (milyon dolar)

	Yıllık		
	2009	2010	2011
I. Dış Ticaret Dengesi	-24.850	-56.445	-89.418
1. İhracat f.o.b.	102.143	113.883	134.954
2. İthalat c.i.f.	-140.929	-185.544	-240.833
3. Diğer	13.936	15.216	16.461
II. Hizmetler Dengesi (Net)	17.316	15.493	18.322
1. Taşımacılık	1.840	1.482	2.571
2. Turizm	17.103	15.981	18.044
3. İnşaat Hizmetleri	1.090	859	838
4. Sigorta Hizmetleri	-527	-469	-404
5. Finansal Hizmetler	-355	-234	-690
6. Diğer Ticari Hizmetler	-1.286	-1.340	-1.440
7. Resmi Hizmetler	-846	-869	-1.059
8. Diğer Hizmetler	297	83	462
III. Gelir Dengesi	-8.191	-7.139	-7.722
1. Ücret Ödemeleri	-15	-130	-146
2. Yatırım Geliri	-8.086	-7.009	-7.576
Doğrudan Yatırımlar	-2.732	-2.185	-2.779
Portföy Yatırımları	267	-491	-887
Diğer Yatırımlar	-5.621	-4.333	-3.910
Faiz Geliri	1.685	1.094	1.207
Faiz Gideri	-7.306	-5.427	-5.117
Uzun Vade	-6.765	-5.107	-4.468
Kısa Vade	-541	-320	-649
IV. Cari Transferler	2.355	1.448	1.448
Cari İşlemler Dengesi	-13.370	-46.643	-77.089

2010 yılında 7,1 milyar dolar olarak kaydedilen gelir dengesindeki net çıkış 2011 yılında yüzde 8,2 oranında artarak 7,7 milyar dolara ulaşmıştır. 2011 yılında yatırım geliri başlığı altında yer alan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kaleminde görülen net çıkışlar sırasıyla 2,8 milyar dolar, 887 milyon dolar ve 3,9 milyar dolar olmuştur. Diğer yatırımların alt bileşenlerinden olan faiz giderleri ise aynı dönemde yüzde 5,7 oranında azalarak 5,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2010 yılında 1,4 milyar dolar olarak gerçekleşen cari transferler, 2011 yılında yüzde 19,4 oranında artarak 1,7 milyar dolara ulaşmıştır. Cari transfer hesabı altında yer alan işçi gelirleri 2010 yılına göre yüzde 10,2 oranında artarak 1 milyar dolar olarak kaydedilmiştir.

2. Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler

2010 yılını 43,9 milyar dolar tutarında net girişle kapatan sermaye ve finans hesabına bakıldığında; 2011 yılında doğrudan, portföy ve diğer yatırımlar şeklinde olmak üzere 62,8 milyar dolar tutarında net sermaye girişinin gerçekleştiği görülmektedir. Aynı yılda yurt dışında yerleşik kişilerin yurt içinde yaptıkları net doğrudan yatırımlar bir önceki yıla göre yüzde 74,1 oranında artarak 15,7 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar altında yer alan yurt dışında yerleşik kişilerin net gayrimenkul alımları ise aynı dönemde 2 milyar dolara ulaşmıştır. 2011 yılında yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yaptıkları net doğrudan yatırımlar 2,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucunda doğrudan yatırımlarda gerçekleşen net sermaye girişi, 2011 yılının tamamında bir önceki yıla göre yüzde 77,2 oranında artarak 13,4 milyar dolar olmuştur. Söz konusu rakam 2010 yılında 7,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2010 yılında 16,1 milyar dolar olan portföy yatırımlarından net sermaye girişi, 2011 yılında yüzde 37,2 oranında artarak 22,1 milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu dönemde, yurtdışında yerleşik kişiler borçlanma senedi piyasasında 14,8 milyar dolar tutarında DİBS alımı, 139 milyon dolar tutarında özel sektöre ait iç borçlanma senedi alımı gerçekleştirirken, Hazine Müsteşarlığı ve özel sektör tarafından ihraç edilen yurt dışı tahvillerin net büyüklüğü sırasıyla 2,5 milyar dolar, 3 milyar dolar olmuştur.

Sermaye Hareketleri (milyon dolar)

	Yıllık		
	2009	2010	2011
Sermaye ve Finans Hesapları	9.223	43.910	64.628
1. Doğrudan Yatırımlar	6.858	7.574	13.420
Yurtdışında	-1.553	-1.464	-2.312
Yurtiçinde	8.411	9.038	15.732
2. Portföy Yatırımları	227	16.093	22.079
Varlıklar	-2.711	-3.524	2.552
Yükümlülükler	2.938	19.617	19.527
- Hisse Senetleri	2.827	3.468	-986
- Borç Senetleri	111	16.149	20.513
3. Diğer Yatırımlar	2.300	33.103	27.336
Varlıklar	10.987	7.012	10.834
Yükümlülükler	-8.687	26.091	16.502
- Ticari Krediler	-1.095	2.142	1.983
- Krediler	-13.598	9.697	18.375
- Genel Hükümet	922	1.421	-845
- Bankalar	-4.450	12.913	12.141
- Diğer Sektörler	-10.070	-4.637	7.079
- Mevduatlar	4.063	13.788	-4.362
- Diğer Yükümlülükler	1.943	464	506
4. Rezerv Varlıklar	-111	-12.809	1.813
Net Hata Noksan	4.147	2.733	12.461

Diğer yatırımlar kaleminde, 2010 yılında 33,1 milyar dolar, 2011 yılında ise 27,3 milyar dolar net giriş gerçekleşmiştir. 2011 yılında, genel hükümet 845 milyon dolar net kredi ödeyicisi olurken bankalar ve diğer sektörler sırasıyla 12,1 milyar dolar ve 7,1 milyar dolar net kredi kullanımında bulunmuştur. 2010 yılında 5,2 milyar dolar olan bankalar ve özel sektör uzun vadeli net kredi ödemesi, 2011 yılında 9,4 milyar dolar net kredi kullanımı olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 2010 yılında bankalar ve özel sektöre ait 13,5 milyar dolar olan kısa vadeli net kredi kullanımı, 2011 yılında yüzde 26,9 oranında azalarak 9,8 milyar dolara gerilemiştir.

2010 yılında resmi rezervler 12,8 milyar dolar olan artarken, 2011 yılında 1,8 milyar dolar azalmıştır. Ayrıca, aynı dönemde net hata ve noksan kalemi 12,5 milyar dolara yükselmiş ve cari açığın finansmanında önemli bir paya sahip olmuştur. 2010 yılı sonunda 80,7 milyar dolar seviyesinde bulunan Merkez Bankası brüt rezervleri geçici verilere göre 2011 yılı sonunda, 77,8 milyar dolara gerilemiştir. 2011 yılının ikinci yarısında, AB borç krizi ve ABD ekonomisine ilişkin riskler ve kaygılar nedeniyle yaşanan sermaye çıkışlarına karşılık Merkez Bankasının ihale ve/veya doğrudan müdahale yoluyla döviz satımı gerçekleştirmesi, rezervlerdeki azalmanın temel nedenidir.

Fiyat Gelişmeleri

2011 yılı Aralık ayında TÜFE’de beklentilerin üzerinde yüzde 0,58 oranında artış kaydedilmiştir. TÜFE’de kaydedilen bu artışta gıda ve alkolsüz içecekler sektöründe kaydedilen yüksek fiyat artışları dikkat çekmektedir. TÜFE’deki 12 aylık artış ise yüzde 10,45’e yükselerek yüzde 5,5 olan 2011 yılı hedefini belirgin bir şekilde aşmıştır. Böylelikle yıl sonu enflasyon üç yıl aradan sonra çift haneli değer almıştır. Aralık ayında piyasanın TÜFE beklentileri, TCMB beklenti anketine göre yüzde 0,50; CNBC-e anketine göre yüzde 0,38, Reuters beklenti anketine göre ise yüzde 0,30 idi. ÜFE, Aralık ayında yüzde 1,00 oranında artmıştır. Aralık ayı ÜFE artış beklentisi CNBC-e anketine göre yüzde 0,73; Reuters beklenti anketine göre ise yüzde 0,70 idi. Yıllık enflasyon oranı ÜFE’de yüzde 3,33’e gerilemiştir.

