

Kurumsal Finansman Departmanı

Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin

**30 Kasım 2017 Tarihi İtibarıyla
Değerleme Raporu**

İzmir, 07 Aralık 2017



ALTERNATİF
Bağımsız Denetim ve Y.M.M. A.Ş.

RAPOR İÇİNDE KULLANILAN KISALTMALAR

Mas A.Ş. Şirket	Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi		
Değerleme Şirketi	Alternatif Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.	FED	Amerikan Merkez Bankası
AB	Avrupa Birliği	ECB	Avrupa Merkez Bankası
ABD\$ \$ USD	Amerikan Doları	Mn Mio	Milyon
€ Euro	Avro	MODV	Maddi Olmayan Duran Varlıklar
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
A.Ş.	Anonim Şirketi	NOPLAT	Düzeltilmiş Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.	PD	Piyasa Değeri
CF FCF	Serbest Nakit Akımı	PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
DD	Defter Değeri	R _f	Risksiz Sermaye Maliyeti
DED Terminal Değer	Devam Eden Değer	R _m	Sermaye Piyasası Getirisi
EVA	Ekonomik Kar Yöntemi	R _m - R _f	Risk Primi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	ROIC	Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar	SMM	Satılan Mal Maliyeti
F/FAVÖK	Fiyat / Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar	SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
F/K	Fiyat/Kazanç Oranı	SGP	Satın alma Gücü Paritesi
F/NA	Fiyat/Nakit Akımı Oranı	SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
F/S	Fiyat/Net Satışlar	TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
F/TV	Fiyat/Temettü Verimi	TL	Türk Lirası
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (Brüt Milli Gelir)	TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
KDV	Katma Değer Vergisi	TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
MDV	Maddi Duran Varlıklar	YBBO CAGR	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
		YMM	Yeminli Mali Müşavirlik



İÇİNDEKİLER

A	YÖNETİCİ ÖZETİ.....	1
B	RAPORUN AMACI.....	2
C	SINIRLAYICI KOŞULLAR.....	3 -5
D	ETİK İLKELER.....	6
E	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	7 – 14
E.1	Piyasa Çarpanları Yaklaşımı.....	8
E.2	Özvarlık Yöntemi.....	9
E.3	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	10 – 14
F	KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜMÜ.....	15 – 17
G	TÜRKİYE EKONOMİSİ.....	18 – 25
H	ŞİRKET HAKKINDA.....	26 – 32
H.1	Genel Bilgiler.....	26
H.2	Ortaklık Yapısı ve Yönetim Kurulu.....	27 – 28
H.3	Faaliyet Konusu ve Tarihçe.....	29 – 30
H.4	Finansal Tablolar	31 – 33
I	DEĞERLEME ÇALIŞMASI.....	34 – 38
I.1	Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler.....	34
I.2	Pazar (Piyasa Çarpanları) Değeri Yaklaşımı.....	35
I.3	Varlık Esaslı Yaklaşım.....	36 – 37
I.4	Gelir İndirgeme Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yaklaşımı.....	38
J	GENEL DEĞERLENİRME VE SONUÇ.....	39



A. YÖNETİCİ ÖZETİ**Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
Yönetim Kurulu'na**

Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin Yönetim Kurulu tarafından Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin ("Şirket") 30 Kasım 2017 tarihi itibarıyla piyasa değerinin belirlenmesi için görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") Şirket Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler ve / veya yan kaynaklardan elde edilen sözlü ve yazılı bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Değerleme raporumuz Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesi amacı ile sınırlıdır. Mas A.Ş. Yönetim Kurulu dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz.

Bu Rapor'un muhatabı Mas A.Ş. Yönetim Kurulu'dur. Bulgularımızın, **Mas A.Ş.** için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

İstanbul, 06 Aralık 2017

ALTERNATİF BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Tayfun Şenol
Ortak



ALTERNATİF
Bağımsız Denetim ve Y.M.M. A.Ş.

B. RAPORUN AMACI

Bu Şirket Değerleme Raporu (kısaca Rapor), Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (kısaca “Mas A.Ş. veya Şirket”) Yönetim Kurulu’nun talebi üzerine, Rapor’da detaylı bilgileri verilen Şirket’in, Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) mevzuatı kapsamındaki işlemlere dayanak teşkil etmeksizin, olası alım satımda alınacak kararlara yardımcı olması, münhasıran Şirket Yönetim Kurulu’nun bilgilendirilmesi için, Şirket’in fiyat tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Rapor, SPK’nın **17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı ve 22.06.2013 tarih ve 28685 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29 ve ilgili diğer maddelerinde tanımlanan fiyat tespit raporu ve analist değerlendirme raporları kapsamında değildir.**



C. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu Rapor Alternatif Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. (kısaca “**Değerleme Şirketi**”) tarafından münhasıran **Şirket** yetkililerinin talebi üzerine Şirket yönetimi tarafından alınacak kararlara yardımcı olmak üzere, Şirket'in makul piyasa değerinin(*) belirlenmesi amacıyla olarak hazırlanmıştır.

