

**FM İNTERNET HİZMETLERİ
PAZARLAMA ve DIŞ TİCARET A.Ş.**

ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

14 Ağustos 2012



BAKER TILLY
GÜRELİ

FM İNTERNET HİZMETLERİ PAZARLAMA ve DIŞ TİCARET A.Ş. - Şirket Değerleme Raporu -

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Müşteri talebi üzerine ve 10.07.2012 tarihli sözleşmeye istinaden FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış 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, değerlendirme 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 **744.165 TL**'dir.

RAPORUN KAPSAMI**Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, müşterinin talebi ve 10.07.2012 tarihli sözleşmeye istinaden, FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış 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 değerlendirilmesi tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının 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 Gürel 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 Gürel 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 Gürel 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**

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş., 11 Temmuz 2011 tarihinde resmi olarak kurulup Eylül 2011 tarihinde www.akmagaza.com domain adı ile online satışa başlayarak e-ticaret sektöründe yer almıştır.

Şirketin e-ticaret konsepti özel alışveriş konseptidir. Şirket, tedarikçi marka anlaşmaları ile bağlanan butikleri web ana sayfasında özel indirim ve fırsatlarla online müşterilere sunarak hizmet vermektedir. Şirketin kategorileri aşağıda gösterilmiştir:

- ⇒ Tesettür Giyim (Eşarp/şal, pardesü/kap, tesettür/mayo)
- ⇒ Takı/Aksesuar (Saat, gözlük, takı)
- ⇒ Ev Dekorasyon ve Tekstili
- ⇒ Küçük Ev Aletleri ve Elektronik (Smartphone, cep telefonları, fotoğraf makinaları)
- ⇒ Ayakkabı/Çanta
- ⇒ Kozmetik

Şirketin resmi olarak 1.yılıni doldurduğu bugünlerde üye sayısı 212 bini bulmuştur. Şirketin hedef kitlesi, tesettür giyimi tercih eden ev hanımlarıdır. Ayrıca şirketin hedefleri arasında yeni web siteleri kurarak Türkiye'nin Batı dahil ağırlıklı iç ve doğu kesimde yer alan ve internet alışverişine yönelmiş tüm müşteri profilini ulaşmak ve ürün çeşitliliğini yakalamak da bulunmaktadır. Şirket günümüzde faaliyetlerini, 784860 ticaret sicil numarası ile 29 Ekim Caddesi No:23 Finans Blok Kat:2/8 Yenibosna Bahçelievler İSTANBUL adresinde sürdürmektedir. Şirketin ana sözleşmesinde yer alan maksat ve konusu ise şunlardır;

- ⇒ İnternet ve online sistemler içinde ve telekomünikasyon yolu ile her türlü bilginin dağıtım, ticaret, pazarlama ve iletişimini yapmak, iletişim sistemleri kurmak,
- ⇒ Elektronik ortamda bilgi üretilmesini ve dağıtılmasını sağlamak amacıyla gereken her türlü, elektronik, mekanik ve telekomünikasyon alt yapısını ve kullanıcı birimleri ile çevre cihazlarını kurmak, kurdurmak, kurulmasını sağlamak; bu amaçla her tür ve kategori bilgisayar programlarını ve iletişim teçhizatını kurmak, kurdurmak; kurulmasını sağlamak; bu cihazların ve gerekli program ve/veya yazılımların iç ve dış ticaretini, bakım, onarım ve montajını, satışını, pazarlamasını, kiralanmasını, gerekli servis hizmetlerinin verilmesini, depolanmasını, nakliyesini, tanıtım ve ticaretini yapmak,
- ⇒ Bilgi ve verilerin üzerine kaydedilebildiği Compact Disk, CD-Rom, Disket veya benzeri teknik malzemelerin alınması, satılması, dağıtılması, ithal ve ihraç edilmesi

- ⇒ Her türlü kurumsal ve/veya bireysel müşterilere internet servis sağlayıcılığı, internet içerik sağlayıcılığı ve internet üzerinden elektronik posta adresi tesisi, internette web sitesi oluşturulması, web sayfasında reklam gösterimleri, elektronik ortamda alışveriş merkezleri oluşturulması, elektronik ortamda ticaret yapılması ve ödeme sistemleri oluşturulmasına dair hizmetlerin sunulması, tanıtımı, pazarlanması ve tanıtımı, pazarlanması ve satımı ve satılan hizmet ve ürünlerle ilgili olarak internet son kullanıcısı da dahil olmak üzere kurumsal ve bireysel müşterilere fatura kesilmesi,
- ⇒ Teknolojik alanlarda yazılım geliştirmesi, araştırması, bilgilerin elektronik ortamda elde edilmesi, yayılması, dağıtılması, satımı, bu konularda üçüncü kişilere lisanslar verilmesi,
- ⇒ Her çeşit yazılım ve donanım servisi, eğitimi, bilgisayarlı her türlü görsel ve sunum hizmetlerinin verilmesi ve ana sözleşmesinde yer alan diğer hususlar.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'nin 30.06.2012 tarihi itibarı ile sermayesi 1.000.000 TL olup ortaklık paylarının dağılımı aşağıda verilmiştir.