Aralık ayında TÜFE’de kaydedilen yüzde 0,58 oranındaki artışta gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarında meydana gelen yüzde 1,97 oranında artış etkili olmuştur. Gıda ve alkolsüz içecek alt sektörünün aylık enflasyona katkısı 0,53 puan olmuştur. Konut alt sektörü fiyatları ise yüzde 0,53 oranında artmış ve sektörün aylık fiyat artışına katkısı 0,09 puan olmuştur. Giyim ve ayakkabı alt sektöründe ise fiyatlar yüzde 2,17 oranında azalmış ve sektörün aylık enflasyona katkısı eksi 0,16 puan olarak gerçekleşmiştir. TÜFE’de önemli harcama grupları itibarıyla ulaştırma sektöründe fiyatlar yüzde 0,18 oranında (katkısı 0,03 puan), lokanta ve oteller sektöründe ise fiyatlar yüzde 0,51 artmıştır (katkısı 0,03 puan).

Ekim Ayı İtibariyle Ana Harcama Gruplarına Göre TÜFE Değişim Oranları (yüzde değişim)

	Ağırlık (%)	Aylık		12 Aylık		Yıllık Ortalama	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
GENEL	100,00	-0,30	0,58	6,40	10,45	8,57	6,47
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	26,78	-2,66	1,97	7,02	12,21	10,58	6,24
Alkollü İçecekler ve Tütün	5,90	0,04	-0,01	24,66	18,50	34,77	3,57
Giyim ve Ayakkabı	7,22	-1,77	-2,17	4,74	7,98	4,55	6,57
Konut	16,46	1,17	,53	5,91	8,20	6,28	5,79
Ev Eşyası	6,93	0,33	0,29	3,27	11,04	2,20	7,79
Sağlık	2,40	0,04	-0,09	0,57	0,34	0,72	0,61
Ulaştırma	15,15	1,07	0,18	6,78	12,22	9,63	9,98
Haberleşme	4,64	2,65	0,35	-3,22	2,48	-0,24	0,46
Eğlence ve Kültür	2,70	0,25	0,79	-2,32	6,49	2,31	1,54
Eğitim	2,32	0,05	-0,09	4,25	6,47	5,39	5,43
Lokanta ve Oteller	5,89	0,33	0,51	9,76	8,20	9,47	8,05
Çeşitli Mal ve Hizmetler	3,61	2,03	0,32	5,51	17,14	6,99	12,76

Aralık ayında özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden (I) kodlu göstergede fiyatlar, aylık bazda yüzde 0,06 oranında azalırken yıllık olarak artış oranı yüzde 8,12'e gerilemiştir. Çekirdek enflasyonda Aralık ayında meydana gelen sınırlı gerilemenin 2012 yılı genelinde devam etmesi TCMB tarafından beklenmektedir.

Aralık ayında ÜFE, yüzde 1,00 oranında artmıştır. Bu ayda; ÜFE'nin ana alt kalemleri olan tarım kesimi fiyatları yüzde 3,18 oranında, sanayi kesimi fiyatları ise yüzde 0,57 oranında artmıştır. Sanayi sektöründe fiyatların Aralık ayındaki gelişimi incelendiğinde, sektör içinde en yüksek paya sahip olan imalat sanayi fiyatlarının yüzde 0,37 oranında arttığı görülmektedir. Bu dönemde imalat sanayi içinde en yüksek ağırlığa sahip olan kalemlerden; kok kömürü ve rafine edilmiş petrol ürünleri fiyatları yüzde 0,64, ana metal sanayi fiyatları ise yüzde 2,42 oranında artmıştır. Bu dönemde elektrik gaz ve su grubu fiyatlarında yüzde 2,51, madencilik fiyatlarında ise yüzde 0,13 oranında artış kaydedilmiştir.

Dünya Ekonomisindeki Gelişmeler

1. ABD Ekonomisi

ABD'de geçen yılın dördüncü çeyreğinde GSYH yüzde 2,8 ile beklentilerin altında, ancak 2010'un ikinci çeyreğinden bu yana en hızlı büyümeyi kaydetti. Çekirdek PCE ise aynı dönemde yüzde 1,1 ile beklentilerin üzerinde arttı. Ekonomistler, dördüncü çeyrekte GSYH'nin yüzde 3 artmasını, çekirdek PCE'deki artışın ise yüzde 0,9 olmasını bekliyorlardı. ABD'de üçüncü çeyrekte GSYH büyümesi nihai yüzde 1,8 revize edilmiş, çekirdek PCE yüzde 2,1 artmıştı.

ABD'de geçen yılın son çeyreğinde tarım dışı verimlilikteki artış yüzde 0,7 ile beklentilerin altında kalırken, enflasyonun ve kâr baskılarının bir göstergesi olan ve Fed'in yakından takip ettiği birim işgücü maliyetindeki artış ise yüzde 1,2 olarak açıklandı. Ekonomistler verimlilik ve işgücü maliyetinin yüzde 0,8 artmasını bekliyorlardı. Daha önce üçüncü çeyrekte yüzde 2,3 olarak açıklanan verimlilik artışı yüzde 1,9'a, işgücü maliyetlerindeki düşüş ise yüzde 2,5'ten yüzde 2,1'e revize edildi.

ABD'de açıklanan ADP Ulusal İstihdam Raporu'na göre, özel sektörde istihdam artışı Aralık'ta 170.000 ile beklentilerin altında gerçekleşti. Ekonomistler, ADP raporunun Ocak'ta özel sektörde istihdamın 185.000 arttığını göstermesini bekliyorlardı. Daha önce Aralık ayı 325.000 olarak açıklanan istihdam artışı ise 292.000'e revize edildi.

ABD'de sanayi üretimi Ocak ayında, artış beklentilerine karşılık değişim kaydetmedi. Kapasite kullanımı ise yüzde 78,5 oldu. Analistler ABD'de sanayi üretiminin yüzde 0,7 artacağını, kapasite kullanım oranının ise yüzde 78,6 olacağını tahmin ediyorlardı. Daha önce Aralık ayında yüzde 0,4 olduğu açıklanan sanayi üretim artışı ise yüzde 1'e revize edildi. Aralık ayı kapasite kullanım oranı ise yüzde 78,1'den yüzde 78,6'ya revize edildi.

ABD'de tüketici fiyatları endeksi Ocak'ta yüzde 0,2 ile beklentilerin altında artarken, enerji ve gıda fiyatlarındaki değişimleri içermeyen çekirdek endeks ise yine yüzde 0,2 ile beklentiler seviyesinde yükseldi. Analistler, Ocak'ta tüketici fiyatlarının yüzde 0,3 artmasını bekliyorlardı. Daha önce Aralık ayında değişim kaydetmediği açıklanan TÜFE ve yüzde 0,1 arttığı açıklanan çekirdek TÜFE'de revizyon yapılmadı.

ABD'de üretici fiyatları Ocak'ta yüzde 0,1 ile beklentilerin altında artarken, gıda ve enerji fiyatlarını içermeyen çekirdek endeks yüzde 0,4 ile beklentilerin üzerinde yükseldi. Analistler Ocak'ta ÜFE'nin yüzde 0,4, çekirdek endeksin yüzde 0,2 artmasını bekliyorlardı. Üretici fiyatları Aralık ayında yüzde 0,1 azalmış, çekirdek endekste ki yükseliş yüzde 0,3 olmuştu.