İşbu Rapor, Şirket tarafından **Değerleme Şirketi**'ne verilen kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler ve/veya yan kaynaklardan elde edilen sözlü ve yazılı bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır. Verilen ve kamuya mal olmuş bilgilerin doğruluğu, Değerleme Şirketi tarafından özel / bağımsız olarak teyit edilmemiş / araştırılmamıştır. Ayrıca, Şirket'ten bu bilgilerin doğruluğunun teyit edilmesi talep edilmemiştir. Dolayısıyla, bu Rapor'un hazırlanmasında, özel / bağımsız doğrulamaya başvurulmadan, Şirket tarafından verilen tüm finansal ve diğer bilgilerin veya – tüm tahminler dahil olmak üzere – kamuya mal olmuş tüm bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü esas alınarak görüş bildirilmiştir.

Bu sebeple, Değerleme Şirketi, bu Rapor'un hazırlanmasında Şirket Yönetimi tarafından verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan yazılı veya sözlü iletişime veya ürünler ve hizmetler ile ilgili olarak Şirket tarafından yapılmış olan araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez.

Rapor'daki bilgilerin doğru olduğuna güvenilmekle birlikte; Değerleme Şirketi veya yöneticileri, çalışanları, acenteleri, danışmanları veya müşavirleri tarafından Rapor'da yer alan bilgilerin ve yorumların veya ilgili tarafa veya onun danışmanlarına sağlanan diğer yazılı veya sözlü bilgilerin doğru veya tam olmasına yönelik olarak açık veya örtülü herhangi bir beyan ve tekeffül verilmemiştir ve verilmeyecektir, bu konularda herhangi bir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Rapor'da yer alan veya almayan söz konusu bilgiler ve görüşlerdeki hatalar, eksik veya yanlış beyanlar, ihmaller veya diğerleri için açık veya örtülü hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemekte ve bu bilgilerle veya başka şekilde ortaya çıkabilecek kusur ve ihmalle ilgili olarak bütün sorumluluk açıkça reddedilmektedir.

(*) Makul piyasa değeri (fair market value), herhangi bir etki altında olmaksızın ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, değişime esas olarak kabul edilen değerdir.



C. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Özellikle ve ancak yukarıda ifade edilenlerin genel kural olma niteliğine hâlel gelmeksizin, Rapor'da yer alan gelecek projelerin, tahminlerin, beklentilerin veya diğer sözlü ve yazılı bilgilerin makullüğü veya başarısına ilişkin açık veya örtülü hiçbir beyan ve tekeffül verilmemiştir, verilmeyecektir ve açık veya örtülü hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul edilmemiştir veya kabul edilmeyecektir. Bu itibarla, ne Şirket, ne Değerleme Şirketi ve ne de onların ilgili yöneticileri, çalışanları, pay sahipleri, acenteleri, danışmanları veya müşavirleri, açıkça ve özellikle kabul edilmedikçe, herhangi bir kişinin Rapor'da yer alan herhangi beyan veya ihmale dayanmasının sonucu olarak veya gelecek irtibatlar nedeniyle uğradığı / uğrayacağı hiçbir doğrudan veya dolaylı kayıp ve zarardan sorumlu olmayacaktır.

Bu Rapor, Şirket'in değerlemesine ilişkin olarak ihtiyaç duyulabilecek bilgilerin haricindeki Şirket'e ait diğer tüm bilgileri içeriyor kabul edilmemelidir. Değerleme çalışmaları, Şirket'in muhasebe uygulamalarına ilişkin olarak herhangi bir çalışmayı içermemekte olup, bu çalışmanın yapılmış olması Şirket finansal tablolarının bağımsız denetimden geçirildiği anlamına gelmemektedir.

Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından verilen herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu durumda Değerleme Şirketi hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor'da belirtilen değer, fiili değerleme tarihi esas alınarak belirlenmiş olup; bu tarihten sonra ekonomik, piyasa ve diğer koşulların değişmesi halinde olabilecek maddi değişikliklerden dolayı Değerleme Şirketi sorumlu tutulamaz.

Şirket'in söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor, Şirket'in münhasır kullanımı için hazırlanmış olup, Şirket Rapor'u kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunabilir. Rapor'un teslimi ile Şirket, Rapor'da yer verilen bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde gizli tutulacağını Değerleme Şirketi'ne taahhüt eder.



C. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Rapor, Şirket'in münhasır kullanımı için hazırlanmış olup başka amaçlarla kullanamaz. Rapor **sınırlı sayıda üretilmiş olup**, hiçbir zaman Değerleme Şirketi'nin yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.



D. ETİK İLKELER

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun değerlendirme işlemlerinin temeli, peşin hükümlerden uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ

Şirket değerlemesi (herhangi bir şirketin olması gereken değerinin tespiti çalışmaları), genelde üç ana yöntem altında toplanabilecek tekniklerle yapılmaktadır.

- i. Piyasa Çarpanları Yöntemi
- ii. Özvarlık Yöntemi
- iii. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("İNA")



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ

E.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Bu yöntemle şirket değerleme (şirket piyasa değeri) veya başka bir deyişle hisse senedi fiyatlamasında genel olarak, değerlemeye konu şirketin, başta gerçekleşmiş/kamuya açıklanmış ekonomik finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkarak, benzer sektörlerde veya işlem göreceği/satışa sunulacağı piyasalarda yer alan ve **fiyatı oluşmuş hisse senetlerine göre “beklenen hisse senedi fiyatı”** tahmin edilmektedir. Bu belirlemede, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamalar kullanılmakta veya veri azlığı, piyasa sığılığı v.b. sebeplerde genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır.

Belli bir anda birden çok şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu şirketlere ait veriler arasında ilişki kurarak oluşturulan modeller, genel olarak piyasa çarpanları yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa çarpanlarına; **Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Piyasa Değeri/Net Satışlar, Fiyat/Nakit Akımları, Fiyat/Temettü Verimi** yöntemleri örnek gösterilebilir.

Ayrıca, yine piyasa verilerinden yola çıkarak değişkenlerin tek başına fiyatı belirleyemeyeceği düşüncesiyle, birden fazla değişkenin aynı anda fiyat üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik olarak kurulan ekonometrik modeller de mevcuttur (yatay kesit regresyon analizleri gibi).

E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ

E.2. Özvarlık (Özkaynak) Yöntemi (Tasfiye Değeri)

Özvarlık değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Özvarlık değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte diğer bir deyişle şirketin tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde **tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır**. Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir.

Yöntemin UFRS'ye daha uygun olan bir uygulaması da, “**düzeltilmiş özvarlık değeri**” yöntemidir. Bu yöntemde, şirket mali tabloları UFRS'ye uygun olarak rayiç değerlerle ifade edilir ve öz varlıklar bu düzeltilmiş mali tablolar esas alınmak suretiyle hesaplanır. Bu yöntemin uygulamasında, özellikle şirket aktifinde yer alan ve tarihi değerlerle ifade edilmiş varlıkların uluslararası standartlara uygun olarak, yetkili kuruluşlarca değerlemeye tabi tutulması önem arz etmektedir.



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ

E.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, özü itibarıyla, **Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının iskonto edilerek net bugünkü değeriyle ifadesidir**. Şirket'in gelişme trendini fiyatlara yansıtabiliyor olması sebebiyle, diğer yaklaşımlara göre üstünlükleri bulunmakta olup, tüm dünyada genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir analiz yöntemidir.

Bu analiz yöntemleri kullanılarak şirket değerlemesi gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalarda, üç temel girdi (veya bağımsız değişken) kullanılmaktadır.

Bunlar; şirketin gelecek yıllarda gerçekleştireceği nakit akımları, indirgeme oranı, Devam Eden Değer (**DED** veya **Terminal Değer**)'dir. DED, şirketin nakit akımlarının tahmin edildiği dönemden (genellikle 5-10 yıl) sonra sonsuza kadar alacağı değerdir.

Her türlü şirket yatırımının şirkete nakit olarak dönüşünün uzun yıllara yayılması, DED'in şirket değeri içerisinde (çoğu analizlerde %50'ler seviyelerinde veya daha yüksek) yüksek değerlere ulaşması sonucunu doğurmakta, bu husus ise analizlerde DED'in tahminini en az iskonto oranı kadar önemli kılmaktadır.

Bu sebeple, teoride DED'in hesaplanmasında, “*Sürekli ve Sabit Büyüme Modeli*”, “*Değer Sürücüsü Modeli*” ve “*Ekonomik Kar Yöntemi*” gibi ayrı modeller geliştirilmiş, hatta DED'i dikkate almayan bazı İNA yaklaşımları da (Tasfiye Değeri Yöntemi ve Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemi gibi) geliştirilmiştir.