Pay Sahibi	Pay Tutarı	Pay Oranı
Masum Çevik	980.000 TL	98,00%
Murat Yılmaz	5.000 TL	0,50%
Selman Can Delibaş	5.000 TL	0,50%
Bahtişen Özlem Can	5.000 TL	0,50%
Hüseyin Memiş	5.000 TL	0,50%
Toplam	1.000.000 TL	100%

Mali Tablolar

Şirketin cari ve kuruluş dönemine ait, bağımsız denetimden geçmemiş bilanço ve gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

FM İnternet Pazarlama Dış Ticaret A.Ş. Bilançosu	2011	2012/6
DÖNEN VARLIKLAR	268.978	400.978
Hazır Değerler	174.543	234.762
Ticari Alacaklar	1.785	6.171
Stoklar	32.497	41.566
Diğer Dönen Varlıklar	60.152	118.480
DURAN VARLIKLAR	111.762	217.527
Maddi Duran Varlıklar	47.135	85.440
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	63.826	131.698
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	801	390
Diğer Duran Varlıklar	0	0

AKTİFLER	380.740	618.506
-----------------	----------------	----------------

KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	106.673	376.127
Mali Borçlar	0	538
Ticari Borçlar	72.512	95.864
Diğer Borçlar	21.834	265.010
Alınan Avanslar	493	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	11.834	14.716
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	14.000
Mali Borçlar	0	14.000
Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0
ÖZKAYNAKLAR	274.067	228.379
Ödenmiş Sermaye	300.000	1.000.000
Sermaye Yedekleri	350.000	0
Kar Yedekleri	0	0
Geçmiş Yıllar Karları	0	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	-400.148
Dönem Net Karı (Zararı)	-375.933	-371.473

PASİFLER	380.740	618.506
-----------------	----------------	----------------

FM İnternet Pazarlama Dış Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu	2011	2012/6
Net Satışlar	62.647	252.790
Satışların Maliyeti (-)	-56.214	-187.464
Brüt Kar/Zarar	6.432	65.326
Faaliyet Giderleri (-)	-380.631	-429.465
Faaliyet Karı/Zararı	-374.198	-364.138
Olagan Gelir ve Giderler (+/-)	-53	-1
Finansman Giderleri (-)	-900	-4.693
Olagan Kar/Zarar	-375.152	-368.833
Olagandışı Gelir ve Giderler	-782	-2.640
Dönem Karı/Zararı	-375.933	-371.473
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlülük Karşılıkları (-)	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	-375.933	-371.473

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'dir. 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 yansması 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 yatırımdan 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.
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)

		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 endeksteeki 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 alarak beş ayın en yüksek seviyesini görse de, Euro bölgesi imalat sektöründe daralmanın alt aydır devam ettiğine işaret etti. Analistler, Euro bölgesinde imalat sanayi PMI'nin 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'nin 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**Elektronik Perakendecilik**

Günümüzde teknolojik alandaki hızlı değişimler ve internetin yaygınlaşarak hayatımıza girmesiyle birlikte birçok sektörde olduğu gibi perakendecilik sektöründe de değişimler ve gelişmeler gözlenmektedir. Yeni bir pazarlama kanalı olarak nitelenen İnternet, tüketicilere değişik bir alışveriş ortamı sunmakta, yorulmadan mağaza ve vitrin gezme sıkıntısı yaşamadan, üstelik karşılaştırma yaparak ve değişik kişilere danışma ve fikir alma gibi üstünlükleri de kullanarak satın alma sorununu çözme imkanını sağlamaktadır.

Elektronik perakendecilik, perakendeci ile müşterilerin interaktif elektronik ağ aracılığıyla iletişimde bulunduğu bir perakendecilik çeşididir. Elektronik perakendecilik tüketicilere etkileşim, bilgi yoğunluğu, çeşitlilik ve global erişim sağlamaktadır. Günümüzde elektronik perakendecilik geleneksel perakendecilik için rekabetçi bir tehdit olmamakla birlikte, teknoloji ve yeni uygulamalar geliştikçe ve perakendeciler çeşitli deneyimler sağladıkça elektronik perakendecilik gelişmeye başlamıştır.

İnternetin perakendecilikteki rolü tüketicileri perakendecilere interaktif olarak daha yakın bir şekilde bir araya getirmesidir. Böyle bir tüketici-perakendeci ilişkisiyle tüketicilerin gücü daha da artmaktadır. İnternette perakendecilikle perakendeciler, global pazarlarda yeni fırsatlar, buna bağlı olarak yeni satışlar ve yeni müşteriler elde edebilmektedirler. Ayrıca internetin sağladığı yeni iletişim fırsatlarıyla perakendeciler kolaylıkla marka konumlandırma ve ürün çeşitlendirme gerçekleştirmektedirler.