ABD'de dayanıklı mal siparişleri Aralık'ta yüzde 3 ile beklentilerin üzerinde artış kaydetti. Uzmanlar, dayanıklı mal siparişlerinin Aralık'ta yüzde 2 artmasını bekliyorlardı. Daha önce Kasım ayında yüzde 3,7 artış olarak açıklanan dayanıklı mal siparişleri yüzde 4,3 artışa revize edildi. ABD'de ISM imalat endeksi Ocak'ta 54,1 ile beklentilerin hafif altında açıklandı. Ekonomistler, Aralık ayında 53,1 değerini alan endeksin 54,5'e yükselmesini bekliyorlardı. ABD'de ISM hizmetler endeksi Ocak'ta 56,8 ile beklentilerin üzerinde açıklandı. Ekonomistler, endeksin 53 değerini almasını bekliyordu. ISM hizmetler endeksi Aralık'ta 53 olarak açıklanmıştı.

ABD'de perakende satışlar Ocak'ta yüzde 0,4 ile beklentilerin altında artarken, otomotiv dışındaki çekirdek satışlar ise yüzde 0,7 ile beklentilerin üzerinde artış kaydetti. Ekonomistler, perakende satışların yüzde 0,7 artmasını, çekirdek satışlardaki artışın yüzde 0,5 olmasını bekliyorlardı. Daha önce yüzde 0,1 olarak açıklanan Aralık ayı perakende satışlarındaki artış "değişim kaydetmediği" şeklinde revize edilirken, yüzde 0,2 olarak açıklanan çekirdek satışlar verisindeki düşüş yüzde 0,5'e revize edildi. ABD'de fabrikalara gelen siparişler Aralık'ta yüzde 1,1 ile beklentilerden altında artış kaydetti. Fabrika siparişlerinde yüzde 1,5 artış bekleniyordu. Fabrika siparişlerinde Kasım ayı için daha önce yüzde 1,8 olarak açıklanan artış, yüzde 2,2'ye revize edildi.

ABD'de yeni konut inşaatları Ocak'ta 699.000 adet ile beklentilerin üzerinde açıklanırken, inşaat ruhsatları 676.000 adet ile beklentilerin altında gerçekleşti. Ocak'ta yeni konut inşaatlarının 675.000, ruhsat sayısının 680.000 olması tahmin ediliyordu. Daha önce Aralık'ta 657.000 adet olarak açıklanan yeni konut inşaatları 689.000'e revize edilirken 671.000 olarak açıklanan Aralık ayı inşaat ruhsatlarında revizyon yapılmadı.

ABD'nin dış ticaret açığı Aralık'ta 48,8 milyar dolar ile beklentilerin biraz üzerinde açıklandı. Analistler, dış ticaret açığının Aralık'ta 48 milyar dolar olmasını bekliyorlardı. Daha önce 47,8 milyar dolar olarak açıklanan Kasım ayı dış ticaret açığı ise 47,06 milyar dolara revize edildi. ABD'de kişisel gelirler Aralık ayında yüzde 0,5 ile beklentilerin üzerinde artarken, çekirdek kişisel tüketim harcamaları (PCE) da yüzde 0,2 ile beklentilerin üzerinde yükseldi. Uzmanlar kişisel gelirlerin yüzde 0,4, çekirdek PCE'nin ise yüzde 0,1 artmasını bekliyorlardı. Daha önce yüzde 0,1 olarak açıklanan Kasım ayı kişisel gelirler ve çekirdek PCE verisinde revizyon yapılmadı. ABD'de tüketici güven endeksi Ocak'ta 61,1 değerini alarak beklentilerin altında açıklandı. Uzmanlar Conference Board tarafından yayımlanan tüketici güven endeksinin 68 değerini almasını bekliyorlardı. Daha önce 64,5 olarak açıklanan Aralık ayı tüketici güven endeksi 64,8'e revize edildi.

ABD Çalışma Bakanlığı verilerine göre, Ocak'ta tarım dışı istihdam 243000 ile beklentilerin üzerinde artarken, işsizlik oranı da yüzde 8,3'e geriledi. Ekonomistler tarım dışı istihdamın Aralık'ta 150000 kişi artmasını, işsizlik oranının ise yüzde 8,5'te kalmasını bekliyorlardı. Daha önce 200000 arttığı açıklanan Aralık ayı tarım dışı istihdamı 203,00 artışa revize edilirken, yüzde 8,5 olarak açıklanan Aralık ayı işsizlik oranında revizyon yapılmadı. Kasım ayında 100000 olarak açıklanan tarım dışı istihdamdaki artış ise 157,000'e revize edildi. ABD'de işsizlik oranı Şubat 2009'dan bu yana en düşük seviyeye ulaşırken, işgücüne katılım oranı da Aralık'taki yüzde 64 seviyesinden Ocak ayında yüzde 63,7'ye geriledi.

2. Euro Bölgesi

Euro Bölgesi ekonomisi geçen yılın dördüncü çeyreğinde yüzde 0,3 ile beklentiler seviyesinde daralma kaydetti. Avrupa Birliği istatistik kurumu Eurostat'ın verilerine göre, euro bölgesinde GSYH dördüncü çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre de yüzde 0,7 ile beklentiler seviyesinde büyüdü. Euro bölgesinde Q3'te çeyreklik bazda yüzde 0,2 olarak açıklanan GSYH büyümesi yüzde 0,1 artışa, yıllık bazda yüzde 1,4 olarak açıklanan GSYH büyümesi ise yüzde 1,3'e revize edildi.

Avrupa Birliği istatistik bürosu Eurostat'ın verilerine göre, euro bölgesi Ocak ayı enflasyonu yıllık bazda yüzde 2,7 ile beklentiler seviyesinde bir değer aldı. Euro bölgesinde enflasyon Aralık'ta yıllık bazda nihai yine yüzde 2,7 olarak gerçekleşmişti.

Euro bölgesinde sanayi üretimi Aralık'ta bir önceki aya göre yüzde 1,1 ile beklentilere yakın seviyede azaldı. Analistler, sanayi üretiminin Aralık'ta yüzde 1,2 azalmasını bekliyorlardı. Daha önce Kasım ayı için yüzde 0,1 düşüş olarak açıklanan sanayi üretimi "değişim kaydetmediği" şeklinde revize edildi.

Euro bölgesi imalat sanayi PMI Ocak'ta nihai 48,8 ile beklentilerin üzerinde bir değer olarak beş ayın en yüksek seviyesini görse de, Euro bölgesi imalat sektöründe daralmanın alt aydır devam ettiğine işaret etti. Analistler, Euro bölgesinde imalat sanayi PMI'nın 48,7 ile Ocak ayı öncü verisiyle aynı seviyede açıklanmasını bekliyordu. Euro bölgesi imalat PMI Aralık'ta nihai 46,9 değerini almıştı.

Euro bölgesi hizmet sektörü satın alma yöneticisi endeksi, Ocak'ta nihai 50,4 seviyesine yükselerek, sektörün tekrar büyümeye geçtiğine işaret etti. Eş zamanlı açıklanan euro bölgesi bileşik PMI da Ocak'ta 50,4'e yükselerek euro bölgesinde özel sektörün zayıf bir büyümeyle de olsa resesyona girmeden tekrar büyümeye geçebileceğini gösterdi. Euro bölgesi bileşik PMI Aralık ayında nihai 48,3 değerini almıştı. Analistler, euro bölgesi hizmetler PMI'nın Ocak ayı öncü değeri olan 50,5'te kalmasını bekliyorlardı.

Euro bölgesinde işsizlik oranı Aralık'ta yüzde 10,4 ile beklentiler seviyesinde açıklandı. Daha önce Kasım ayı için yüzde 10,3 olarak açıklanan işsizlik oranında ise yüzde 10,4'e revize edildi. Euro bölgesinde perakende satışlar Aralık'ta aylık bazda yüzde 0,4 ile artış beklentilerinin tersine düşüş kaydetti. Perakende satışlar yıllık bazda ise yüzde 1,6 gerileyerek yine beklentilerin üzerinde düşüş kaydetti. Ekonomistler, perakende satışların Aralık'ta aylık bazda yüzde 0,3 artmasını, yıllık bazda ise yüzde 1,3 azalmasını bekliyorlardı. Daha önce yüzde 0,8 olarak açıklanan Kasım ayı perakende satışlarındaki düşüş yüzde 0,4'e revize edilirken, yıllık bazda yüzde 2,5 olarak açıklanan düşüş ise yüzde 1,5'e revize edildi.