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ

E.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

DED'in hesaplanmasında sürekli ve sabit büyümeyi esas alan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre, bir şirketin değeri, o şirketin gelecek yıllardaki faaliyetleri sonucunda yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olup aşağıda sunulan denklem, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

CF (Cash Flow)	=	Serbest Nakit Akımı
r (AOSM)	=	İskonto Oranı (enflasyon + risk seviyesini yansıtan reel getiri)
g (Büyüme)	=	Nakit Akımlarının (n + 1) yılından itibaren büyüme hızı



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ**E.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

Şirketin gelecekte yaratması beklenen değer belirlenmesi için yapılan uzun dönemli projeksiyonlar sonunda, şirketin devam eden değeri hesaplanarak nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilmekte ve şirketin bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

Şirketin, gelecekte yaratması beklenen serbest nakit akımlarının belirlenebilmesi için beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılmakta ve elde edilen nakit akımları, şirketin sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine göre belirli bir iskonto oranı ile indirgenerek, şirketin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Nakit Akımı Modelinde, iskonto edilen nakit akımı aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Faaliyet	=	+	Faaliyet Karı (FVÖK)
Nakit Akımı			(Earning Before Interest and Taxes - EBIT)
		+	Cari Yıl Amortisman Gideri
		-	Nakit Akımlarının Ait Olduğu Dönemde Ödenen Vergi
		+	Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
		-	Sabit Kıymet Yatırımları
		-/+	Net İşletme Sermayesindeki Artış ya da Azalış



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ**E.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

İskonto Oranı, girişimcilerin yaptıkları yatırım karşılığında talep ettikleri reel getiri oranı ile enflasyon oranının bileşik toplamını temsil etmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının günümüz değerine getirilmesinde kullanılan iskonto oranı, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) esas alınarak hesaplanmakta ve AOSM aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$\text{AOSM} = K_e \times E/(D+E) + K_d \times (1-t) \times D/(D+E)$$

K_e : Sermaye Maliyeti (Özkaynak Maliyeti)

K_d : Borçlanma Maliyeti

D: Finansal Borcun Piyasa Değeri

E: Sermayenin Piyasa Değeri

t: Efektif Vergi Oranı

Yukarıda yer alan ifadeden de anlaşılacağı gibi AOSM, sermaye maliyeti ile borç maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ifadede yer alan borçlanma maliyeti, şirketin mevcut borçlanma maliyeti olabileceği gibi, eğer gelecek yıllarda şirketin tahmini borçlanma maliyetinin mevcut borçlanma maliyetinden farklı olacağı düşünüüyorsa, tahmini borçlanma maliyeti ile de ifade edilebilir.

Sermaye maliyeti (özkaynak maliyeti) ise şirketin içerisinde bulunduğu ülkenin, sektörün ve şirketin risk seviyesine göre aşağıda sunulan tanım esas alınarak hesaplanan maliyettir.

$$\text{Sermaye Maliyeti } (K_e) = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

β : Beta Katsayısı

R_f : Risksiz Getiri Oranı

$R_m - R_f$: Risk Primi



E. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ**E.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

İNA uygulamasında Ekonomik Kar Yöntemi (**EVA**), gerek tahmin dönemine ilişkin nakit akımlarının, gerekse DED'in hesaplanmasında yatırılan sermayenin şirket değerine katkısını esas almaktadır. Yöntem, en basit ifade ile şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farkı, diğer bir deyişle yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın, yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değeri hesaplamaktadır.

$$\text{EVA} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} \times \text{AOSM}) \text{ ya da}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{AOSM}) \times \text{Yatırılan Sermaye}$$

(NOPLAT Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı;

ROIC Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri)



F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Küresel finansal piyasalardaki iktisadi politika belirsizliğinde yıl başından bu yana görülen azalış eğilimi, son Rapor dönemi itibarıyla sürmektedir (Grafik 1.1.1). Fed para politikasındaki normalleşme sürecinin bilanço küçültme açısından kısmen netleşmesi ve Avrupa Birliği üyesi bazı ülkeler ile İngiltere'deki seçim sürecinin tamamlanması, söz konusu belirsizliğin azalmasında rol oynamıştır. Öte yandan, Almanya'da seçim sonrası başlayan belirsizlik devam etmektedir.