Global perakende eğilimleri arasında önemli bir yer tutan internetin her geçen gün ticaretteki ağırlığı artmaktadır. Giderek daha çok sayıda insan internetten alışveriş yapmayı tercih etmektedir. İnterneti tüm dünyada 171 milyon kişi kullanırken bunun yarısı ABD ve Kanada'dadır. Elektronik perakende çevresi müşterilere çok seçim olanağı, bilgi sunumu, güvenilirlik ve ürün karşılaştırması imkanlarını sunarak bireylerin karar alma maliyetlerini düşürmektedir.

Perakendecilik için yepyeni bir alan olarak tanımlanan internet halen dünyada belli bir kesim tarafından çokça kullanılan buna karşın geniş bir kitle tarafından hiç kullanılmayan bir araçtır. İnternette alışveriş süreci geleneksel alışverişten farklı olarak evden çıkmadan yapılmaktadır. Ek olarak arama, bilgi toplama, karşılaştırma ve sipariş aşamalarından sonra satın alma gerçekleşmektedir. Bütün bu eylemler internet altyapısı ile birlikte düşünülmelidir. Bu yeni satın alma aracı bilgisayar, internet bağlantısı, arama motorları ve diğer yardımcı yazılımlarla bir bütün oluşturmaktadır. Bilgisayarı olan kitle için söz konusu işlemin maliyetinin giderek daha düşmesi internetin giderek daha fazla tercih edilmesini sağlamaktadır. Ancak süreç, bu aşamadan sonra "satın alma ile sonuçlanıyorsa anlam kazanacaktır."

Elektronik alışveriş pazarda yeni fırsatlar sağlamaktadır. İnternet yeni pazarlara kolay ve düşük maliyetle girmeyi sağlamaktadır. Elektronik perakendeciliğin belli başlı avantajları şunlardır:

- ⇒ Küçük işletmeler hedeflerini genişletebilirler.
- ⇒ Donanım ve yazılım olanakları üstün fonksiyonellik sağlamaktadır.
- ⇒ Elektronik bilgi akışı sürekli.
- ⇒ Müşteri temsilcileriyle iletişim ve hızlı bir sipariş olanaklıdır.
- ⇒ Mağaza, satış personeli, depo maliyetleri gibi maliyetler bulunmamaktadır.
- ⇒ Geleneksel kataloglarla kıyaslandığında basım ve postalama masrafları yoktur ve bilgiler hızlı bir şekilde değiştirilip güncellenmektedir.
- ⇒ Çok az bir giderle çok daha yoğun reklam kapsamı gerçekleştirilebilmektedir.

Son dönemde internet yatırımları incelendiğinde, "Private Shopping" (özel alışveriş) sitelerine yapılan yatırımlardaki yoğunluk dikkat çekmektedir. Online alışverişe yeni yeni alışan tüketiciler şimdi de davetiye ile giriş yapılan, marka ürünlerin ucuza satıldığı bu sitelere yönelmektedir. Buna paralel olarak da yatırımlar artmaktadır. 2011 yılı itibarıyla Türkiye'de yaklaşık 6,5 milyon online alışveriş kullanıcısı bulunmaktadır. 2013 yılında bu rakamın 22 milyona ulaşması beklenmektedir.

Online alışveriş yapan toplam kullanıcıların yaklaşık %20'lik kısmını private shopping siteleri kapsamaktadır. Bu trendin önümüzdeki dönemde de devam etmesi beklenmektedir. Online alışverişte private shopping sistemi, Markafoni ile başlamış olup, ardından Limango ve Trendyol ile devam eden bu süreçte yeni bir pazar oluşmuştur. Bu üç büyükün yanı sıra Vipdükkan, Bingomingo, Clubboon, Alamarka, Markalonga, Bedava.com, Bankomarka.com gibi özel alışveriş siteleri de faaliyet göstermeye başlamıştır. Milyonlarca kullanıcıya ulaşan bu sitelerin çok ilgi görmesinin ardından sektöre yeni şirketler de girmeye başlamıştır.