3. Diğer Ülkelerdeki Gelişmeler

Çin'de ekonomi geçen yılın son çeyreğinde 2,5 yılın en zayıf büyümesini kaydederken, ihracat talebindeki azalma ve konut piyasasındaki sıkıntılara bağlı olarak yavaşlamanın gelecek aylarda daha da fazla kendini gösterebileceği belirtiliyor. Çin'de açıklanan veriye göre GSYH 2011'in dördüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde 8,9 ile yüzde 8,7 olan beklentilerin biraz üzerinde büyüme kaydetti. Çin'de GSYH büyümesi geçen yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 9,1 olmuştu. Çin'de imalat sektörü resmi PMI endeksi Ocak ayında, daralma beklentisine karşın, büyüme kaydederek dünyanın ikinci büyük ekonomisinin sert iniş yaşamayacağı beklentilerini güçlendirdi. HSBC tarafından hazırlanan diğer imalat PMI ise sektörde son üç ayın en zayıf daralmasının yaşandığına işaret ederek, Çin hükümetinin ekonomiyi destekleyici önlemlerine paralel olarak imalat sektöründeki daralmanın sona yaklaşmakta olduğuna işaret etti.

Çin'de Aralık ayında 50,3 değerini alan resmi imalat sanayi satın alma yöneticisi endeksi (PMI) Ocak'ta 50,5'e yükselerek 49,5 olan beklentilerin üzerinde değer aldı. HSBC imalat PMI ise 48,7 seviyesinden 48,8'e yükseldi. Çin Merkez Bankası, Çin'in küresel bol likidite ve emtia fiyatları nedeniyle yukarı yönlü baskılarla karşı karşıya olan enflasyonda yükselişi önlemesi gerektiğini açıkladı. Geçen yılın son çeyreğine ilişkin para politikası uygulama raporunu açıklayan banka, enflasyon kontrol altında tutulurken kredi büyümesinin makul seviyede kalması için faiz oranlarını da içeren bir politika araçları bileşiminden faydalanılacağını belirtti. Banka, Çin ekonomisindeki kademeli yavaşlamanın enflasyon risklerinin önüne geçilmesine ve ülkedeki yapısal düzenlemelere katkı sağlayacağına da dikkat çekti. Çin para birimi yuanın iki yönlü esnekliğinin artırılacağını ve makul bir aralıkta sabit tutulacağını belirten banka, karşı tedbir olarak farklılaştırılmış zorunlu karşılık değişikliklerine başvurulacağını da açıkladı.

Japonya'da ekonomi, talepte zayıflama, Tayland'daki seller ve güçlü yenin etkileriyle geçen yılın son çeyreğinde beklenenden fazla küçüldü. Japonya'da açıklanan veriye göre GSYH dördüncü çeyrekte yüzde 0,6 ile beklenenin iki katı küçüldü. Japonya'da iç talepte de zayıflama görüldüğü ve deprem sonrası yeniden inşa sürecinin ekonomiye sağlaması beklenen katkının yavaş bir biçimde gerçekleşmesinin de olumsuz bir işaret olduğu belirtiliyor.

Japonya, 30 yıldan uzun sürenin ardından ilk kez 2011'de yıllık bazda ticaret açığı verdi. Geçen yıl Mart ayında meydana gelen deprem, tsunami ve nükleer kriz sonrası enerji ithalatının artması, güçlü yen ve tedarik zinciri sıkıntılarının ihracatı baskılamasıyla 2011'de 32 milyar dolarlık ticaret açığı veren Japonya'nın kamu borçlarını fonlayabilme kabiliyetinin de zarar gördüğü belirtiliyor. Japonya'nın kamu borcu, 5 trilyon dolar büyüklüğündeki ekonominin iki katına ulaştı.

İran Merkez Bankası, para birimi riyalde yüzde 8'lik devalüasyon açıkladı ve tek döviz kuru belirleneceğini duyurdu. Merkez Bankası, Batılı ülkelerin İran'a yaptırımlarıyla ilgili endişelerle kara borsada dolar birikmesinin önüne geçmeyi amaçlıyor. İran Merkez Bankası Başkanı Mahmoud Bahmani devlet televizyonunda yaptığı açıklamada, doların yeni seviyesinin 12,260 riyal olarak belirlendiğini açıkladı.

SEKTÖREL GÖRÜNÜM**İlaç Sektörü****Dünya'da İlaç Sektörü**

İlaç Sektörü, beşeri ve veteriner hekimlikte tedavi edici ve koruyucu olarak kullanılan sentetik, biyolojik, bitkisel ve hayvansal kaynaklı ilaç etkin ve yardımcı maddelerinin üretilerek sağlık hizmetlerine sunulmasını sağlayan bir endüstri dalıdır.

Ortalama yaşam süresinin artışı ve sosyal devlet olgusunun doğuşu ilaç sektörünün büyümesinde rol oynamış ve 2006-2010 dönemleri arasında ortalama %4,3 oranında büyüme göstererek 2010 yılı sonunda yaklaşık 693 milyar USD tutarında toplam pazar hacmine ulaşmıştır.

İlaç sektörü, ürünlerin yüksek maliyetli ve uzun Araştırma-Geliştirme faaliyetleri sonucunda üretildiği bir sektördür. Bu anlamda bilgi yoğun bir endüstridir ve bu sebeple ilaçlar patent koruması altındadır. Önemli olan ilaç etken maddesinin formülünün bulunmasıdır. Diğer sektörlerin aksine, birçok ülkede, o ülkenin yasal mevzuatı ve sosyal güvenlik politikaları çerçevesinde ilaç sektöründe faaliyet gösteren firmaların faaliyetleri devlet tarafından düzenlenmiştir. Çoğu ülkede ilaç fiyatları kontrol altında tutulmaktadır ve ürünler uzun ruhsatlandırma süreçleri sonucunda piyasaya sürülebilmektedir. Ayrıca bazı ülkelerde satış, pazarlama ve reklamasyon sahalarında dahi kısıtlamalar bulunmaktadır.

İlaç endüstrisinin ayırt edici özelliklerinden birisi teknolojik değişimlerin çok hızlı bir şekilde ürünlere yansmasıdır. Bu sebeple, kendi alanında çığır açan bir ilaç, bu ilacı üreten firmayı kısa zamanda pazar liderliğine taşıyabilmektedir. Aynı şekilde çok satılan bir ilacın patent süresi dolduğu anda piyasaya daha ucuz jenerik ürünler girmekte ve üretici firma kısa zamanda pazar payını kaybedebilmektedir. Bu sebeple pazardaki rekabet gücünü korumak isteyen firmalar durmaksızın yeni ürün geliştirme ve mevcut ürünlerin etkinliğini ve kullanım alanları artırmak için çalışmalar yürütmek durumundadırlar.

Küresel İlaç Sektöründe Faaliyet Gösteren İlk 10 Firma ve Yıllara Göre Ciroları

	2007	2008	2009
Pfizer	59.909	58.677	57.024
Merck & Co	39.365	39.488	38.963
Novartis	34.479	36.684	38.460
Sanofi-Aventis	34.390	36.437	35.524
GlaxoSmithKline	37.620	36.736	34.973
Astra Zeneca	29.999	32.498	34.434
Roche	27.232	30.285	32.763
Johnson & Johnson	29.010	29.638	26.783
Lilly	17.177	19.042	20.310
Abbott	17.359	19.401	19.840

İlaç sektörü pazarının %95'i uluslararası bazda faaliyet gösteren şirketlere aittir. İlaç tüketimi A.B.D., Avrupa Birliği ve Japonya pazarlarında yoğunlaşmıştır. ABD ilaç sektöründe, devlet kontrolünün olmaması ve serbest piyasa ekonomisi, hastaların ilaç seçme ve firmaların reklam özgürlüğü sektörü dünya pazarında %50'si seviyesine taşımıştır.

