

OKENOS GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Şirket Değerleme Raporu

18.11.2016

İSTANBUL



Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Değerleme raporumuz, MMC Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. talebi sonucunda düzenlenen 06.10.2016 tarihli sözleşmeye istinaden, Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin “**pazar değeri**”ni tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Değerin tespiti ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan “Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme uzmanı olarak;

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

Bu şartlar altında, raporumuzun ilgili bölümlerinde anlamları ve hesaplanma biçimleri ayrıntılı olarak açıklanmış bu sonuçlar arasında Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam 30.09.2016 tarihi itibarıyla yaklaşık **1.784.068 TL**’dir.

2. DEĞERLEME AMAÇ ve KONUSU

- a. **Konu ve Amaç:** CPATURK Bağımsız Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ("CPATURK") tarafından düzenlenen bu Değerleme Raporu, MMC Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.'nin talebine istinaden, Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Şirket") Genel Kabul Görmüş Değerleme Standartları'na uygun olarak tahmini piyasa değerini tespit etmek amacıyla düzenlenmiştir.
- b. **Değerleme Uzmanının Kimliği:** CPATURK Bağımsız Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş., Taksim-İstanbul adresinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Firmamızın Sermaye Piyasası Kurulu , Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ve Kamu Gözetimi Muhasebe Denetim Standartları Kurumu'ndan alınan KAYİK dahil denetim yetki belgelerine ek olarak, 3568 sayılı Yeminli Mali Müşavirlik Kanunu uyarınca vergi denetimi yapma yetkisi de bulunmaktadır.
- c. **Değerlemenin Amacı:** Rapor, 30.09.2016 tarihi itibarıyla Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin "pazar değerini" tespit etmek üzere düzenlenmiştir. Raporumuzun amacı, Şirket Yönetimi ve ilgili paydaşların yasal, mali ve ticari hususlardaki kararlarında yardımcı olacak bağımsız görüş sunmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca karar almada yardımcı olacak bilgiler sağlamaya yöneliktir. Değerin tespit edilmesi ve raporlanmasında, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

3. DEĞERLEMeye KOnU ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

- a. **Genel Bilgiler:** Şirket Mart 2015 tarihinde kurulmuş olup, faaliyetlerini Burhaniye Mah. Doğu Karadeniz Cad. No:29/A Üsküdar İstanbul adresinde sürdürmektedir. Şirket, tarımsal ürünlerin üreticiden alınarak toptan perakende mağazalarına satışı ile üretici nihai satıcı arasında aracılık gibi işlemleri gerçekleştirmektedir.
- b. **Amaç ve Faaliyet Konusu:** Şirket'in amaç ve konusu başlıca şunlardır:
 - i. Her türlü gıda maddelerini almak, satmak, gıda maddelerini paketlemek için tesisler kurmak, işletmek, kiralamak, kiraya vermek,
 - ii. İnsanların beslenmesinde önemli bir etkinliği olan ve gıda sektörüne konu teşkil eden her nevi sıcak, soğuk, dondurulmuş, kurutulmuş ve konsantresi yapılmış besin maddelerinin pazarlanması konusunda toptan ve perakende satış yapmak amacı ile gerekli olan satış mağazalarını açmak ve işletmek,
 - iii. Her türlü bebek mamalarını almak, satmak, imalat, ithalat ve ihracatını yapmak. Bebek mamaları ile ilgili ham, yarı mamul ve mamul maddelerini almak, ihracatını yapmak,
 - iv. Her türlü içme ve kaynak suyu alım satımını, ambajlama, dağıtım ve pazarlamasını yapmak, su bidonu, su pompası alım, satımını, imalini, ithal ve ihracatını yapmak. Bu amaçlarla ilgili olarak filtrasyon laboratuvar ve dolum tesisleri kurmak, işletmek,
 - v. Su istasyonları açmak, bununla ilgili tesisler kurmak,

- vi. Konusu ile ilgili araştırma analiz tesisleri kurmak, su sertliklerini ölçmek, teknik personel çalıştırmak veya kurulu olan tesislere ortak olmak, ortak almak.
 - vii. Her türlü alkollü ve alkolsüz içecekler, gazlı gazsız meşrubatlar, meyve özleri ve konsantre ve pupleri, doğal kaynak ve maden sularının imalatı, alım satımı, pazarlaması ve ihracatı,
 - viii. Her türlü şeker ve şekerli mamullerin, sakız, bisküvi ile çikolata ve çikolatalı mamullerin, gofret çeşitlerinin imali, ithali ve ihracı,
 - ix. Her türlü dondurma, muhallebi, sütlaç, baklava, lokum, pekmez ve reçel çeşitleri, kestane şekeri gibi gıda maddelerinin imalatı; bunların ham ve yardımcı maddelerinin toptan ve perakende alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak,
 - x. Şirket konuları ile ilgili konserve, ambalaj sanayi ve soğuk hava depoları kurmak, kiralamak ve işletmek,
 - xi. Şirket yürürlükteki mevzuat esasları dahilinde tekel bayiliği yapar. Tekel ürünlerinin alımı, satımı, ithalat, ihracat, pazarlama, toptan ve perakende ticaretini yapmak,
 - xii. Şirket, şans ve talih oyunlarının yürürlükteki ilgili yasa dahilinde bayiliğini yapar. Bu oyunlarla ilgili işyerleri açar işletir ve ana sözleşmesinde yer alan diğer hususları gerçekleştirebilir.
- c. **Ortaklık Yapısı:** Şirket'in 30.09.2016 tarihli ödenmiş sermayesi 970.000 TL olup, ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Adı Soyadı	Hisse Değeri (TL)	Pay Oranı (%)
MMC Sanayi ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	494.700 TL	51,0%
Ahmet Muhammet Gülpınar	250.300 TL	25,8%
Süleyman Alpaslan	225.000 TL	23,2%
Toplam	970.000 TL	100,0%

4. EKONOMİK ANALİZ

- a. **Dünya Ekonomisi:** Küresel iktisadi görünümün belirleyicileri, yılın ilk yarısında zayıf seyreden küresel büyüme performansının yılın ikinci yarısında da benzer olacağına; sonrasında ise kademeli bir iyileşme gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Haziran ayında, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden (AB) ayrılma (Brexit) kararı ile birlikte gelişmiş ülkeler büyüme performansına ilişkin önemli bir aşağı yönlü risk gerçekleşmiş olup, Brexit'in İngiltere ve AB ülkeleri üzerindeki olası makroekonomik etkileri halen belirsizliğini korumaktadır. Finansal piyasaların, Brexit kararına tepkisi beklenildiği kadar olumsuz olmamakla birlikte İngiltere'de ekonomik ve politik belirsizliğin artmış olması ve İngiltere ile diğer AB ülkeleri arası finansal akımlarda ve ticaretle gerçekleşmesi beklenen düşüş, her iki tarafın orta vadeli makroekonomik görünümü üzerinde önemli ölçüde olumsuz etki yaratmaktadır.