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

Varlık 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 değerleme 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 online alışveriş alanında faaliyet göstermekte olan herhangi bir firmanın İMKB'de işlem görmemesi nedeniyle şirketin karşılaştırılabilir firma değerinin tespit edilmesinde Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa Bölgesinde perakendecilik (online) sektöründe faaliyet gösteren 17 firmanın verileri temel alınmıştır. Bu şirketlerin verilerinin temin edilmesinde New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından kendi internet sitesinde güncel olarak yayınlanan veri tabanı kullanılmıştır.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri	Defter Değeri	PD / DD	PD / DD (Düzeltilme)	Satışlar	PD/Satışlar	PD/Satışlar (Düzeltilme)
NetMedia S.A.	Polonya	16	19	0,84	1,84	45	0,36	1,36
Orzel S.A.	Polonya	8	4	2,17	3,17	9	0,96	1,96
BZW Companhia Global do Varejo S.A.	Brezilya	1.785	629	2,84	3,84	2.453	0,73	1,73
Expansys Plc	İngiltere	16	90	0,18	1,18	137	0,12	1,12
Buch.de Internetstores AG	Almanya	144	33	4,43	5,43	141	1,02	2,02
24h Technologies AB	Sweden	1	1	1,51	2,51	0	11,89	12,89
Artnet AG	Almanya	24	6	4,32	5,32	18	1,31	2,31
RueDuCommerce SA	Fransa	103	46	2,24	3,24	443	0,23	1,23
Maximiles SA	Fransa	13	33	0,41	1,41	23	0,58	1,58
DNXcorp SA	Fransa	43	70	0,62	1,62	82	0,53	1,53
LDLC.com S.A.	Fransa	51	16	3,14	4,14	240	0,21	1,21
Online Brands Nordic AB	İsveç	2	2	0,81	1,81	7	0,25	1,25
YOOX S.p.A.	İtalya	572	101	5,65	6,65	287	1,99	2,99
Zooplus AG	Almanya	326	21	15,35	16,35	251	1,29	2,29
ASOS plc	İngiltere	1.453	111	13,10	14,10	545	2,67	3,67
Ebizcuss.com SA	Fransa	14	16	0,90	1,90	85	0,17	1,17
CHL SpA	İtalya	25	19	1,32	2,32	28	0,92	1,92
Online Alışveriş Sektörü Çarpanı				PD/DD	2,32		PD/Satışlar	0,94

14.08.2012

FM İnternet Hizmetleri A.Ş.

Şirket	Şirket Defter Değeri	PD/DD Çarpanı	Emsal Değer	Şirket Satışlar	PD/Satışlar Çarpanı	Emsal Değer
FM İnternet Pazarlama Dış Ticaret A.Ş.	228.379	2,32	529.660	252.790	0,94	237.895
Şirket Değeri						

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2012 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi'ne göre değeri Piyasa Değeri/ Defter Değeri çarpanı kullanıldığında 529.660 TL, Piyasa Değeri/Satışlar çarpanı kullanıldığında ise 237.895 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	618.506
Toplam Borçlar (-)	390.127
Net Defter Değeri	228.379

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'nin, 30.06.2012 tarihli bilançosu esas alındığında Net Defter Değeri 228.379 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 %23,27 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 %23,54 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde 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 %14'ün 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. Sistematiik riskin göstergesi olarak ifade edilen betanın belirlenmesi amacıyla Gelişmekte Olan Ülkeler ve Avrupa Bölgesinde faaliyet göstermekte olan online perakendecilik 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:

İskonto Oranı	
Risksiz Faiz Oranı	9,65%
Risk Primi	18,13%
Ülke Risk Primi	4,13%
Şirkete Özgü Risk Primi	14,00%
Beta	0,77
Sermaye Maliyeti	23,54%
Kaldıraç Oranı	2,35%
Borçlanma Maliyeti	15,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12,00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	23,27%

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

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, %23,27 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.

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

Satış, maliyet ve gider projeksiyonları şirket yönetimi tarafından hazırlanmış ve tarafımıza proforma finansal tablolar halinde sunulmuştur. Bunlara ilişkin öngörüler aşağıdaki gibidir:

Satış Gelirleri

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş., 11 Temmuz 2011 tarihinde resmi olarak kurulup Eylül 2011 tarihinde www.akmagaza.com domain adı ile online satışa başlayarak e-ticaret sektörünün private shopping alanında (özel alışveriş sitesi) yer almıştır. Bu alan genel olarak davetiye ile giriş yapılan ve üyelik gerektiren, marka ürünlerin ucuza satıldığı siteleri kapsamakta olup son dönemdeki internet yatırımları incelendiğinde bu alanda faaliyet gösteren sitelere yapılan yatırımlardaki yoğunluk dikkat çekmektedir. Ekonomist Dergisi Mart 2011 sayısında belirtildiği üzere 2011 yılı itibarıyla Türkiye'de yaklaşık 6,5 milyon online alışveriş kullanıcısı bulunmaktadır.