Diğer birçok sanayi kolunda üretim tesislerinin son yıllarda özellikle Uzakdoğu ve Doğu Avrupa ülkelerine kaymasına rağmen, ilaç üretimi yoğun bir şekilde teknik bilgi, ekspertiz ve yenilik gerektirdiğinden ilaç sanayi bu trendin dışında kalmıştır. Avrupa kaynaklı ilaç firmalarının Dünya pazarındaki payı, Avrupa ülkelerinde hükümetlerin fiyatlar üzerindeki baskısı ve ilaç ruhsatı almada yaşanan zorluklar sebebiyle son 20 yılda giderek azalmıştır. Günümüzde Avrupa ilaç pazarı, global pazarın %29'unu temsil etmektedir.

Dünya İlaç Sektörünün Pazar Büyüklüğü

	Pazar Hacmi (milyar USD)	Büyüme (%)
2005	545,3	-
2006	571,5	%4,80
2007	601,4	%5,20
2008	625,6	%4,00
2009	644,2	%3,00
2010	693,2	%4,30

Kaynak: Global Pharmaceuticals, Kasım 2010

Türkiye İlaç Sektörü

Türkiye ilaç sektöründe 263'ü yerli, 37'si çok uluslu toplam 300 firma faaliyet göstermektedir. Sektördeki firmalar İstanbul, Tekirdağ ve Kocaeli çevresinde toplanmıştır. Sektörde yaklaşık olarak 25.000 kişi istihdam edilmektedir. Türkiye ilaç sektörünün büyüme nedenleri arasında;

- ⇒ İnsan sağlığına verilen önemin artması,
- ⇒ Sosyal güvenlik sisteminde yapılan köklü değişiklikler,
- ⇒ Vergi uygulamalarında sektöre yönelik yapılan iyileştirmeler,
- ⇒ Yeni yatırımlar
- ⇒ Modernizasyon sayılabilmektedir.

Türkiye İlaç Sektörünün Pazar Büyüklüğü

	Pazar Hacmi (milyon TL)	Büyüme (%)
2006	9.962	-
2007	11.587	%16,31
2008	12.725	%9,82
2009	14.844	%16,65
2010	14.794	%-0,34

Kaynak: IMS Dataview, Depocu Satışları, PwC

Türkiye İlaç Sektörünün Pazar Büyüklüğü

	Pazar Hacmi (milyon kutu)	Büyüme (%)
2006	1.292.126.621	-
2007	1.398.961.655	%8,27
2008	1.476.603.910	%5,55
2009	1.526.523.363	%3,38
2010	1.570.052.329	%2,85

Kaynak: IMS Dataview, Depocu Satışları, PwC

Türkiye’de ilaç sanayi birçoğu yurtdışı firmalar ile yapılan lisans anlaşmaları kapsamında da olsa önemli miktarlarda ve çeşitlilikte üretim ve ihracat imkanına sahip ve katma değeri yüksek olan sektörlerden biridir.

Türkiye’de üretilen 3.100 çeşit ilaç, hastaların yaş durumuna veya hastalığın seyrine göre gereken dozajlarda ve değişik farmasötik şekillerde hazırlandığında bu sayı 7.200 civarında olmaktadır. İlaç sektöründe antibiyotikler ve analjezikler başta olmak üzere birçok ilaç etken maddesi üretilmektedir. Diğer taraftan ilaç üretiminde hammaddelerin yaklaşık %80’i ithalat ile sağlanmaktadır.

İleri teknoloji gerektirdiği için üretimi belirli merkezlerinde gerçekleştirilen ilaçlar ile tüketimi az olduğu için Türkiye’de üretimi ekonomik olmayan ilaçlar diğer ülkelerden ithal edilmektedir. Türkiye’de pek çok tedavi grubundan ilaç ithalatı olmakla beraber ağırlıklı olarak, çok yeni ve yüksek teknoloji gerektiren preparatlar, bazı aşılar, kan faktörleri, bazı kontrollü salım sistemine sahip olan ilaçlar, insülin ve kanser ilaçları ithal edilmektedir.

İlaç endüstrisi çok gelişmiş olanlar dahil tüm ülkelerde, ilaç ve ilaç hammaddesi ithalatı yapılmaktadır. İlaç sektörü için önemli olan ithalat miktarı değil, ihracatın sektör kapasitesinin gerisinde kalması ve dış ticaret dengesinin ithalat lehine olmasıdır. Türkiye ilaç sektörünün 2010 yılında ithalat rakamı %8 oranında artarak 4,41 milyar USD, ihracatı ise %30 oranında büyüyerek 558 milyon USD olmuştur. Türkiye’nin 2010 yılında ilaç sektörü için dış ticaret açığı ise -3,6 milyar USD’den -3,8 milyar USD seviyesine ulaşmıştır.

DEĞERLEME YAKLAŞIMI**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.

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 esas olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

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

Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulmuş 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 dağıtılacak nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

DEĞERLEME SONUÇLARI**Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler**

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

Pazar Yaklaşımı 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. Değerlemeye konu şirketin faaliyet alanı olan ilaç sektöründe faaliyet göstermekte olan İMKB şirketleri sırasıyla Deva Holding (DEVA) ve Eczacıbaşı İlaç (ECILC)'tir. İMKB'de faaliyet gösteren ilaç sektörü şirketleri sayısının kısıtlı olması nedeniyle şirketin karşılaştırılabilir firma değerinin tespit edilmesinde Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa'da ilaç sektöründe faaliyet gösteren 365 firmanın verilerinden yola çıkılarak hesaplanan emsal değer ile İMKB'de işlem gören ilaç sektörü şirketlerinin verileri temel alınarak hesaplanan emsal değerlerin ortalaması dikkate alınmıştır. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa'da ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin verilerin temin edilmesinde New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından kendi internet sitesinde güncel olarak yayınlanan veri tabanı kullanılmıştır.

Deva Holding ve Eczacıbaşı İlaç şirketlerinin 31.03.2012 dönemi piyasa değeri/ defter değeri ve piyasa değeri/satışlar oranlarına göre, West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 30.06.2012 tarihi itibarıyla olabilecek tahmini değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların 30.06.2012 tarihli finansal tabloları değerlendirme tarihi itibarıyla açıklanmadığından, değerlendirme çalışmamızda karşılaştırılabilir firmaların 31.03.2012 tarihli çarpanları kullanılmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri	Defter Değeri	PD / DD	West Pharma DD	Emsal Değeri
Deva Holding	436.000.000	351.686.092	1,24	510.124	692.422
Eczacıbaşı İlaç	1.145.754.720	2.606.907.000	0,44	510.124	224.203
Şirket Değeri			0,74		376.551

Şirket	Piyasa Değeri	Satışlar	PD / Satışlar	West Pharma Satışlar	Emsal Değeri
Deva Holding	436.000.000	99.663.622	4,37	2.070.724	9.058.826
Eczacıbaşı İlaç	1.145.754.720	261.531.000	4,38	2.070.724	9.071.740
Şirket Değeri			4,38		9.065.281

New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran'ın internet sitesinde güncel olarak yayınlamış olduğu veriler temel alınarak hesaplanan şirketin emsal değeri aşağıda özetlenmiştir.

PD/DD Çarpanı	Şirket Defter Değeri	Emsal Değeri (PD/DD)	PD/Satışlar Çarpanı	Şirket Satışları	Emsal Değeri (PD/Satışlar)
2,15	510.124 TL	1.097.046 TL	2,20	2.070.724	4.563.128

Şirketin karşılaştırılabilir firma değerinin tespit edilmesinde İMKB'de işlem gören ilaç sektörü şirketleri ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa'da faaliyet gösteren ilaç sektörü şirketlerinin verilerinden hareketle hesaplanan emsal değerlerin ortalaması dikkate alınmıştır.