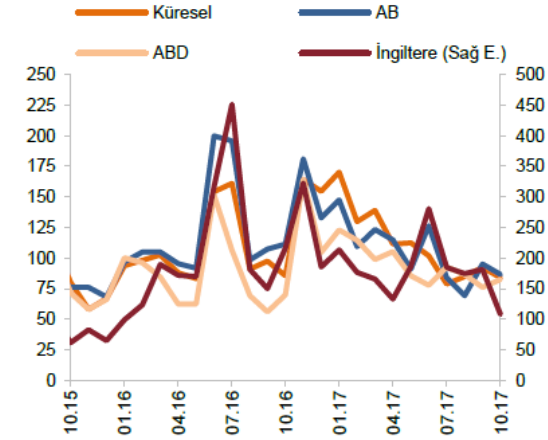
ABD'de enflasyonun Fed'in hedefi olan yüzde 2'den aşağı yönlü sapması, para politikasındaki normalleşme sürecinde, Fed üyelerinin politika faizi tahminlerinin piyasa beklentilerine orta vadede yakınsamasını beraberinde getirmiştir (Grafik 1.1.2). İşsizlik oranlarında, kriz sonrası dönemde görülen en düşük seviyeye ulaşılması ve iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergelerdeki iyileşme, Fed'in yılın kalan döneminde faiz artışına gitme olasılığını güçlendirmiştir. Bununla beraber, enflasyon seviyesindeki seyir ve bazı Fed üyelerinin atanma süreci, faiz artırımlarına ilişkin yol haritasında belirleyici olacak unsurlar arasında yer almaktadır.

Gelişmiş ülke merkez bankaları para politikasına bakıldığında; 2017 yılı Haziran ayındaki toplantısında Fed, bilançosunu küçültme sürecine dair teknik detayları kamuoyu ile paylaşmış olup, bilanço küçültme sürecinin para politikasının etkin yürütülmesine engel olmayacak seviyeye ulaşana kadar, kademeli ve öngörülebilir olacağını duyurmuştur. Diğer taraftan, düşük banka kârlılığı, tahsili gecikmiş alacaklar sorunu gibi finansal sisteme ilişkin endişelerin devam ettiği AB'de, Avrupa Merkez Bankası'nın 2018 yılı başından itibaren aylık varlık alım tutarını azaltmasına karşın genişleyici para politikasını sürdürmesi beklenmektedir. Orta vadede enflasyonun hedeflenen düzeyinden uzak kalacağı öngörülen Japonya'da da para politikası, genişleyici görünümünü korumaktadır.

2017 yılı başından bu yana küresel iktisadi politika belirsizliği azalmıştır.

Grafik 1.1.1

İktisadi Politika Belirsizliği Endeksleri
(Endeks, 2012=100)



Not: Endeksler seviye olarak kendi arasında karşılaştırılabilir değildir.

Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 10.17)

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2017



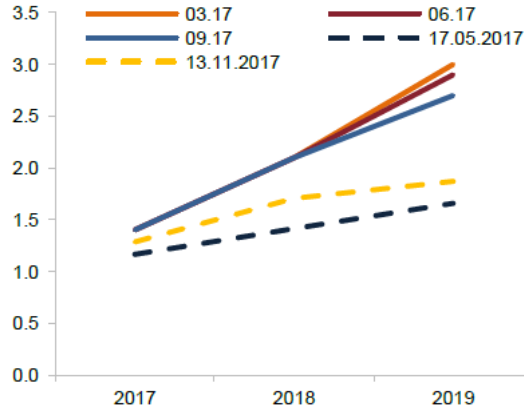
ALTERNATİF
Bağımsız Denetim ve Y.M.M. A.Ş.

F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Piyasa katılımcıları Fed politika faizinde daha yumuşak bir patika öngörmektedir.

Grafik I.1.2

FOMC Üyelerinin Medyan Politika Faizi Tahminleri (Düz Çizgiler) ve Piyasa Beklentileri (Kesikli Çizgiler) (Yüzde)



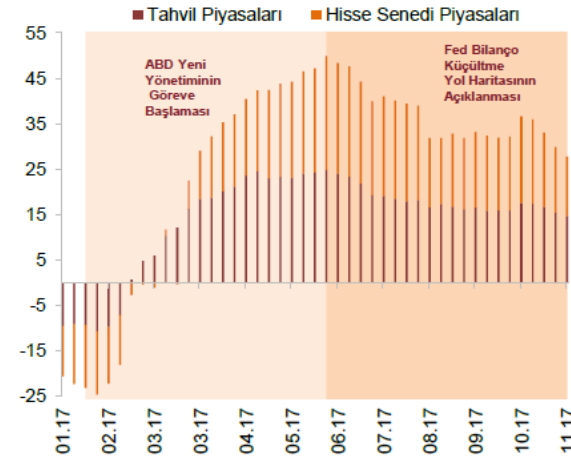
Not: Kesikli çizgiler 30 günlük Fed fonları futures faiz oranlarını göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg

2017 yılı başından itibaren GOÜ'lere yönelik portföy akımları devam etmektedir.