Bankalararası Kart Merkezi'nin verilerine göre sektör 2005-2011 yılları arasında yıllık olarak %59,52 oranında büyüme göstermiştir. 2005 yılında 1.388 milyon TL olan satış hacmi ise 2011 yılı sonunda 22.874 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Milyon TL	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Online Ticaret Satış Hacmi	1.388	2.413	5.537	9.089	10.274	15.225	22.874
Büyüme Oranı							59,52%

Kaynak:BKM

Şirket tekstil, aksesuar, kozmetik ve mutfak eşyaları alanlarında online alışveriş imkanı tanımaktadır. Şirketin 2011 yılı ve 2012 ilk 6 aylık dönemindeki satış gelirleri ve bu satış gelirlerine dayanak olan satış adetleri aşağıda gösterilmiştir. Şirketin Eylül 2011 tarihi itibarıyla faaliyete geçmiş olması nedeniyle 2011 yılı rakamları 4 aylık bir dönemi kapsamaktadır.

SATIŞLAR (TL)	2011	2012/6
Tekstil Ürün Satış Gelirleri	48.560	164.542
Aksesuar Satış Gelirleri	10.511	90.048
Kozmetik Satış Gelirleri	3.977	2.017
Mutfak Eşyaları Satış Gelirleri	0	404
Kargo Gelirleri	0	0
Satış İade ve İndirimleri (-)	-401	-4.220
Net Satışlar	62.647	252.790

MODELEME VARSAYIMLARI	2011	2012/6
Tekstil Ürün Satış Adedi	1.130	4.803
Tekstil Ürün Satış Birim Fiyatı	42,97	34,26
Aksesuar Ürün Satış Adedi	379	5.106
Aksesuar Ürün Satış Birim Fiyatı	27,73	17,64
Kozmetik Ürün Satış Adedi	132	60
Kozmetik Ürün Satış Birim Fiyatı	30,13	33,62
Mutfak Eşyaları Ürün Satış Adedi	0	50
Mutfak Eşyaları Ürün Satış Birim Fiyatı	0,00	8,07

Şirketin Haziran 2012 tarihi itibarıyla 200.000 üzerinde üyesi bulunmakta olup yeni kurulan bir şirket olması nedeniyle yüksek oranda büyüme oranı şirket tarafından öngörülmüştür. Buna göre projeksiyonlarda şirketin 2012 yılının son 6 aylık döneminde kuruluşun günümüze kadar yapılan satış-pazarlama aktiviteleri sonucunda bilinirliğinin artması sonucunda ilk 6 aylık döneme göre satış adetleri bazında %70 oranında artış göstermesi öngörülmüştür. 2012 yılının son 6 aylık dönemindeki satış adetleri yıllık tutara dönüştürülmüş olup 2013 yılında şirketin adetsel bazda bu tutar üzerinden %100 artış göstereceği varsayılmıştır. Sektörün büyüme oranı %60 oranında gerçekleşirken şirketin yeni kurulması ve bilinirliğinin artmasına paralel olarak satış adetlerinin de artacağı varsayımıyla projeksiyonun ilk 2 yılında yüksek büyüme rakamları öngörülmüştür. Ayrıca şirket yönetimi tarafından aşağıda belirtilen varsayımlar da satış gelirlerinin tahmin edilmesinde kullanılmıştır:

- ⇒ www.akmagaza.com ile birlikte www.atespahasi.com ve www.icdunyamiz.com domain isimli web siteleri projeksiyon döneminde aktif edilecektir.
- ⇒ Dubai firması olan www.sukar.com'a tedarikçilik ve stüdyo hizmeti verilecektir.
- ⇒ www.sukar.com dışında Malezya ve Singapur gibi müslüman halkın yoğun olarak yaşadığı bölgelere açılmak adına yeni iş ortaklıkları kurarak satış hacminin genişleyeceği öngörülmüştür.

2013 yılından sonra ise hem sektörün hem de şirketin satış adetlerindeki büyüme oranlarının piyasadaki doygunluğa bağlı olarak düşüş göstereceği düşünülmektedir. Buna göre projeksiyonlarda da 2013 yılından sonra şirketin satış adetlerinin yıllık olarak %20 oranında artacağı öngörülmüştür. Şirketin projeksiyon döneminde satışını gerçekleştireceği ürünlerin kalitesini artıracığı ve bilinirliğine paralel olarak fiyat olarak daha yüksek ürünleri hedefleyeceği şirket yönetiminden öğrenilmiştir. Bu varsayım altında projeksiyonlarda 2012

yılının son 6 aylık döneminde 4 ürün grubunda da birim satış gelirin artması öngörülmüştür. Şirketin öngörüsüne göre projeksiyon döneminde tekstil ürününden elde edilen birim satış gelirin 118,16 TL, aksesuardan elde edilen birim satış gelirin 60,78 TL, kozmetikten elde edilen birim satış gelirin 105,49 TL ve mutfak eşyalarından elde edilen birim satış gelirin ise 53,24 TL olması planlanmakta olup projeksiyon döneminde bu rakamlar sabit bırakılmıştır.