Bunun yanında, ABD'nin büyüme performansının beklentilerin altında seyreliyor olması da gelişmiş ülkeler iktisadi faaliyetinin zayıf görünümüne

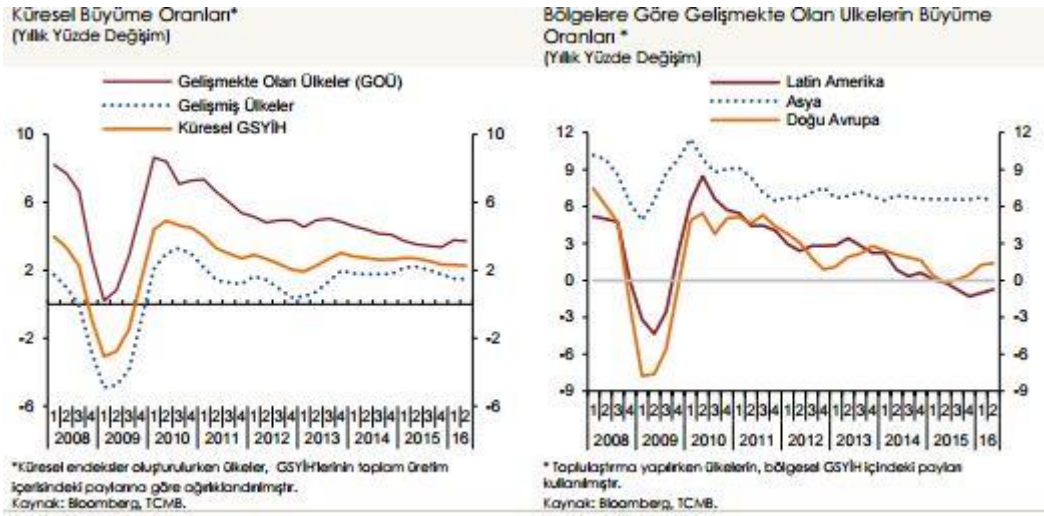
katkı vermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde 2016 yılı için hafif bir toparlanma beklenmekle birlikte, büyüme üzerinde aşağı yönlü risklerin canlı olduğunu söylemek mümkündür.

Söz konusu ülke grubu için iyileşen dış finansman koşullarına karşın Çin ekonomisinde halihazırda devam eden yatırım odaklı büyüme modelinden tüketim odaklı modele geçişin olası olumsuz etkileri, emtia ihracatçısı ülkelerin düşük gelir ortamının olumsuz yansımaları ve gelişmiş ülkelerde zayıf seyreden talep, gelişmekte olan ülkeler iktisadi faaliyeti üzerindeki en belirgin aşağı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir.

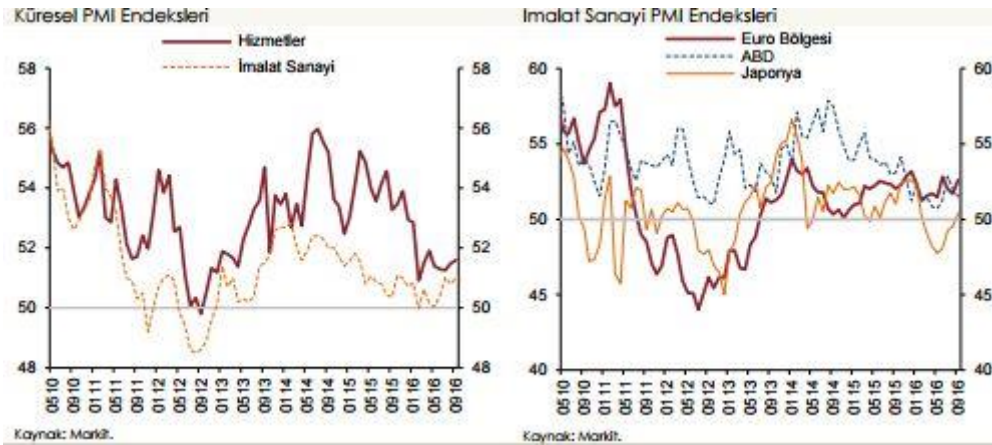
Zayıf seyreden iktisadi faaliyet ve küresel ticaret hacmi, düşük emtia fiyatlarını ve enflasyon oranlarını da beraberinde getirmektedir. Bu gelişmeler, iktisadi faaliyeti destekleyici yönde gevşek para politikası uygulamalarının önümüzdeki dönemde de süreceğine; dolayısıyla faiz oranlarının küresel ölçekte düşük kalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, yüksek getiri arayışındaki yatırımcılar, gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarındaki iyileşmeye paralel olarak söz konusu ülke grubuna yönelmiş ve yılın üçüncü çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere portföy akımları belirgin oranda artış kaydetmiştir. Önümüzdeki dönemde de büyük ölçüde devam etmesi beklenen portföy akımları üzerindeki en önemli aşağı yönlü risk unsuru ABD Merkez Bankası'nın (Fed) olası faiz artışı olarak gözükmektedir.

Küresel ölçekte gevşek seyreden para politikasına karşın küresel büyümenin halen kriz öncesi seviyelerin altında seyrediyor olması, halihazırda yürütülen destekleyici para politikalarının yanı sıra, büyüme odaklı sektörlerde kamu yatırımlarını artırmak suretiyle mali genişleme politikalarının da kullanılması gerektiğine işaret etmektedir. Uzun dönemde verimliliğin artırılmasına ve işgücü piyasalarında kalıcı iyileşmenin sağlanmasına yönelik yapısal reformların hayata geçirilmesi, uygulanan makroekonomik politikaların etkisini güçlendirmek açısından önem arz etmektedir.

Küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini yılın ikinci çeyreğinde de devam ettirmiş ve küresel ekonominin büyüme hızı bir önceki çeyrekte belirgin olarak farklılaşmamıştır. Gelişmiş ülkeler grubunda, anılan dönemde yıllık büyüme hızı ABD, Euro Bölgesi ve Kanada'da düşerken; İngiltere ve Japonya'da artmıştır. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise küresel büyümenin en önemli belirleyicilerinden olan Çin'in büyüme hızı yatay seyrederak yüzde 6,7 olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, yılın ikinci çeyreğinde, Rusya ve Brezilya'da yaşanan resesyon hız kaybetmeye devam ederek gelişmekte olan ülkeler büyümesini destekleyen önemli bir unsur olmuştur. Bölgesel olarak değerlendirildiğinde, Latin Amerika ve Doğu Avrupa bölge ülkelerine ilişkin büyüme hızları bir önceki çeyreğe göre daha olumlu bir seyir izlerken, Asya ülkelerinde büyüme yatay kalmıştır.



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin PMI verileri, küresel ekonomide ikinci çeyreğe göre daha olumlu bir büyüme performansına işaret etmektedir. Euro Bölgesi'ne ilişkin imalat sanayii PMI endeksi, olumlu görünümün üçüncü çeyrekte de devam ettiğini, ancak bir önceki çeyreğe kıyasla büyüme hızının bir miktar ivme kaybettiğini göstermektedir. Buna karşın, ABD ve Japonya'ya ilişkin imalat sanayii PMI verileri, yılın üçüncü çeyreğinde ikinci çeyreğe göre daha olumlu bir seyir izlemiştir. ABD ve Japonya ekonomilerine ilişkin diğer öncü göstergeler de yılın üçüncü çeyreğinde büyüme hızlarının bir önceki çeyreğin üzerinde gerçekleşerek gelişmiş ülkeler büyüme performansına olumlu katkı vereceğine işaret etmektedir.



Gelişmekte olan ülkelerin imalat sanayi PMI endeksleri, yılın üçüncü çeyreğinde belirgin bir artış göstermiştir. Bu dönemde, Çin ekonomisi yüzde 6,7 oranında büyüyerek, önceki çeyrek büyüme hızını korumuştur.