Grafik I.1.3

GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları
(Milyar ABD Doları, 13 Hafta Birikimli)



Kaynak: EPFR (Son Veri: 08.11.17)

F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

2017 yılı başından itibaren yüksek seyreden küresel risk iştahı ve yüksek getiri arayışı nedeniyle GOÜ'lere yönelik portföy akımları üçüncü çeyrekte itibaren bir miktar ivme kaybetmiş olsa da devam etmektedir (Grafik I.1.3). Küresel iktisadi görünüme ilişkin öncü göstergelerin güçlenmesi ve Fed'in bilanço küçültme kararının kısmen netleşmesi ile söz konusu dönemde, yüksek getirili borçlanma ve sermaye piyasası araçlarına olan güçlü talep korunmaktadır. Küresel likidite koşulları ve risk iştahındaki artışa bağlı olarak, portföy girişlerinin yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde risk primleri de iyileşmiştir (Grafik I.1.4).

Küresel finansal piyasalarda risk iştahının artması ve belirsizliğin kısmen azalması ile birlikte borsa endeksleri, bir önceki Rapor döneminden bu yana özellikle GOÜ'lerde ve ABD'de güçlü performans sergilemiştir (Grafik I.1.5). Son Rapor dönemine kıyasla gelişmiş ülke tahvil getirileri istikrarlı bir seyir izlemiştir (Grafik I.1.6). GOÜ'ler genelinde ise, sermaye hareketleri ile bağlantılı olarak tahvil getirilerinde azalış görülmüştür (Grafik I.1.7).

2017 yılı Ocak ayından bu yana GOÜ piyasalarında yaşanan yüksek portföy girişlerine bağlı olarak GOÜ para birimleri ABD doları karşısında değer kazanmıştır (Grafik I.1.8). Benzer şekilde önde gelen gelişmiş ülke para birimleri de ABD doları karşısında güçlenmiştir. Söz konusu değer kazançlarında bu ülkelerde iç politika gelişmelerinden kaynaklanan belirsizliklerin azalması da rol oynamıştır.

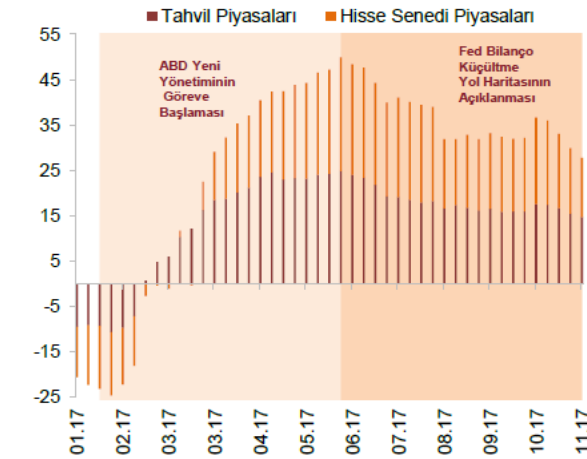
Küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma genele yaygın olmamakla birlikte, GOÜ'lerden gelen destekle sürmektedir (Grafik I.1.9). Büyümeye ilişkin öncü göstergeler ve siyasi belirsizliklerin azalması, başta AB olmak üzere gelişmiş ülkelerde büyümenin devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik I.1.10). ABD'de satın alma yöneticileri endeksinin kısmen zayıflamasında, önümüzdeki dönemde uygulanması öngörülen genişleyici maliye ve ticaret politikalarına ilişkin belirsizliğin rol oynadığı değerlendirilmektedir.

2017 yılı başından itibaren GOÜ'lere yönelik portföy akımları devam etmektedir.

Grafik I.1.3

GOÜ'lere Yönelen Haftalık Fon Akımları

(Milyar ABD Doları, 13 Hafta Birikimli)



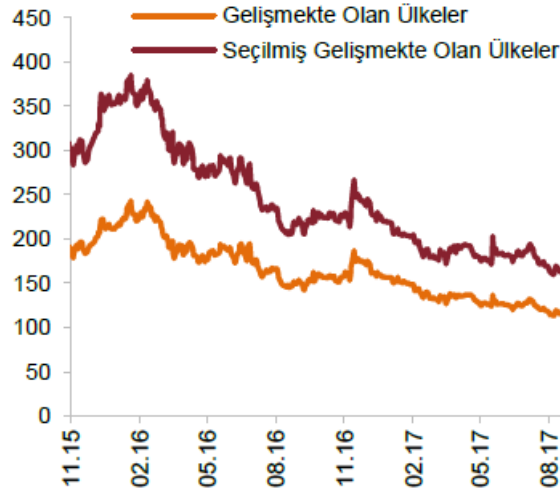
Kaynak: EPFR (Son Veri: 08.11.17)

F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Artan risk iştahı ile birlikte GOÜ CDS primlerinde iyileşme görülmüştür.