MODELLEME VARSAYIMLARI	2012	2013	2014	2015	2016
Tekstil Ürün Satış Adedi	12.968	32.660	39.192	47.030	56.436
Tekstil Ürün Satış Birim Satış Geliri (TL)	87,08	118,16	118,16	118,16	118,16
Aksesuar Ürün Satış Adedi	13.786	34.720	41.664	49.997	59.996
Aksesuar Ürün Satış Birim Satış Geliri (TL)	44,80	60,78	60,78	60,78	60,78
Kozmetik Ürün Satış Adedi	160	400	480	576	691
Kozmetik Ürün Satış Birim Satış Geliri (TL)	78,54	105,49	105,49	105,49	105,49
Mutfak Eşyaları Ürün Satış Adedi	135	340	408	490	588
Mutfak Eşyaları Ürün Satış Birim Satış Geliri (TL)	36,51	53,24	53,24	53,24	53,24

Şirket yönetimi projeksiyonlarında satış iade ve indirimlerinin belirlenmesinde ise ürün satış gelirlerinin %3,27'si temel alınmıştır. Bu varsayımlar altında şirketin tahmini satış gelirleri aşağıda gösterilmiştir:

SATIŞLAR (TL)	2012	2013	2014	2015	2016
Tekstil Ürün Satış Gelirleri	1.129.280	3.858.954	4.630.745	5.556.894	6.668.273
Aksesuar Satış Gelirleri	617.639	2.110.364	2.532.437	3.038.924	3.646.709
Kozmetik Satış Gelirleri	12.566	42.196	50.635	60.762	72.915
Mutfak Eşyaları Satış Gelirleri	4.929	18.102	21.722	26.066	31.280
Satış İade ve İndirimleri (-)	-53.579	-197.436	-236.923	-284.308	-341.170
Net Satışlar	1.710.835	5.832.180	6.998.616	8.398.339	10.078.006

Satış Maliyetleri

Şirketin satış maliyetleri satılan ticari malların maliyetinden oluşmaktadır. 2012 yılının ilk 6 aylık periyodu göz önünde bulundurulduğunda satılan ticari malların maliyetinin net satış gelirlerine oranı %73 civarında gerçekleşmiştir. Şirketten alınan maliyet projeksiyonlarında da 2012 yılının ilk 6 ayında gerçekleşen oran dikkate alınarak satış gelirlerinin %72,37'si oranında ticari malların maliyeti öngörülmüştür.

MALİYETLER (TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satılan Ticari Malların Maliyeti	56.214	1.242.647	4.220.731	5.064.877	6.077.853	7.293.423
Satış Maliyetleri	56.214	1.242.647	4.220.731	5.064.877	6.077.853	7.293.423

Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri; satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Satış pazarlama giderleri; reklam promosyon giderleri, işyeri kira giderleri, personel giderleri, araç kira giderleri, araç yakıt giderleri ve diğer satış ve pazarlama giderleri kırılımında incelenmiştir. Genel yönetim giderleri ise elektrik su, haberleşme, danışmanlık, amortisman ve diğer genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır.

Şirket projeksiyonlarında 2012 yılı son 6 aylık dönemi için satış pazarlama giderlerinin içerisinde yer alan giderler ile genel yönetim giderleri içerisinde amortisman haricindeki diğer giderler, ilk 6 ayda gerçekleşen gider rakamları ve şirketin satış projeksiyonları göz önünde tutularak belirlenmiştir. 2013 yılından itibaren ise bu giderlerin belirlenmesinde 2012 yılı son 6 aylık dönem için öngörülen gider rakamı yıllık tutara dönüştürülerek yıllık bazda %10 oranında artacağı öngörülmüştür. Amortisman giderleri ise ayrı bir kalem olarak hesaplanmış olup genel yönetim giderlerine eklenmiştir.

FAALİYET GİDERLERİ (TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satış ve Pazarlama Giderleri	339.134	792.781	890.875	979.962	1.077.958	1.185.754
Reklam Promosyon Giderleri	89.774	226.856	231.000	254.100	279.510	307.461
İşyeri Kira Giderleri	13.125	22.275	31.955	35.151	38.666	42.532
Personel Giderleri	133.063	398.483	514.800	566.280	622.908	685.199
Araç Kira Giderleri	21.270	46.749	56.195	61.814	67.995	74.795
Araç Yakıt Giderleri	3.736	23.334	36.960	40.656	44.722	49.194
Diğer Pazarlama Satış Giderleri	78.166	75.084	19.965	21.962	24.158	26.573
Genel Yönetim Giderleri	41.496	115.377	122.262	126.809	125.232	115.919
Elektrik Su Giderleri	905	17.039	14.300	15.730	17.303	19.033
Haberleşme Giderleri	879	18.621	20.790	22.869	25.156	27.671
Danışmanlık Hizmet Giderleri	3.905	21.450	28.490	31.339	34.473	37.920
Diğer Genel Yönetim Giderleri	5.774	6.351	6.987	7.685	8.454	9.299
Amortisman Giderleri	30.034	51.916	51.696	49.186	39.846	21.995
Faaliyet Giderleri	380.631	908.158	1.013.137	1.106.771	1.203.190	1.301.674