Hindistan ekonomisine ilişkin imalat sanayi PMI endeksinin olumlu seyri, yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki döneme kıyasla daha olumlu bir büyüme performansı görülebileceğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, Brezilya ve Rusya ekonomilerine ilişkin imalat sanayii PMI endeksleri de her iki ülke için ekonomik daralmanın önemli ölçüde ivme kaybetmiş olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde, yılın üçüncü çeyreğinde, çoğunlukla Çin ve Hindistan kaynaklı olarak daha olumlu bir büyüme performansı görülebileceği ve büyüme hızının ikinci çeyrekteki seviyesinin üzerine çıkabileceği düşünülmektedir. Özetle, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke görünümleri bir arada değerlendirildiğinde, küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyrini yılın üçüncü çeyreğinde devam ettireceği; ancak bir önceki döneme kıyasla küresel büyüme hızının daha yüksek gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2016 yıl sonuna ilişkin küresel büyüme tahmini geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar artarken; Japonya, İngiltere ve Euro Bölgesi için yukarı yönlü, ABD için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafında ise 2016 yılı büyüme tahminleri, geçtiğimiz Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında, çoğunlukla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, Ekim ayı Consensus Forecasts tahminleriyle güncellenen ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksinin yıllık küresel büyüme hızı Temmuz ayı Enflasyon Raporu dönemine göre bir miktar yükselmiştir. Dolayısıyla, Türkiye'nin dış talebindeki zayıf görünümünün 2016 yılında da devam ettiğini, ancak dış talebin önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı da olsa olumluya döndüğünü söylemek mümkündür.

	Temmuz		Ekim	
	2016	2017	2016	2017
Dünya	2,4%	2,7%	2,5%	2,8%
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,9%	2,2%	1,5%	2,2%
Euro Bölgesi	1,5%	1,3%	1,6%	1,3%
Almanya	1,6%	1,3%	1,8%	1,3%
Fransa	1,5%	1,3%	1,3%	1,2%
İtalya	0,9%	0,9%	0,8%	0,7%
İspanya	2,8%	2,1%	3,1%	2,1%
Japonya	0,5%	0,8%	0,6%	0,9%
İngiltere	1,6%	0,7%	1,9%	0,9%
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	5,6%	5,5%	5,7%	5,6%
Çin	6,5%	6,3%	6,6%	6,3%
Hindistan	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%
Latin Amerika	-0,5%	2,0%	-0,3%	2,1%
Brezilya	-3,3%	0,8%	-3,2%	2,1%
Doğu Avrupa	1,3%	2,3%	1,5%	2,3%
Rusya	-0,8%	1,2%	-0,6%	1,2%

Kaynak: Consensus Forecasts

- b. Emtia Fiyatları ve Küresel Enflasyon:** Emtia fiyatları genel endeksi 2016 yılı üçüncü çeyreğinde dalgalı bir seyir izlemiş ve ikinci çeyrek sonuna göre yüzde 2,6 oranında gerilemiştir. İklim koşullarındaki iyileşmeye bağlı olarak tarımsal

üretim küresel ölçekte beklenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Özellikle ABD’de gözlenen olağan dışı hasat artışının da etkisiyle tarım endeksinin yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 5,2 oranında gerilemesi emtia fiyat endeksindeki azalışta etkili olmuştur. Bununla birlikte, endüstriyel metaller endeksi bu dönemde yüzde 4,1 oranında artış kaydetmiştir. Çin ekonomisi, alınan önlemlerle ekonomik aktivitenin desteklenmesi doğrultusunda daha istikrarlı bir büyüme patikasına otururken, Hindistan ekonomisindeki görece güçlü büyüme performansı endüstriyel metal fiyatlarını desteklemiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde değerli metaller ve enerji endekslerinde ise bir önceki çeyrek sonuna göre belirgin bir değişim gözlenmemiştir. Öte yandan, küresel ekonomik aktivitenin zayıf seyri ve merkez bankalarının genişletici para politikası uygulamalarına devam etmelerine bağlı olarak finansal getirilerde gözlenen düşüş, altın talebini destekleyerek fiyatların yüksek seviyesini korumasına neden olmuştur.

Petrol fiyatları, yılın üçüncü çeyreğinde, 40 - 50 ABD doları bandına oturmuştur. 26 - 28 Eylül 2016 tarihleri arasında Nijerya’da düzenlenen olağanüstü OPEC toplantısında 14 üye ülke üretim miktarını kısımla kararı almıştır. Söz konusu prensip kararının 30 Kasım’da Viyana’da yapılacak olağan OPEC toplantısında şekillenmesi ve resmîyet kazanması beklenmektedir. OPEC’e üye ülkelerin uzun süreden sonra bir anlaşmaya varmış olması piyasa tarafından olumlu karşılanmış ve Ekim ayının üçüncü haftasında Brent tipi ham petrol fiyatları ortalama 50 ABD doları seviyesine yükselmiştir. Bu çerçevede, bir önceki Enflasyon Raporu döneminde ortalama 46,9 ABD dolarından işlem gören Aralık 2017 vadeli Brent tipi ham petrol kontratı, 21 Ekim itibarıyla ortalama 55,8 ABD dolarından işlem görmüştür. Ekim ayı başında İstanbul’da düzenlenen Dünya Enerji Kongresi’nde Rusya, OPEC’in üretimi dondurma kararını destekleyeceğini açıklamıştır. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü riskler de bulunmaktadır. Sözgelimi, İran, uygulanan yaptırımların kaldırılmasından sonra petrol üretiminin toparlanması amacıyla miktar kısıtlamasından muaf tutulmuştur. Buna ek olarak, söz konusu OPEC kararının halihazırda artış eğiliminde olan ABD kaya petrolü üretimini teşvik edici yönde etki oluşturabileceği tahmin edilmektedir. Yine, Nijerya ve Libya’da yaz başında gözlenen sıkıntıların durulmasıyla birlikte petrol üretimi artmaya başlamıştır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde petrol fiyatlarındaki yükselişin sınırlı kalabileceği ve Eylül ayı OPEC toplantısı sonrası fiyatlarda gözlenen yukarı yönlü hareketin kalıcı olmayabileceği değerlendirilmektedir. Zayıf seyreden küresel iktisadi faaliyete paralel olarak küresel enflasyon oranları da düşük düzeylerde kalmaya devam etmiştir.

Geçtiğimiz Rapor döneminden bugüne manşet ve çekirdek enflasyon oranlarının gelişmiş ülkeler grubunda bir miktar arttığı, gelişmekte olan ülkeler grubunda ise sınırlı bir düşüş gösterdiği görülmektedir. Brezilya, Hindistan ve Rusya, gelişmekte olan ülkelerin manşet enflasyonundaki gerilemeye katkı yaparken, Brezilya, Rusya ve Türkiye çekirdek enflasyondaki düşüşte etkili olmuştur. 2016 ve 2017 yıl sonu enflasyon beklentilerine bakıldığında, bir önceki Rapor dönemine göre hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler grubunda aşağı yönlü güncellemeler gözlenmektedir. Rusya ve Brezilya’da kurdaki değer kayıplarının azalmasıyla hedefin üzerinde seyreden enflasyon oranlarının düşerek gelişmekte olan ülkeler enflasyon görünümüne olumlu katkı vermesi beklenmektedir.