Grafik I.1.4

GOÜ'lerde CDS Primleri
(Baz Puan)



Not: GOÜ'ler arasında Brezilya, Çekya, Endonezya, G. Afrika, Kolombiya, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Şili yer almaktadır. Seçilmiş GOÜ'ler ortalaması hesaplanırken Brezilya, Endonezya ve Güney Afrika CDS primleri kullanılmıştır.

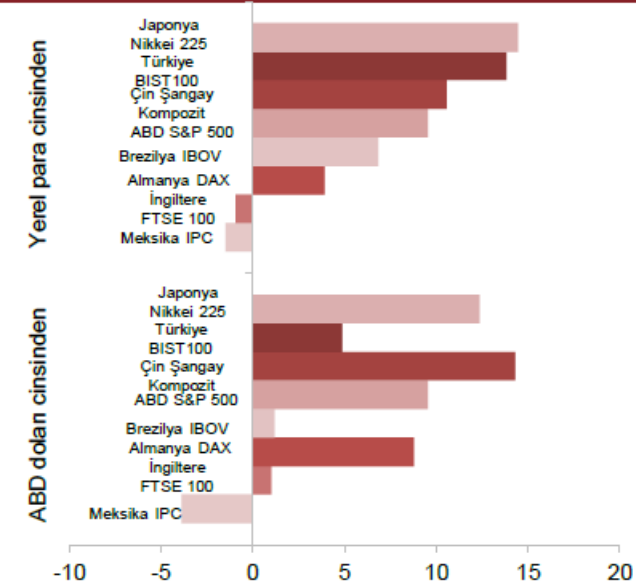
Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 10.11.17)

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsa endeksleri güçlü performans ortaya koymuştur.

Grafik I.1.5

Borsa Endeksleri

(Yüzde Değişim, 17.05.2017-12.11.2017)



Kaynak: Bloomberg



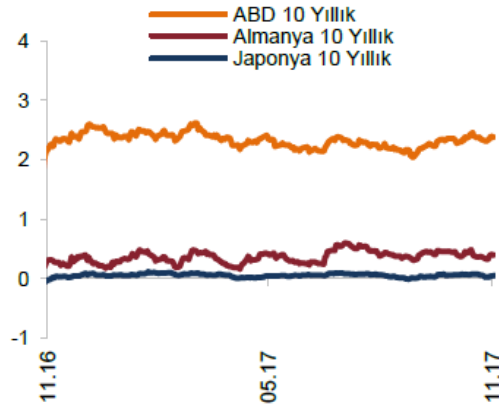
ALTERNATİF
Bağımsız Denetim ve Y.M.M. A.Ş.

F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

2017 yılından itibaren, ABD doları, önde gelen para birimleri ve GOÜ para birimleri endeksi karşısında değer kaybetmiştir.

Grafik I.1.6

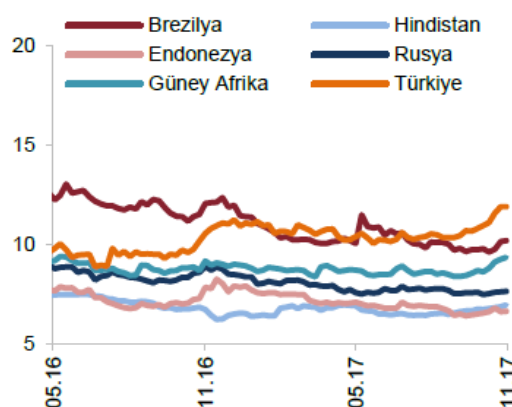
Gelişmiş Ülkelerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (Yüzde)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.11.17)