Sermaye Harcamaları

Şirket yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda, projeksiyon döneminde kurulması planlanan internet sitelerinin sistem ihtiyaçlarının şirketin mevcut donanımları kullanılarak karşılanacağı ve dolayısıyla ek bir yatırım ihtiyacına gerek olmadığı öğrenilmiştir. Bu nedenle 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 çalışma sermayesindeki değişimlerin belirlenmesinde 2012 yılı ilk 6 ayı itibarıyla gerçekleşen oranlar göz önünde tutularak alacak tahsil süresinin 4 gün, borç ödeme süresinin 93 gün ve stok devir süresinin ise 40 gün olacağı öngörülmüştür.

Vergi

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

Projeksiyon Nakit Akışları

FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'ye ait projeksiyonun nakit akımları aşağıda gösterilmiştir:

İNA Analizi (TL)	2012	2013	2014	2015	2016
Net Satışlar	1.710.835	5.832.180	6.998.616	8.398.339	10.078.006
Satış Maliyetleri (-)	-1.242.647	-4.220.731	-5.064.877	-6.077.853	-7.293.423
Brüt Faaliyet Karı	468.189	1.611.449	1.933.738	2.320.486	2.784.583
Faaliyet Giderleri (-)	-908.158	-1.013.137	-1.106.771	-1.203.190	-1.301.674
Net Faaliyet Karı	-439.969	598.312	826.967	1.117.296	1.482.910
Vergi (-)	0	-119.662	-165.393	-223.459	-296.582
Amortisman Giderleri (+)	51.916	51.696	49.186	39.846	21.995
Çalışma Sermayesi (+/-)	119.546	377.861	107.127	128.553	154.263
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	-268.507	908.207	817.887	1.062.236	1.362.586
İskonto Oranı	1,23	1,52	1,87	2,31	2,85
İndirgenmiş Nakit Akışları	-217.826	597.713	436.672	460.084	478.778
İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	1.948.965				
2016 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	2.284.657				
Şirketin Pazar Değeri	4.233.622				
Net Borç veya Nakit (+/-)	220.224				
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	4.453.846				

Açıklanan varsayımlar altında FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'nin 30.06.2012 tarihi itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemine göre hesaplanan değeri 4.453.846 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	4.453.846	10%	445.385
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (PD/DD)	529.660	30%	158.898
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (PD/Satışlar)	237.895	30%	71.368
Net Defter Değeri	228.379	30%	68.514
Özsermaye Pazar Değeri		100%	744.165

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemlerinden birisinin seçilmesi yönündedir.

Şirketin yeni kurulmasından dolayı geleceğe yönelik belirsizliklerin bulunması, şirketin satış projeksiyonlarının sektör büyümesinin üzerinde tahmin edilmesi ve değerlendirme çalışmasında kullanılan satış, maliyet ve gider projeksiyonlarının şirket yönetiminden sağlanması nedeniyle pazar değerinin belirlenmesinde daha adil bir sonuca ulaşmak amacıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göreceli olarak düşük bir ağırlık verilmiş olup, diğer değerlendirme yöntemlerinden elde edilen değerler eşit oranda ağırlıklandırılmıştır.

Dolayısıyla, FM İnternet Hizmetleri Pazarlama ve Dış Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam kullanılan yöntemlerin pazar değerini yansıtmadaki performansına göre ağırlıklandırılmaları yoluyla hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık 744.165 TL 'dir.