Gelişmiş ülkeler tarafında, enflasyon oranı, düşük petrol fiyatları nedeniyle oluşan olumlu baz etkisinin azalmasına bağlı olarak sınırlı ölçüde artmıştır. Geçtiğimiz yılın Ağustos ayından itibaren ABD dolarının değerlenme oranının azalmasıyla, ABD’de petrol dışı ithal fiyatlarındaki düşüş de yavaşlamıştır. Önümüzdeki dönemde, Fed’in politika adımlarına ilişkin beklentilere bağlı olarak değişen dolar kuru, ABD’de ithal edilen enflasyonun en önemli belirleyicisi olmaya devam edecektir. Euro Bölgesi’nde ise çıktı açığının azalmasıyla enflasyonda sınırlı bir artış gözlenebilecek iken; Japonya’da enflasyonun hedefin altında kalması beklenmektedir. Referandum sonrası İngiltere-AB ilişkilerine dair belirsizliklerle şekillenen İngiliz sterlinindeki değer kaybı İngiltere’de enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilecek bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Zayıf seyreden metal fiyatları ise döviz kuru etkisiyle oluşabilecek enflasyonu sınırlandırmaktadır. Sonuç olarak, küresel enflasyonun zayıf küresel talep görünümüne bağlı olarak, önümüzdeki dönemde de düşük düzeylerde seyredeceği öngörülmektedir. Küresel enflasyon açısından yukarı yönlü risk oluşturabilecek unsurların, başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki olası yükselişler ve gelişmekte olan ülkelerde Fed’in faiz kararlarına bağlı olarak meydana gelebilecek kur artışları olduğu düşünülmektedir.

2016 ve 2017 Yıl Sonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri (Yıllık Ortalama Yüzde Değişimi)

	Temmuz		Ekim	
	2016	2017	2016	2017
Dünya	2,7%	2,8%	2,5%	2,8%
Gelişmiş Ülkeler				
ABD	1,3%	2,3%	1,2%	2,3%
Euro Bölgesi	0,3%	1,3%	0,2%	1,3%
Almanya	0,4%	1,5%	0,4%	1,5%
Fransa	0,3%	1,2%	0,2%	1,2%
İtalya	0,0%	0,9%	-0,1%	0,8%
İspanya	-0,4%	1,3%	-0,4%	1,3%
Yunanistan	-0,2%	1,5%	-0,1%	0,8%
Japonya	0,7%	2,4%	0,7%	2,3%
İngiltere	0,1%	0,6%	-0,2%	0,4%
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Asya Pasifik	2,3%	2,4%	2,2%	2,3%
Çin	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Hindistan	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%
Latin Amerika	15,7%	9,8%	14,1%	8,9%
Brezilya*	7,2%	5,4%	7,1%	5,2%
Doğu Avrupa	5,5%	5,0%	5,1%	4,9%
Rusya*	6,6%	5,5%	6,3%	5,3%

* Aralık/Aralık enflasyonu

Kaynak: Consensus Forecasts

- c. **Türkiye Ekonomisi:** 2015 yılında Türkiye ekonomisi Orta Vadeli Program ("OVP") hedefiyle uyumlu bir şekilde yüzde 4,0 oranında büyümüştür. 2015 yılında Çin ve Hindistan hariç yükselen ekonomilerin ve gelişmekte olan ülkelerin ortalama büyüme hızı ise yüzde 1,8'dir. Jeopolitik gerginliklere ve küresel ekonomideki zayıflıklara rağmen 2016 yılının ilk yarısında GSYH yüzde 3,9 oranında artış kaydetmiştir. Tarımsal üretimin büyümesi olumsuz hava koşulları ve bir önceki yıldaki yüksek baz etkisi nedeniyle sınırlı kalmıştır. Sanayi sektörü ikinci çeyrekteki yavaşlamaya rağmen büyümeyi desteklemiştir. Hizmetler sektöründe ise ticaret ve inşaat alt kalemlerinde nispeten yüksek katma değer artışları kaydedilmiştir. Yılın ilk yarısında yurtiçi talep kaynaklı bir büyüme gerçekleşmiştir. Bu dönemde, özel tüketim harcamaları güçlü seyrederken, özel kesim sabit sermaye yatırımları gerilemiştir. Ticaret ortaklarındaki zayıf büyüme ve özellikle turizm sektöründe yaşanan olumsuz gelişmelere bağlı olarak 2016 yılının ilk yarısında net ihracatın büyümeye katkısı negatif 1,8 puan seviyesinde gerçekleşmiştir. Temmuz ayında sanayi üretimindeki gerileme, tarımda özellikle hububat kaynaklı üretim azalması ve turizm sektöründe yaşanan olumsuzluklar yanında 15 Temmuz darbe girişimi büyüme üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. Zamanında alınan tedbirlerle ekonomi hızla normalleşme sürecine girmiş olmakla birlikte, söz konusu gelişmelerin tüketici ve yatırımcı beklentilerine geçici de olsa negatif etkileri nedeniyle 2016 yılı üçüncü çeyreğinde büyümenin nispeten zayıf gerçekleşmesi beklenmektedir. 2016 yılının son çeyreğinde sanayi üretiminin ivme kazanması ve hizmetler sektöründe büyümeyi destekleyici görünümün devam etmesi beklenmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlaması beklenen yurt içi talebin alınan tedbirlerle son çeyrekte tekrar canlanması ve büyümeyi desteklemesi öngörülmektedir. Bu gelişmeler ve beklentiler altında 2016 yılında GSYH artış hızının yüzde 3,2 seviyesinde kalacağı tahmin edilmektedir. 2015 yılında yüzde 4,0 oranında gerçekleşen büyüme hızına üretim faktörlerinin katkıları incelendiğinde, toplam faktör verimliliğinin büyümeye sınırlı düzeyde pozitif katkı sağladığı, istihdamın büyümeye katkısının ise azaldığı görülmektedir. 2016 yılında ise, toplam faktör verimliliğinin büyümeye düşük düzeyde bir negatif katkı yapması beklenmektedir. Program döneminde, izlenecek politikalarla tekrar ivme kazanması beklenen büyümeye, toplam faktör verimliliğinin katkısının artırılması ve daha dengeli ve yüksek bir büyüme yapısına ulaşılması hedeflenmektedir. 2015 yılında yüzde 10,3 olarak gerçekleşen işsizlik oranı, 2016 yılının ilk çeyreğinde mevsimsel düzeltilmiş verilere göre yüzde 10,1 seviyelerine kadar gerilemiştir. Büyümedeki kısmi yavaşlama, tarım istihdamındaki daralma ve işgücüne katılım oranındaki artışın etkisiyle artış eğilimine giren işsizlik oranı, yılın ikinci çeyreğinde mevsimsel düzeltilmiş verilere göre yüzde 10,3 seviyesine ulaşmıştır. 2016 yılında işsizlik oranının yüzde 10,5 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Jeopolitik olumsuzlukların devam etmesi ve ticaret ortaklarımızda büyümenin beklentilerin altında kalması sonucunda 2015 yılında ihracat, bir önceki yıla göre yüzde 8,7 oranında düşüş kaydetmiş ve 143,8 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat performansında gözlenen zayıflamada; yakın coğrafyadaki siyasi gelişmeler, euro/dolar paritesindeki aşağı yönlü hareket ve gerileyen ticaret fiyatları ile petrol fiyatlarındaki düşüşün ticaret ortaklarımızda yarattığı gelir etkisi de önemli rol oynamıştır.