Sektör	PD/DD Çarpanı	Şirket Defter Değeri	Emsal Değer
İlaç Sektörü (İMKB)	0,74	510.124	376.551
İlaç Sektörü (Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa)	2,15	510.124	1.097.046
Karşılaştırılabilir Firma Değeri			736.799

Sektör	PD/Satışlar Çarpanı	Şirket Satışları	Emsal Değer
İlaç Sektörü (İMKB)	4,38	2.070.724	9.065.281
İlaç Sektörü (Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa)	2,20	2.070.724	4.563.128
Karşılaştırılabilir Firma Değeri			6.814.204

Bu varsayım altında, West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2012 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi'ne göre değeri Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanı kullanıldığında 736.799 TL, Piyasa Değeri/Satışlar çarpanı kullanıldığında ise 6.814.204 TL olarak hesaplanmaktadır. Karşılaştırılabilir firma değeri çarpanının belirlenmesinde geometrik ortalama kullanılmıştır.

Varlık Yaklaşımı Sonuçları Net Defter Değeri Yöntemi

Sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. Bilançonun muhasebe defterlerine dayanması nedeniyle bu isim verilmiştir. İki nedenden ötürü şirketin piyasa değerini ifade etmez. Birincisi; gerek varlık, gerekse borçların bilgi kalitesi ancak ülkede kullanılan muhasebe standartlarının kalitesi kadar anlamlıdır.

İkincisi şirketin bilançoda yer almayan, yönetim kadrosunun bilgi ve tecrübesi, müşteri yapısı, sektöründe yarattığı olumlu imaj gibi değerleri, kısaca şirket peştemaliyesini kapsamamasıdır. Bununla birlikte, bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, net defter değeri uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır.

Bilanço Kalemleri - TL	Defter Değeri
Toplam Varlıklar	2.957.685
Toplam Borçlar (-)	2.447.562
Net Defter Değeri	510.124

West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2012 tarihli bilançosu esas alındığında Net Defter Değeri 510.124 TL olarak hesaplanmaktadır.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

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

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (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:

İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %18,23 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

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

formülünden hareketle %18,27 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formüle kullanılan risksiz faiz oranı olarak, 2020 tarihli Devlet Tahvillerinin getirilerinin ortalaması kullanılmıştır. Pazar risk primi olarak, New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hesaplanarak yayınlanan* ülke risk primi (%4,13) ve şirkete özgü risk primi olarak belirlenen %8'in toplamı dikkate alınmıştır. Şirkete özgü risk primi değerlendirme uzmanlarımızın öngörüsü olup bu oranın belirlenmesinde gerek şirketin yeni kurulmuş olmasından kaynaklanan riskler gerekse sektöre yönelik büyüme beklentilerinin gerçekleştirilebilirliği konusundaki belirsizlikler göz önünde bulundurulmuştur. Sistemik riskin göstergesi olarak ifade edilen betanın belirlenmesi amacıyla İMKB ilaç sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa Bölgesinde faaliyet göstermekte olan ilaç sektörü şirketlerinin betalarının aritmetik ortalaması alınarak borç/pasif oranları üzerinden düzeltilmiştir.

Bu varsayımlar altında şirketin projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

Sektör	Beta (Kaldıraçsız)	Borç/Pasif
İlaç Sektörü (İMKB)	0,70	
İlaç Sektörü (Gelişmekte Olan Ülkeler+Avrupa)	0,72	
Sektör Ortalaması	0,71	
West Pharma Betası (kaldıraçlı)	0,71	0,72%

İskonto Oranı	
Risksiz Faiz Oranı	9,65%
Risk Primi	12,13%
Ülke Risk Primi	4,13%
Şirkete Özgü Risk Primi	8,00%
Beta	0,71
Sermaye Maliyeti	18,27%
Kaldıraç Oranı	0,72%
Borçlanma Maliyeti	15,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18,23%

Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2012–2016 yıllarını kapsamakta olup, 2016 yılında elde edilen nakit, %18,23 iskonto oranı ile sonsuza götürülmüştür.

Enflasyon

Cari yıl ve takip eden iki yıla dair enflasyon tahminleri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Enflasyon Raporu 2012-II içerisinde yer alan beklentilere dayalı olarak belirlenmiştir. Daha sonraki yıllarda ise enflasyon oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

*http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

MAKRO GÖSTERGELER	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Enflasyon Rakamı	6,47%	6,46%	6,14%	4,95%	4,95%	4,95%

Şirketten Alınan Projeksiyonlar

2012 yılına ait satış, maliyet ve gider projeksiyonları şirket yönetimi tarafından hazırlanmış ve tarafımıza proforma finansal tablolar halinde sunulmuştur. 2012 yılı sonrası değerlendirme varsayımları ise değerlendirme uzmanlarımızın öngörüsü olup, bunlara ilişkin öngörüler aşağıdaki gibidir:

Satış Gelirleri

Şirket yönetiminden sağlanan satış projeksiyonlarında satış gelirleri 5 ana ürün grubu bazında incelenmiştir. Ürün gruplarının sınıflandırılmasında satılan ilaçların üreticileri temel alınmıştır.

Şirketin satış gelirleri içerisinde AGİÇ ürünleri olarak sınıflandırılan ürün grubunda; OM-X Bitkisel Şurup, OM-X Bitkisel Damla, Infavit Multivitamin, Infavit AC Multivitamin, Proviten A-Z Vitamin, Uroston Kit, Infavit ACD Multivitamin, Hederal Şurup Urinag Damla yer almaktadır. DNS ürün grubunda; Femol, Menol ve UHS ürünleri, Pomme Life ürün grubunda; Kapsül, El Kremi ve Yüz Kremi, Medisure ürün grubunda; Cureomega, Popishic ve Immusept Şurup, RP Farma ürün grubunda ise Astein, Vapour Rub ve Siozwo ürünleri yer almaktadır. Bu ürünlere ait tanıtıcı bilgiler aşağıda özetlenmiştir:

SATIŞLAR	2011	2012/6
Ağız Ürünleri	125.598	1.338.966
DNS Ürünleri	0	510.030
Pomme Life Ürünleri	0	119.660
Medisure Ürünleri	0	0
RP Farma Ürünleri	0	0
Diğer Gelirler	10.608	166.127
Satış İade ve İskontoları (-)	0	-64.060
Net Satışlar	136.206	2.070.724

OM-X Bitkisel Damla ve Şurup: Yeni bebek sahibi olan ailelerin en büyük sorunlarından biri de bebeklerde görülen gaz sancıları ve bunun yarattığı ağlama krizleridir. OM-X bebeklerde görülen gaz sancılarında ve uyku düzensizliklerine bitkisel bir çözüm önerisidir. İçerisinde bulunan zencefil ve dereotu sayesinde bebeklerde mide gazının düzenlenmesinde etkilidir.

Infavit Multivitamin ve Infavit AC Multivitamin: Bebeklerin günlük vitamin ihtiyacının karşılanması için gıda takviyesidir. Infavit Multivitamin D Vitamini dahil, bebekler için önem arz eden 9 vitamin içermektedir.

Infavit ACD Multivitamin: Vitaminler, normal büyüme ve metabolizma fonksiyonları için vücuda gerekli olan maddelerdir. Infavit ACD Multivitamin Damla bebekler için önem arz eden 3 vitamin içermektedir.

Hederal: Yabancı maddelerin solunum sistemine girmesini engelleyen, bunların ve havayollarındaki salgıların dışarı atılmasını sağlayan mekanizma öksürüktür. Hedera Helix, spazmolitik ve sekrolitik etkileri ile öksürük nöbetlerini ve paroksizmleri azaltır.

Urinag Damla: Spazmolitik ve analjezik etkili böbrek taşı düşürme sürecinde hastanın yaşam kalitesini arttırmaya yardımcı bitkisel bir destektir.

Femol: Femol, kadınlarda libidonun arttırılmasına ve vajinal kuruluğun giderilmesinde tedaviye yardımcı olmaktadır.