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

Dr. M.Özgür GÜNEL
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

MAKRO GÖSTERGELER	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Enflasyon Rakamı (yıl ortalaması)	6,47%	6,46%	6,14%	4,95%	4,95%	4,95%
MODELEME VARSAYIMLARI	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tekstil Ürün Satış Adedi	1.130	12.968	32.660	39.192	47.030	56.486
Tekstil Ürün Satış Birim Satış Geliri	42,97	87,08	118,16	118,16	118,16	118,16
Aksesuar Ürün Satış Adedi	379	13.786	34.720	41.664	49.997	59.996
Aksesuar Ürün Satış Birim Satış Geliri	21,73	44,80	60,78	60,78	60,78	60,78
Kozmetik Ürün Satış Adedi	132	160	400	480	576	691
Kozmetik Ürün Satış Birim Satış Geliri	30,13	78,54	105,49	105,49	105,49	105,49
Mutfak Eyaletleri Ürün Satış Adedi	0	135	340	408	480	576
Mutfak Eyaletleri Ürün Satış Birim Satış Geliri	0,00	55,24	55,24	55,24	55,24	55,24
Mutfak Eyaletleri Ürün Satış Geliri	0,00	72,63%	72,63%	72,63%	72,63%	72,63%
Diğer Malların Maliyet/Ticari Satış Geliri	89,73%	72,63%	72,63%	72,63%	72,63%	72,63%
Satış İade ve İndirimleri / Satış Gelirleri	0,64%	3,04%	3,27%	3,27%	3,27%	3,27%
SATISLAR	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tekstil Ürün Satış Gelirleri	48.560	1.129.280	3.858.954	4.690.745	5.556.894	6.668.273
Aksesuar Satış Gelirleri	10.511	617.639	2.110.364	2.532.437	3.038.924	3.646.709
Kozmetik Satış Gelirleri	3.977	12.565	42.166	50.653	60.782	72.915
Mutfak Eyaletleri Satış Gelirleri	0	4.929	18.402	21.722	26.066	31.280
Satış İade ve İndirimleri (-)	-401	-53.579	-197.436	-236.923	-284.398	-341.170
Net Satışlar	62.647	1.710.835	5.832.180	6.998.616	8.398.339	10.078.006
MALİYETLER	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satılan Ticari Malların Maliyeti	56.214	1.242.647	4.220.731	5.064.877	6.077.953	7.293.423
Satış Maliyetleri	56.214	1.242.647	4.220.731	5.064.877	6.077.953	7.293.423
Brüt Kar/Zarar	6.432	468.188	1.611.449	1.933.738	2.320.386	2.784.583
FAALİYET GİDERLERİ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Satış ve Pazarlama Giderleri	339.134	792.781	890.875	979.952	1.077.956	1.185.794
İdari ve Genel Yönetim Giderleri	89.774	226.896	231.000	254.100	279.510	307.461
İçerici Kira Giderleri	13.125	22.275	31.955	35.151	38.666	42.532
Personel Giderleri	133.063	398.463	544.800	565.306	625.006	685.526
Araç Kira Giderleri	11.726	46.749	96.195	61.814	67.995	74.795
Araç Yakıt Giderleri	3.796	23.334	36.960	40.656	44.722	49.194
Diğer Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	78.156	75.084	19.965	21.962	24.158	26.572
Genel Yönetim Giderleri	41.406	15.377	22.262	28.809	35.232	41.919
Bağlı Kurum Giderleri	905	17.039	14.300	15.750	17.303	19.033
Haberleşme Giderleri	879	18.621	20.790	22.869	25.156	27.677
Danışmanlık Hizmet Giderleri	3.905	21.463	22.490	31.339	34.473	37.920
Diğer Genel Yönetim Giderleri	5.774	6.351	6.987	7.685	8.454	9.299
Amortisman Giderleri	30.034	51.916	51.696	49.186	39.846	21.995
Faaliyet Giderleri	380.631	908.153	1.032.157	1.106.771	1.203.190	1.301.674
Faaliyet Kar/Zarar	-374.198	-439.969	588.312	826.967	1.117.296	1.482.910
Vergi	0	0	-119.662	-165.393	-223.459	-296.582
Amortisman Gideri	30.034	51.916	51.696	49.186	39.846	21.995
NAKİT FAALİYET KAR/ZARARI	-344.164	-388.053	530.345	710.760	933.683	1.208.323

BETA HESAPLAMA TABLOSU

Sembol	Firma	Beta	Borç/Pasif
WSE:NEM	NetMedia S.A.	0,87	14,98%
WSE:ORL	Orzel S.A.	1,04	50,64%
BOVESPA:BTOW3	B2W Companhia Global do Varejo S.A.	1,54	62,43%
AIM:XPS	Expansys Plc	0,15	0,18%
XTRA:BUE	Buch.de Internetstores AG	0,22	0,00%
OM:24H	24h Technologies AB	0,52	1,67%
DB:ART	Artnet AG	0,66	4,54%
ENXTPA:RDC	RueDuCommerce SA	0,66	0,28%
ENXTPA:ALMAX	Maximiles SA	0,71	0,27%
ENXTPA:DNX	DNXcorp SA	0,77	0,07%
ENXTPA:LDL	LDLC.com S.A.	0,79	24,40%
OM:OBAB	Online Brands Nordic AB	0,94	17,34%
BIT:YOOX	YOOX S.p.A.	0,96	13,07%
DB:ZO1	Zooplus AG	1,03	50,58%
AIM:ASC	ASOS plc	1,09	12,33%
ENXTPA:ALEBI	Ebizcuss.com SA	1,22	43,88%
BIT:CHL	CHL SpA	1,59	31,47%
Sektör Ortalaması		0,87	19,30%
Sektör Betası (kaldıraçsız)		0,75	
FM internet Betası (kaldıraçlı)		0,77	2,35%

BAKER TILLY GÜRELİ HAKKINDA

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

BAKER TILLY GÜRELİ, Baker Tilly International ağına bağımsız bir üyesidir. Baker Tilly International, Dünya çapında ilk 8 büyük denetim ve danışmanlık firması arasındadır. 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