Enerji fiyatları başta olmak üzere küresel emtia fiyatlarının azalması, ekonomik hareketliliğin ılımlı seyri ve yurt içi üretimi teşvik edici politikaların uygulanması ile 2015 yılında ithalat yüzde 14,4 oranında gerileme kaydetmiş ve 207,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Altın ticaretinde yaklaşık 4 milyar dolar fazla verilmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak dış ticaret açığının milli gelire oranı 1,8 puan seviyesinde iyileşme kaydederken, seyahat gelirlerinin beklentilerin altında kalmasına rağmen petrol fiyatlarındaki gerileme sonucunda 2015 yılında cari açığın GSYH'ya oranı bir önceki yıla göre 0,9 puan azalarak yüzde 4,5 seviyesine gerilemiştir. 2016 yılının Ocak-Ağustos döneminde ihracat, olumsuz jeopolitik koşulların ve küresel ekonomideki zayıf büyümenin devam etmesi nedeniyle geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,4 oranında azalarak 93,3 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Hizmetler ticaretinde özellikle turizm sektöründe yaşanan yavaşlama, uluslararası ticareti olumsuz etkileyen güvenlik sorunları ve emtia fiyatlarında görülen aşağı yönlü eğilimin devam etmesi, ihracat artışını sınırlandıran faktörler arasındadır. Euro Bölgesinde Brexit başta olmak üzere yaşanan gelişmeler de ticaret ortaklarımızın ekonomik hareketliliğini zayıflatarak ticaret kanallarının genişlemesini etkilemiştir.

2016 yılının Ocak-Ağustos döneminde ithalat, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 7,2 seviyesinde azalarak 130,8 milyar dolar olmuştur. 2016 yılının ilk üç çeyreğinde ise özellikle turizm gelirlerindeki azalmaya rağmen cari açığa azalma eğilimi devam etmiştir. Jeopolitik gerginliklerin devam etmesi, yurt dışı piyasalarda yaşanan durgunluk, Rusya krizi ve ihracat fiyatlarındaki azalma nedenleriyle ihracatın 2016 yılında 143,1 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Büyümenin yavaşlaması, dış piyasalardaki durağan yapı, ithal fiyatlarının zayıf görünümü, ticareti engelleyen faktörlerin artması ve tüketimin iç piyasaya yönelmesi sonucunda 2016 yılında ithalatın 198 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Uluslararası petrol fiyatlarındaki azalmanın 2016 yılı enerji ithalatını 27,5 milyar dolara indirmesi beklenmektedir. Seyahat gelirleri 2016 yılı gerçekleşme tahmininin OVP’de öngörülenden 8,4 milyar dolar daha az olmasına rağmen, dış ticaret hadlerindeki iyileşme nedeniyle cari işlemler açığındaki bozulmanın 2,7 milyar dolar ile sınırlı kalması beklenmektedir. Diğer taraftan, milli gelirin cari açığındaki bozulmadan daha fazla artmasına bağlı olarak 2016 yılında cari açığın milli gelire oranının bir önceki yıla göre 0,2 puan iyileşerek 4,3 seviyesinde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir. 2015 yılında TÜFE artış oranı yüzde 8,8 olarak kaydedilmiştir. 2016 yılı Ocak-Eylül döneminde ise TÜFE birikimli artış oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 1,5 puan azalarak yüzde 4,7 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, yıl genelinde olumlu seyreden gıda fiyatları ve Türk Lirasındaki değer kaybının enflasyon üzerindeki etkilerinin azalması sonucu çekirdek enflasyondaki azalma etkili olmuştur. Öte yandan, tütün ürünleri fiyatlarındaki belirgin artış ise TÜFE birikimli artış oranındaki yavaşlamayı sınırlamıştır. TÜFE’de 2016 yılı Eylül ayı itibarıyla yıllık artış hızı yüzde 7,28’e gerilemiştir. Yılın geri kalanında TÜFE yıllık artış oranının yatay bir seyir izlemesi ve yıl sonunda yüzde 7,5 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2016 yılının genelinde, küresel finansal koşullar görece iyileşmiş, yurt içi kredi artış hızı yavaşlamış ve artan dış ticaret hadleri dış dengeyi iyileştirici şekilde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucunda TCMB 2015 yılında ilan ettiği şekilde, geleneksel olmayan para politikası çerçevesini terk ederek ve faiz koridorunu politika faizi etrafında daha simetrik hale getirecek şekilde daraltarak, 2016 yılı Mart ayından itibaren faiz koridorunun üst bandında toplamda 250 baz puan indirime gitmiştir. Bunun yanı sıra Banka, finansal istikrarı destekleyici, döviz ve Türk Lirası likiditesini düzenleyici adımlar atmıştır. Bu doğrultuda, zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, teminat koşulları sadeleştirilmiş ve ihracat reeskont kredilerinin döviz rezervlerine katkısını artıracak adımlar atılmıştır. 2015 yılında genel devlet toplam gelir ve harcamaları 2014 yılına göre GSYH’ya oran olarak sırasıyla 1,4 puan ve 0,9 puan artmıştır. Bir önceki yıla göre kaydedilen önemli gelir artışının yaklaşık yarısı dolaylı vergiler diğer yarısı da sosyal güvenlik primi tahsilatları kaynaklı olmuştur. Faiz harcamalarındaki 0,1 puanlık azalışa rağmen gerçekleşen harcama artışında genel devlet cari giderleri, yatırımları ve transferler toplamının katkısı eşit ölçüde görülmektedir.

Bu çerçevede, 2015 yılında GSYH'ya oran olarak genel devlet açığı yüzde 0,1; genel devlet faiz dışı fazlası ise yüzde 2,7 olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılında özelleştirme gelirleri dâhil genel devlet gelirlerinin bir önceki yıla göre 0,9 puan artarak GSYH'ya oranla yüzde 41,9 olması beklenmektedir. Genel devlet faiz dışı harcamalarının ise özellikle cari harcamaların etkisiyle 2015 yılı seviyesinin 3 puan üzerine çıkarak GSYH'ya oranla yüzde 41,2 seviyesinde olması öngörülmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, genel devletin 2016 yılında GSYH'ya oranla yüzde 1,9 açık vermesi, genel devlet faiz dışı fazlasının ise yüzde 0,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2015 yılında yüzde 2,1 olan faiz harcamaları ve özelleştirme gelirleri hariç genel devlet fazlasının GSYH'ya oranının 2016 yılında yüzde 0,1'e düşmesi, 2016 yılı program tanımlı genel devlet faiz dışı dengesinin ise yüzde 1,4 açık vermesi öngörülmektedir. 2015 yılında sıfırlanan kamu kesimi borçlanma gereğinin 2016 yılında GSYH'ya oranla yüzde 1,7'ye yükselmesi; program tanımlı kamu kesimi dengesinin ise aynı dönemde yüzde 0,7 fazladan yüzde 1,2 açığa dönmesi beklenmektedir. 2015 yılında GSYH'nın yüzde 32,9'u olarak gerçekleşen AB tanımlı genel yönetim borç stokunun, 2016 yılında yüzde 32,8 olması öngörülmektedir.