Menol: Menol, boşalma ve empotans (ereksiyon bozukluğu) problemlerinin tedavisine yardımcı olurken, güçlü içeriğiyle sperm üretimini ve prostat sağlığını da destekleyen ve kısırlık tedavisine yardımcı olan, erkeklere özel olarak hazırlanmış bir besin takviyesidir.

UHS: Günlük yaşantının neden olduğu fiziksel ve zihinsel tahribatı hafifletmeye, mevsimsel ya da kronik yorgunluğu gidermeye ve bağışıklık sistemini güçlendirmeye yardımcı doğal bir gıda takviyesidir.

Pomme Life Ürünleri: Doğal nar yağı içerikli dermakozmetik sınıfında değerlendirilen el ve yüz nemlendirici ve doğal nar yağı kapsülü ürün gamını oluşturmaktadır.

Medicure Ürün Grubu: Medicure ürün grubu; Popishic pişik kremi, Immusept ve Cure Omega şuruplardan oluşmaktadır. Popishic pişik kremi, doğal yağlar, minarellerle zenginleştirilmiş özel formülüyle irritasyonu önleyerek deriyi koruyan, yara iyileşmesine yardımcı olan ve nemlendirici özelliğe sahip bir pişik önleyici kremdir. Immusept, çocuklarda bağışıklık sisteminin güçlendirilmesine yardımcı Beta Glukan, Propolis ve C Vitamini ihtiva eden doğal şurup formunda destekleyicidir. Cure Omega ise A,C,D ve B1 vitamini ile güçlendirilmiş çocuklarda sağlıklı zihinsel gelişimin ve zekanın desteklenmesinde yardımcı balık yağı takviyesidir.

Astein: Astein, yoğun kıvamlı balgamin atılması, azaltılması ve balgamin çıkartılmasının kolaylaştırılması gereken solunum yolu ve akciğer hastalıklarında kullanılır.

İlaçlar, temel olarak reçeteli-reçetesiz olmak üzere iki temel kritere göre sınıflandırılmaktadır. Reçeteli ilaçlar, doktorlar tarafından yazılan reçete ile ancak eczanelerden alınabilen ilaçlardır. Reçeteli ilaçlar, hem orjinal (patent

korunmalı) hem de jenerik ilaç gruplarını içermektedir. Reçetesiz ilaçlar ise tüketicilerce satın alınması için reçeteye ihtiyaç duyulmayan ilaçlardır. Reçetesiz ilaçlar bazı ülkelerde sadece eczanelerde bazı ülkelerde ise hem eczanelerde hem de marketlerde satılabilmektedir.

Dünya ilaç sektörü, 2000-2010 arasında ortalama yıllık yüzde %10 büyümeye kaydetmiştir ve 2010 sonu itibarıyla büyüklüğü 693 milyar dolara ulaşmıştır. İlaç sektörü genel olarak reçeteli ilaç ve reçetesiz ilaç (OTC) olmak üzere iki faaliyet alanına ayrılmaktadır. Türkiye ilaç sektörü, 2005 yılında reçeteli ilaç 1,1 milyar kutu satış gerçekleştirmişken, 2011 yılında bu rakam yıllık ortalama %6 büyümeye oranı ile 1,56 milyar kutu olarak gerçekleşmiştir. Reçetesiz ilaç sektöründe ise büyümeye oranı reçeteli ilaç satışının üzerinde gerçekleşmiş olup yaptığımız araştırmalara göre Türkiye reçetesiz ilaç sektörü yıllık ortalama %15 oranında büyümeye göstermiştir. Sektörün önemli kuruluşlarından www.otcplus.com.tr internet sitesinde yayınlanan ve değerlendirme çalışmamızın ekinde verilen Palmiye İlaç Yönetim Kurulu Üyesi Ömer Eryarsoy'un ve Omega Pharma Global 2.Başkanı Chris Staeuble'in Türkiye reçetesiz ilaç sektörüne ilişkin beklentilerinde de belirtildiği üzere sektörün 2013 yılına kadar yıllık %15-17 oranında büyümeye göstereceği tahmin edilmektedir. Şirketin yukarıda detaylı açıklaması verilen ürünlerinin bütünü reçetesiz ilaç olarak sınıflandırılmaktadır. 2012 yılına ait satış projeksiyonları şirket yönetiminden temin edilmiş olup, 2012 yılından sonra sektöre paralel olarak kutu ilaç bazındaki satış hacminde %15 büyümeye öngörülmüştür. Ürünlerin birim satış fiyatlarının belirlenmesinde ise 2012 yılındaki fiyatlar temel alınmış olup projeksiyon döneminde sabit bırakılmıştır.

MODELLEME VARSAYIMLARI	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Agıç Ürünleri Satış Adetleri	8.610	268.292	308.536	354.816	408.039	469.244
Agıç Ürünleri Satış Fiyatları (adet/TL)	14,59	14,59	14,60	14,60	14,60	14,60
DNS Ürünleri Satış Adetleri	0	67.122	77.190	88.769	102.084	117.396
DNS Ürünleri Satış Fiyatları (adet/TL)	57,81	57,81	57,81	57,81	57,81	57,81
Pomme Life Satış Adetleri	0	26.507	30.483	35.056	40.314	46.361
Pomme Life Satış Fiyatları (adet/TL)	24,64	24,64	24,64	24,64	24,64	24,64
Medicure Satış Adetleri	0	53.000	60.950	70.093	80.606	92.697
Medicure Satış Fiyatları (adet/TL)	15,25	15,25	15,25	15,25	15,25	15,25
RP Farma Satış Adetleri	0	108.530	124.810	143.531	165.061	189.820
RP Farma Satış Fiyatları (adet/TL)	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52

Şirketin reçetesiz ilaç satışlarının haricinde kalan diğer gelirlerinin ve satış iade ve iskontolarının belirlenmesinde 2012 yılı ilk 6 aylık periyodunda gerçekleşen rakamlar projeksiyon döneminde sabit bırakılmıştır. Bu varsayımlar altında şirketin satış gelirleri aşağıda gösterilmiştir:

SATIŞLAR (TL)	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Ağıç Ürünleri	125.598	3.913.566	4.503.246	5.178.733	5.955.543	6.848.874
DNS Ürünleri	0	3.880.634	4.462.729	5.132.139	5.901.960	6.787.254
Pomme Life Ürünleri	0	653.024	750.977	863.624	993.167	1.142.142
Medicare Ürünleri	0	808.020	929.223	1.068.606	1.228.897	1.413.232
RP Farma Ürünleri	0	1.250.450	1.438.018	1.653.720	1.901.778	2.187.045
Diğer Gelirler	10.608	166.127	166.127	166.127	166.127	166.127
Satış İade ve İskontoları (-)	0	-64.060	-64.060	-64.060	-64.060	-64.060
Net Satışlar	136.206	10.607.761	12.186.260	13.998.889	16.083.412	18.480.614

Satış Maliyetleri

Şirketin satış maliyetleri satılan ticari malların maliyetinden oluşmaktadır. Şirketten alınan maliyet projeksiyonlarında ürün satış gelirlerinin %47'si oranında ticari malların maliyeti öngörülmüştür.

MALİYETLER (TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satılan Ticari Malların Maliyeti	67.984	4.985.648	5.727.542	6.579.478	7.559.204	8.685.888
Satış Maliyetleri	67.984	4.985.648	5.727.542	6.579.478	7.559.204	8.685.888

Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri; satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Satış pazarlama giderleri, reklam promosyon giderleri, eğitim giderleri, personel giderleri, araç kiralama giderleri, araç yakıt giderleri, depo kira giderleri, diğer pazarlama satış dağıtım giderleri, mal fazlası giderleri ve ciro prim giderleri kırılımında incelenmiştir. Genel yönetim giderleri ise merkez personel giderleri, merkez ofis giderleri, merkez araç kira giderleri, merkez araç yakıt giderleri, elektrik su giderleri, haberleşme giderleri, yurtiçi seyahat giderleri, yurtdışı seyahat giderleri, danışmanlık giderleri, amortisman giderleri ve diğer genel giderlerden oluşmaktadır.

Projeksiyon döneminde satış pazarlama giderleri içerisinde yer alan reklam promosyon giderleri, mal fazlası giderleri, ciro prim giderleri ve diğer pazarlama satış giderlerinin belirlenmesinde net satış gelirlerindeki büyüme oranı dikkate alınmıştır. Şirketin, araç kiralama şirketi ile 3 yıllık anlaşması karşılığında merkez ofisinde ve satış pazarlama aktivitelerinde kullanılmak üzere araçları bulunmaktadır. Bu araçlara ilişkin olarak 3 yıllık sözleşme olması nedeniyle 2012-2013 ve 2014 yıllarında herhangi bir kira artışı öngörülmemiş olup, 2015 ve 2016 yıllarında ise %20 kira artışı öngörülmüştür. Bu giderlerin haricindeki diğer giderlerin projeksiyon döneminde enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

FAALİYET GİDERLERİ (TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satış ve Pazarlama Giderleri	242.029	3.390.034	3.736.092	4.109.596	4.608.912	5.085.717
Reklam Promosyon Giderleri	31.138	984.284	1.130.752	1.298.944	1.492.365	1.714.799
Eğitim Giderleri	0	40.000	42.456	45.063	47.830	50.766
Personel Giderleri	113.259	983.637	1.044.033	1.108.136	1.176.176	1.248.393
Araç Kiralama Giderleri	54.208	373.166	387.720	387.720	465.264	465.264
Araç Yakıt Giderleri	30.224	273.607	290.406	308.237	327.163	347.250
Depo Kira Giderleri	0	46.189	49.025	52.035	55.230	58.621
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	13.201	142.769	164.014	188.410	216.465	248.729
Mal Fazlası Giderleri	0	287.965	330.816	380.023	436.610	501.686
Ciro Prim Giderleri	0	258.417	296.871	341.028	391.810	450.208
Genel Yönetim Giderleri	356.331	1.115.142	1.179.236	1.229.819	1.279.596	1.275.783
Merkez Personel Giderleri	189.007	775.815	823.450	864.210	906.989	951.885
Merkez Ofis Kira Giderleri	31.250	80.250	85.177	89.394	93.819	98.463
Merkez Araç Kira Giderleri	5.600	17.250	18.900	18.900	22.680	27.216
Merkez Araç Yakıt Giderleri	18.815	18.833	19.990	20.979	22.018	23.108
Elektrik Su Giderleri	886	4.064	4.313	4.527	4.751	4.986
Haberleşme Giderleri	11.893	55.324	58.721	61.628	64.678	67.880
Yurtiçi Seyahat Giderleri	0	30.000	31.842	33.418	35.072	36.808
Yurtdışı Seyahat Giderleri	0	10.000	10.614	11.139	11.691	12.269
Danışmanlık Giderleri	6.900	24.000	25.474	26.735	28.058	29.447
Amortisman Giderleri	80.892	80.892	80.892	78.043	67.962	760
Diğer Genel Giderler	11.087	18.714	19.863	20.846	21.878	22.961
Faaliyet Giderleri	598.360	4.505.176	4.915.327	5.339.415	5.888.509	6.361.501

Sermaye Harcamaları

Projeksiyon döneminde herhangi bir sermaye harcaması öngörülmemiştir.

Amortisman

Şirketin mevcut duran varlıkları, mevcut defter değerleri üzerinden itfa edilerek toplam amortisman giderlerine ulaşılmıştır.

Çalışma Sermayesi

Şirketin 2011 yılı Ağustos ayında kurulması göz önünde bulundurularak 2012 yılı ilk 6 ayı itibarıyla gerçekleşen oranlar göz önünde tutularak alacak tahsil süresinin 117 gün, borç ödeme süresinin 165 gün ve stok devir süresinin ise 137 gün olacağı öngörülmüştür.

Vergi

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

Projeksiyon Nakit Akışları

West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait projeksiyonun nakit akımları aşağıda gösterilmiştir:

İNA Analizi (TL)	2012	2013	2014	2015	2016
Net Satışlar	10.607.761	12.186.260	13.998.889	16.083.412	18.480.614
Satış Maliyetleri (-)	-4.985.648	-5.727.542	-6.579.478	-7.559.204	-8.685.888
Brüt Faaliyet Karı	5.622.113	6.458.718	7.419.411	8.524.208	9.794.725
Faaliyet Giderleri (-)	-4.505.176	-4.915.327	-5.339.415	-5.888.509	-6.361.501
Net Faaliyet Karı	1.116.937	1.543.390	2.079.996	2.635.700	3.433.225
Vergi (-)	-223.387	-308.678	-415.999	-527.140	-686.645
Amortisman Giderleri (+)	80.892	80.892	78.043	67.962	760
Çalışma Sermayesi (+/-)	-2.512.028	-450.089	-516.848	-594.375	-683.532
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	-1.537.586	865.515	1.225.191	1.582.147	2.063.808
İskonto Oranı	1,18	1,40	1,65	1,95	2,31
İndirgenmiş Nakit Akışları	-1.300.511	619.189	741.356	809.737	893.390

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	752.799
2016 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	5.328.810
Şirketin Pazar Değeri	6.081.609
Net Borç veya Nakit (+/-)	269.826
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	6.351.434

Açıklanan varsayımlar altında West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 30.06.2012 tarihi itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemine göre hesaplanan değeri 6.351.434 TL'dir.

SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 30.06.2012 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	6.351.434	25%	1.587.859
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (PD/DD)	736.799	25%	184.200
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (PD/Satışlar)	6.814.204	25%	1.703.551
Net Defter Değeri	510.124	25%	127.531
Özsermaye Pazar Değeri		100%	3.603.140

Şirketin yeni kurulmasından dolayı geleceğe yönelik belirsizliklerin bulunması ve değerleme çalışmasında kullanılan satış, maliyet ve gider projeksiyonlarının şirket yönetiminden sağlanması nedeniyle pazar değerinin belirlenmesinde daha adil bir sonuca ulaşmak amacıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi, Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı, Piyasa Değeri/Satışlar Çarpanı ve Net Defter Değeri Yöntemlerinden elde edilen sonuçların aynı oranda ağırlıklandırılması gerektiğini düşünmekteyiz.

Dolayısıyla, West Pharma Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, değerlemede kullanılan yöntemlerin eşit olarak ağırlıklandırılmaları yoluyla hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık 3.603.140 TL'dir.



YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK VE
BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Dr. Hakkı DEDE
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

EKLER

Projeksiyon Hesaplama Tablosu
 Karşılaştırılabilir Firma Değeri Listesi
 Beta Katsayısı Hesaplama Tablosu
 Sektöre Yönelik Röportajlar

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

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

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağıının bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 149 ortak firma ile 125 ülkede, 642 ofisle hizmet vermektedir. Yıllık global cirosu 3 Milyar USD'nin üzerindedir. Dünya çapında yaklaşık 25.000 profesyonel çalışanı bulunmaktadır.

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

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

Merkez Ofis

Beybi Giz Plaza Dereboyu
Cad. Kat: 19 ve 29 PK.34898
Maslak - İSTANBUL

+90 212 290 37 60
gym@gureli.com.tr

Ankara Ofis

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

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

İzmir Ofis

1379 Sok. No: 19
D: 8 PK.35220
Alsancak - İZMİR

+90 232 463 88 63
gymizmir@gureli.com.tr

Antalya Ofis

Fener Mah. 1964 Sok.
No: 36 D: 4 PK.07160
ANTALYA

+90 242 324 62 00
gymantalya@gureli.com.tr

Trakya Ofis

Atatürk Bulvarı
No: 44 D: 9-10 PK.59100
TEKİRDAĞ

+90 282 261 25 30
gymtrakya@gureli.com.tr