5. SEKTÖR ANALİZİ

- a. **Türkiye Yaş Meyve-Sebze Üretimi:** Türkiye'de yaklaşık 24 milyon hektar tarım alanının %3,4'lük kısmında sebze tarımı, %13,5'lik kısmında ise meyve tarımı yapılmaktadır. Türkiye'de sebze ve meyve tarımı entansif tarım olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca emek yoğun, işletme maliyeti yüksek olan bir üretim grubu olup birim alana en yüksek geliri getiren tarımsal üretimdir. Üretimden tüketime kadar olan süreç içinde alt yapı eksikliği olduğu durumda verim ve kalite ile birlikte gelir de azalabilmektedir.

Türkiye'de Tarım Alanları

Tarım Alanı	2012		2013		2014	
	Bin ha	%	Bin ha	%	Bin ha	%
Tarla Bitkileri	15.464	65,0%	15.613	65,6%	15.789	66,0%
Nadas	4.286	18,0%	4.147	17,4%	4.108	17,2%
Sebze	827	3,5%	808	3,4%	804	3,4%
Meyve	3.201	13,5%	3.232	13,6%	3.238	13,5%
Toplam	23.782	100,0%	23.800	100,0%	23.939	100,0%

Kaynak: TÜİK

TÜİK verilerine göre 2014 yılında ülkemizin toplam meyve ve sebze üretimi 45,4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Bunun 16,8 milyon tonu meyve üretiminden, 28,5 milyon tonu ise sebze üretiminden kaynaklanmıştır. 2014 yılı itibarıyla Türkiye'nin sebze üretim kompozisyonuna bakıldığında domates, hıyar, biber, patlıcan ve karpuz gibi ürünlerin de dahil olduğu meyvesi için yetiştirilen sebze grubunun toplam sebze üretiminin büyük kısmını oluşturduğu görülmektedir. Nitekim 11,8 milyon tonluk üretim hacmiyle domates ülkemizde en çok yetiştirilen sebze olup, toplam sebze üretiminden %41,4 pay almaktadır.

Bu ürünü 3,8 milyon tonluk üretimle karpuz izlemektedir. Yumru ve kök sebze grubundan olan kuru soğan 1,7 milyon tonluk üretimiyle toplam sebze üretiminden %6,2 pay almaktadır.

Türkiye'nin meyve üretim kompozisyonuna bakıldığında ilk sırada 4,1 milyon tonluk üretim ve %24,75'lik payla üzümü meyveler grubu gelmektedir. Elma ise 2,4 milyon ton üretim ve %14,6'lık pay ile üzümün sonra en çok üretilen ikinci meyve konumundadır.

Türkiye birçok meyve türünde dünyada en büyük üretici konumundadır. Bunların başında fındık %64'lük pay ile ilk sırada gelmektedir. Bunu %26'lık pay ile incir, %21'lik pay ile kiraz izlemektedir.

- b. Türkiye Yaş Meyve-Sebze Dış Ticaret Verileri:** Akdeniz İhracatçı Birlikleri Genel Sekreterliği verilerine göre Türkiye'nin taze sebze meyve ihracatı 2014 yılında 2,3 milyar dolar dolayında gerçekleşmiştir. 2014 yılında ihraç edilen en fazla yaş meyve-sebze ürünü 430 milyon dolarla domatestir. Bu ürünü sırasıyla mandalina (369 milyon dolar), limon (286 milyon dolar), üzüm (203 milyon dolar) ve portakal (190 milyon dolar) izlemektedir. 2014 yılında en fazla Rusya Federasyonu'na yaş sebze meyve ihracatı gerçekleştirilmiştir. Rusya Federasyonu toplam ihracatın miktar olarak %38'ni, değer olarak %39'unu oluşturmaktadır. Rusya Federasyonu'nu Irak, Ukrayna ve Almanya izlemektedir. 2014 yılında en fazla Bağımsız Devletler Topluluğu ülkelerine yaş sebze meyve ihracatı gerçekleştirilmiştir. Bağımsız Devletler Topluluğu ülkeleri toplam ihracatın miktar olarak %53'ünü, değer olarak %51'ini oluşturmaktadır. Bağımsız Devletler Topluluğu'nu değer olarak %27 ile Avrupa Birliği Ülkeleri izlemektedir.

6. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI ve YÖNTEMLERİ

- a. Pazar Değeri:** Rapora konu şirket değerlemesi arz ve talep ilkesine uygun pazar değeri esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, Şirket'in el değiştireceği tutarın bir temsildir. Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile 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 dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir. Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır:

- i. İstekli alıcı, istekli satıcı: Pazar değeri esaslı, istekli (motive olmuş ancak zorunlu olmayan) alıcı ve satıcının satınalma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan Şirket'in değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değerini kabul etmektedir.
 - ii. Değer kavramı: Bu değerlendirme raporu, alıcıları için Şirket Değerinin yaklaşık değerini göstermektedir. Değer kavramı, değerlemeye konu Şirket'in tarafından makul ölçüler çerçevesinde sonuçlandırılabilir en olası fiyat anlamına gelmektedir. Bu anlamda değer, alıcı ve satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal (tadiri) fiyatı temsil etmektedir.
- b. Değerleme Yaklaşımları:** Şirket değerlemesinde 3 farklı yaklaşım kullanılmaktadır ve bu yaklaşımlar aşağıda özetlenmiştir.
- i. **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 esaslı 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.
 - ii. **Varlık Yaklaşımı:** 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.

- iii. **Gelir Yaklaşımı:** Gelir Yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulanan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır. Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir. İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.
- c. **Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler:** Pazar değerini tahmin etmek amacıyla en sık kullanılan yaklaşımlar arasında gelir indirgeme yaklaşımı, varlık esaslı (maliyet) yaklaşım ve emsal karşılaştırma yaklaşımı yer almaktadır. Değerleme çalışmamızda Varlık Esaslı Yaklaşımlar'dan Net Aktif Değeri Yöntemi, Emsal Esaslı Yaklaşımlar'dan Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi ve Gelir Esaslı Yaklaşımlar'dan İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi kullanılmıştır.
- i. **Net Aktif Değeri Yöntemi:** Net Aktif Değer, en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edebilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir deyişle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır.
- ii. **Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi:** Şirketin değerlemesinde aynı sektördeki faaliyet konusu benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tespit edildiği bu yöntem karşılaştırılabilir şirket analizi ve karşılaştırılabilir işlemler analizi olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir. Karşılaştırılabilir şirket analizinde, değerlemesi yapılan şirketin mali tabloları benzer şirketlerin finansal rasyoları ile karşılaştırılmaktadır. Benzer şirketlerin hisse değerleri bulunmakta ve bu şirketlerin finansal oranları analiz edilerek bu veriler şirketin verileri ile karşılaştırılmaktadır.

Karşılaştırılabilir işlemler analizi yönteminde ise benzer şirketlerin yurtiçinde ve dünyada gerçekleşmiş satış işlemleri araştırılmakta, bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları şirketin büyüklüğü ile karşılaştırılmaktadır. Bu yöntemde şirketlerin faaliyet gösterdiği veya satış işleminin gerçekleştiği özel koşullar açıklanmamış olabileceğinden çıkan neticeler dikkatle değerlendirilmelidir.

- iii. **İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi:** İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'nde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülmüştür. İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırım verilerinden elde edilen) ifade edilmektedir. Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir. Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. İskonto kullanan indirgeme yaklaşımlarında beklenen büyüme, gelecekteki kazanç akışının tahmininde dikkate alınmalıdır. İskonto kullanmayan indirgeme yaklaşımlarında ise beklenen büyüme, indirgeme oranına dahil edilir. İndirgeme oranı veya iskonto oranı, kullanılan beklenen kazanç tipleri ile tutarlı olmalıdır. Tahmini gelir, nominal esaslar ile (cari fiyatlar) ifade edilirken nominal oranlar kullanılmalıdır ve tahmini gelir gerçek esaslarla (denge fiyatlar) ifade edilirken de gerçek oranlar kullanılmalıdır.

7. DEĞERLEME SONUÇLARI

- a. **Net Aktif Değeri Yöntemi:** Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 30.09.2016 tarihli yasal finansal tabloları esas alındığında Net Aktif Değeri 1.372.283 TL olarak hesaplanmaktadır.

Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.Bilançosu	30.09.2016
ÖZKAYNAKLAR	1.372.283
Ödenmiş Sermaye	970.000
Sermaye	970.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	0
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	0
Sermaye Düzeltmesi Olumsuz Farkları (-)	0
Sermaye Avansları	0
Sermaye Yedekleri	0
Hisse Senetleri İhraç Primleri	0
Hisse Senedi İptal Karları	0
MDV Yeniden Değerleme Artışları	0
İştirakler Yeniden Değerleme Artışları	0
Diğer Sermaye Yedekleri	0
Kar Yedekleri	0
Yasal Yedekler	0
Statü Yedekleri	0
Olağanüstü Yedekler	0
Diğer Kar Yedekleri	0
Özel Fonlar	0
Geçmiş Yıllar Karları	43.428
Geçmiş Yıllar Karları	43.428
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0
Dönem Net Karı (Zararı)	358.855
Dönem Net Karı	358.855
Dönem Net Zararı (-)	0

- b. **Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi:** Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'nde, değerlemeye konu şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Değerlemeye konu Şirket'in faaliyet alanı olan sektör olan tarım sektöründe ya da benzer sektörde faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da kote olan iki adet şirket bulunmakla birlikte (İz Hayvancılık Tarım ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. ve Taç Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.), değerlendirme çalışmasının yapıldığı sırada bu şirketlerin 30.09.2016 tarihli finansal tablolarının kamuoyuna açıklanmaması ve karşılaştırılabilir şirket sayısının azlığı nedeniyle, Şirket ile benzerlik gösteren şirketlerin belirlenmesinde Avrupa tarım sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerin verileri dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında aktif bazlı çarpanlardan piyasa değeri/net defter değeri çarpanı ile piyasa değeri/satışlar çarpanı hesaplamaları

gerçekleştirilmiştir. Değerlemeye konu Şirket, Mart 2015 tarihinde faaliyete geçmiş olup, değerlendirme çalışmasında Şirket'in operasyonel rakamlarına faaliyetlerinden oluşan sonuçların etkisinin henüz tam olarak yansımadığı düşünülmektedir. Dolayısıyla değerlendirme çalışmasında aktif bazlı çarpanlardan piyasa değeri/net defter değeri çarpanı dikkate alınmış, piyasa değeri/satışlar çarpanından hesaplanan değer ise istatistiki bir geçmiş ciro datasının mevcut olmaması nedeniyle piyasa değerini halihazırda gerçekçi olarak yansıtmayacağı düşünüldüğünden hesaplama dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi	Avrupa Sektör Çarpanı	Okenos Çarpan	Okenos Şirket Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri
Fiyat/Defter Değeri	1,27	1.372.283	1.740.604	100%	1.740.604
Fiyat/Satış*	0,54	10.456.216	5.642.386	0%	0
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri (TL)					1.740.604

* Hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi'ne göre pazar değeri **1.740.604 TL** olarak hesaplanmaktadır.

- c. **İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi:** Şirket'in İNA Yöntemi'ne değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:
- İskonto Oranı:** Değerleme çalışmasında kullanılan iskonto oranı olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında "borçlanma maliyeti x (1-vergi oranı) x borcun toplam pasife oranı + öz sermaye maliyeti x öz sermayenin pasife oranı" formülünden yararlanılmıştır. Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında ise Finansal Varlık Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Bu modele göre öz sermaye maliyeti; "Risksiz faiz oranı + pazar risk primi x beta" formülünden yararlanılmıştır.
 - Pazar Risk Primi :** Projeksiyonlarda Türkiye'nin pazar risk primi olarak, New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html internet sitesinde yayımlanan %9,71 dikkate alınmıştır.
 - Risksiz Faiz Oranı :** Değerleme çalışmamızda kullanılan risksiz faiz oranı, 10 yıl vadeli devlet tahvil getirilerinin ortalamasıdır (%10,38).

ISIN Kodu	Valör Tarihi	İşlem Hacmi	Ağırlık	Faiz Oranı
TRT200324T13	04.11.2016	103.057	0,02%	10,26%
TRT240724T15	09.11.2016	19.438.615	3,30%	10,23%
TRT240724T15	08.11.2016	59.900.361	10,17%	10,29%
TRT240724T15	07.11.2016	259.787.027	44,11%	10,44%
TRT240724T15	04.11.2016	136.854.573	23,24%	10,34%
TRT120325T12	04.11.2016	89.267	0,02%	10,36%
TRT110226T13	07.11.2016	27.446.857	4,66%	10,38%
TRT110226T13	04.11.2016	85.306.080	14,49%	10,34%
		588.925.839	100,00%	10,38%

- iv. **Beta** : Sistematik riskin göstergesi olarak ifade edilen betanın belirlenmesi amacıyla Avrupa'da faaliyet göstermekte olan tarım sektörü şirketlerinin hisse senedi betalarının ortalaması değerlemeye konu Şirket'in finansal kaldıraç oranları üzerinden düzeltilmiştir.
- v. **Borçlanma Maliyeti** : Borçlanma maliyetinin belirlenmesinde Şirket'in borçlanma faiz oranları kullanılmıştır.

Sermaye Maliyeti	
Risksiz Faiz Oranı	10,38%
Market Risk Primi	9,71%
Beta	0,86
Sermaye Maliyeti	18,74%
Kaldıraç Oranı	2,66%
Borçlanma Maliyeti	12,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9,60%
AOSM	18,49%

- vi. **Projeksiyon Para Birimi** : Projeksiyonlarda Türk Lirası kullanılmıştır.
- vii. **Vergi** : Değerleme çalışmasında %20 Kurumlar Vergisi oranı kullanılmıştır.
- viii. **Enflasyon** : 2016-2019 yılları arasındaki enflasyon tahmininde Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti tarafından yayımlanan Orta Vadeli Program (2017-2019) temel alınmıştır. 2019 yılındaki rakamlar projeksiyonun kalanında sabit bırakılmıştır.
- ix. **Satış Gelirleri** : Şirket, 10 Mart 2015 tarihinde faaliyete başlamış olup, üreticiden perakende mağazalara direkt satıştan elde edilen gelirler ile üretici ile meyve/sebze hali arasındaki aracılıktan elde etmiş olduğu komisyon gelirler olmak üzere iki ana kalemden gelir elde etmektedir. Şirket'in 2016 yılında 9 aylık gerçekleştirmeleri dikkate alınarak yıllık tutara ulaşılmıştır.

1. **Üreticiden Perakende Mağazalara Direkt Satış**: Şirket, patates başta olmak üzere kuru soğan, salatalık, kıvrıkcık marul gibi ürünlerin üreticiden tedarik edilerek perakende mağazalara satışını gerçekleştirmektedir. Değerleme çalışmamızda, bu ürünlerden elde edilecek gelirlerin tespitinde Türkiye sebze-meyve üretim/tüketim rakamlarından hareket edilmiştir. Ek-1'de verildiği üzere bu ürünlerin 2016-2021 yıllarındaki tahmini üretim/tüketim miktarlarına ulaşabilmek için 2008-2015 yılı arasında gerçekleşen yıllık ortalama büyüme oranından faydalanmıştır. Ürünlerin büyüme oranları göz önünde bulundurularak Şirket'in 2017-2021 yılları arasındaki ürün satış miktarları belirlenmiştir. Ürünlerin kg başına satış fiyatının belirlenmesinde ise 2016 yılı rakamları dikkate alınmış ve bu fiyatlar yıllık ortalama enflasyon oranı ile artırılmıştır.

2. **Komisyon Gelirleri:** 2016 yılı gerçekleştirmelerine baktığımızda üreticiden perakende mağazalara satışın %65,55'i oranında üretici ile meyve/sebze toptancısı arasındaki aracılıktan doğan komisyon gelirinin elde edildiği görülmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca bu oranın sabit kaldığı varsayılarak hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.
- x. **Satıştan İadeler :** 2016 yılı gerçekleştirmeleri dikkate alınarak brüt satış gelirlerinin %0,68'i oranında satış iadesi hesaplanmıştır.
- xi. **Satış Maliyetleri :** Şirket'in satış maliyetleri, üreticiden alımını yaparak sebze/meyve toptancısına ya da perakende satış mağazalarına yapmış olduğu satışlardan kaynaklı ticari mal maliyeti ile işçilik ücretinden oluşan satılan mamul maliyetinden oluşmaktadır.
1. **Ticari Malların Maliyeti:** 2016 yılı gerçekleştirmelerine göz önünde bulundurularak net satış gelirlerinin %82,78'i oranında ticari mal maliyeti hesaplanmıştır.
2. **Satılan Mamul Maliyeti:** Satılan mamul maliyeti genel olarak işçilik giderlerinden oluştuğu ve bu işçilik giderinin tamamen satış gelirlerine bağımlı olması nedeniyle projeksiyon döneminde satış gelirlerindeki artış oranında satılan mamul maliyeti artırılmıştır.
- xii. **Faaliyet Giderleri :** Projeksiyonlarda, satış pazarlama giderlerinin net satış gelirlerine paralel hareket edeceği, genel yönetim giderlerinin ise temel olarak enflasyon oranında artış göstermesi beklenmektedir.
- xiii. **Çalışma Sermayesi :** Şirket'in çalışma sermayesindeki değişimlerin yarattığı nakit akışlarının belirlenmesinde, 2016 yılı oranlarından hareketle, alacak tahsil süresinin 70 gün, borç ödeme süresinin 65 gün ve stok elde tutma süresinin 35 gün olacağı kabul edilmiştir.
- xiv. **Yatırım Harcamaları ve Amortisman :** Şirket'in faaliyet gereği büyük ölçekli olarak duran varlık yatırımının gerekmemesi nedeniyle 2016 yılı amortisman gideri projeksiyon döneminde sabit bırakılmıştır. Yatırım harcaması olarak da amortisman tutarında yenileme yatırımı öngörülmüştür.
- xv. **Projeksiyon Nakit Akışları :** Serbest nakit akışlarının yanısıra, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında, Şirket'in faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza dek süreceği varsayımıyla, limit değer hesaplaması yapılmıştır. Limit değer, projeksiyon dönemi sonrası dönemde Şirket'in yaratacağı nakit akışlarını ifade etmektedir. Serbest nakit akışlarının ve limit değer bugüne indirilmesinde dönem sonu değerleri temel alındığından 3 aylık faiz hesaplaması yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara şirketin bilançosunda yer alan nakit tutarı eklenmiş ve faiz yükü taşıyan borçları düşülerek özsermaye değeri tespit edilmiştir.

xvi. **Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Oranı** : Projeksiyonlar, 2017-2021 yıllarını kapsamakta olup, 2021 yılında elde edilen nakit %1 büyüme oranı ile sonsuza götürülmüştür.

Gelir Yaklaşımı (DCF) TL	2016*	2017	2018	2019	2020	2021
Net Satışlar	2.614.054	11.298.767	12.053.003	12.875.865	13.776.217	14.764.493
Satış Maliyetleri (-)	-2.174.729	-9.399.864	-10.027.341	-10.711.910	-11.460.947	-12.283.130
Brüt Kar	439.325	1.898.903	2.025.662	2.163.954	2.315.270	2.481.363
Faaliyet Giderleri (-)	-315.050	-1.353.489	-1.434.385	-1.521.486	-1.615.480	-1.717.171
Net Faaliyet Karı	124.276	545.414	591.277	642.469	699.790	764.192
Vergi (-)	-24.855	-109.083	-118.255	-128.494	-139.958	-152.838
Amortisman Giderleri (+)	23.099	92.394	92.394	92.394	92.394	92.394
Çalışma Sermayesi (+/-)	3.521	-103.285	-92.459	-100.871	-110.370	-121.149
Sermaye Harcamaları (-)	-23.099	-92.394	-92.394	-92.394	-92.394	-92.394
Serbest Nakit Akışları	102.942	333.046	380.563	413.104	449.462	490.205
İskonto Oranı	1,05	1,26	1,51	1,82	2,22	2,70
İndirgenmiş Nakit Akışları	98.325	264.770	251.814	227.512	202.902	181.393

* Ekim-Aralık 2016 arası 3 aylık tahmini rakamı göstermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	1.226.717
2021 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	1.047.208
Şirketin Pazar Değeri	2.273.924
Net Borç veya Nakit (+/-)	-34.606
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri	2.239.318

* Bugünkü Değeri

Açıklanan varsayımlar altında, Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne göre pazar değeri **2.239.318 TL** olarak hesaplanmaktadır.

8. DEĞERLEME SONUÇLARI

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 30.09.2016 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	2.239.318	33,33%	746.439
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	1.740.604	33,33%	580.201
Varlık Yaklaşımı (Net Aktif Değeri)	1.372.283	33,33%	457.428
Özsermaye Pazar Değeri		100,00%	1.784.068

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Şirket'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Görüşümüze göre, Okenos Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit olarak ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık **1.784.068 TL**'dir.

Coşkun Gülen
Yeminli Mali Müşavir, Sorumlu Denetçi

9. EKLER

- a. Şirket'in Mali Tabloları
- b. Projeksiyon Modeli
- c. Türkiye Sebze-Meyve Üretim/Tüketim Tahmin Tablosu
- d. Çalışma Sermayesi Tablosu
- e. Karşılaştırılabilir Şirket Listesi

10.KAYNAKLAR

- a. Orta Vadeli Program (2017-2019) :
[http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/13/Orta%20Vadeli%20Program%20\(2017-2019\).pdf](http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/OrtaVadeliProgramlar/Attachments/13/Orta%20Vadeli%20Program%20(2017-2019).pdf)
- b. Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Beta ve Piyasa Çarpanı :
http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html
- c. TCMB Enflasyon Raporu 2016-IV :
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fad0584d-2f02-4c51-bfd3-7129f25e48a8/enf-ekim2016-tam.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEfad0584d-2f02-4c51-bfd3-7129f25e48a8>