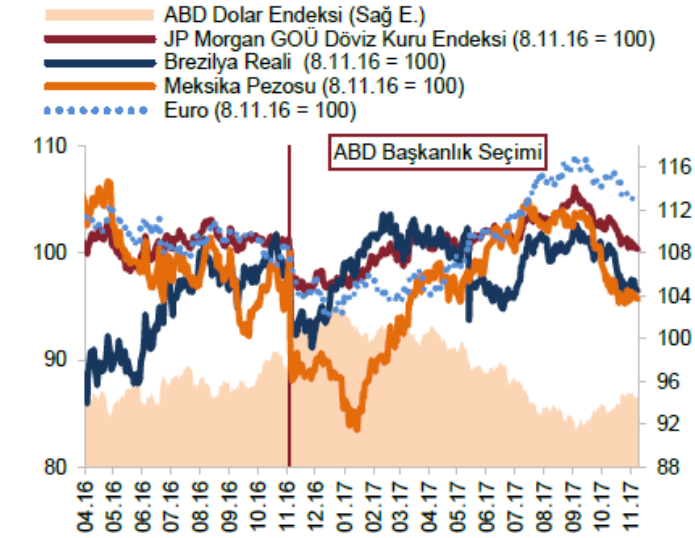
Grafik I.1.7

GOÜ'lerde 10 Yıllık Hazine Tahvil Getirileri (Yüzde)



Grafik I.1.8

Döviz Kuru Endeksleri



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 13.11.17)

F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Çin ve Hindistan hariç GOÜ'lerdeki büyüme oranı, 2014 yılı Haziran ayından bu yana, 2017 birinci çeyrek itibarıyla, ilk defa gelişmiş ülke büyüme oranlarının üzerine çıkmıştır. Çin'de artan iç talep ve yılın ilk yarısında beklentilerin üzerinde gelen büyüme performansı küresel büyümeyi desteklemiştir. Diğer taraftan, Çin'deki gölge bankacılık ve yüksek borçluluk finansal kırılganlık unsuru olarak değerlendirilmeye devam etmektedir. Hindistan'da ise yapısal reformlar nedeniyle büyüme hızı bir miktar ivme kaybetmiştir. GOÜ büyümesindeki ivmelenmede, Brezilya, Rusya, Türkiye ve ASEAN-5 ülkeleri katkıda bulunmuştur.

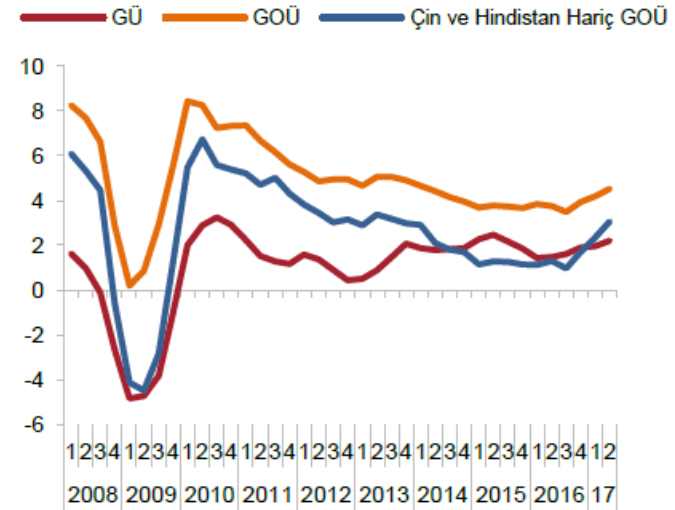
Küresel talebe bağlı olarak emtia fiyatlarında 2016 yılından bu yana görülmekte olan artış eğilimi devam etmektedir (Grafik I.1.11). Son Rapor döneminden bu yana genel emtia endeksinin yükselmesinde gelişmiş ülke ve Çin ekonomilerindeki iç talep canlanması rol oynamıştır. Bir önceki Rapor dönemine kıyasla petrol fiyatlarında da artış görülmüştür. OPEC tarafından petrol üretim kısıtlamasının ne ölçüde uygulanacağı, Nijerya ve Libya'da üretimin toparlanması ve beklentilerin üzerinde artan ABD kaya gazı üretimi, petrol fiyatlarındaki artışın yönü ve hızı üzerinde etkili olan unsurlar arasında yer almaktadır.

ABD'de uygulanması öngörülen maliye ve ticaret politikalarındaki belirsizlik, küresel yüksek borçluluk, özellikle AB'de düşük seyreden banka kârlılıkları ve tahsili gecikmiş alacaklar sorunu gibi kırılganlık unsurları ile jeopolitik gelişmeler küresel finansal istikrara ilişkin gündemde yer almaktadır. Ayrıca, dijital para ve kitle fonlaması ile menkul kıymet piyasalarındaki yüksek frekanslı işlemler (Bakınız Kutu I.1.I ve Kutu I.1.II), başta Finansal İstikrar Kurulu (FSB) olmak üzere uluslararası finansal kuruluşlar tarafından yakından takip edilmektedir. Bu çerçevede, ülkelerin küresel finansal reformlara uyumu ve söz konusu reformların olası etkilerinin yakından takip edilmesi ve yapısal sorunlara yönelik etkin politikaların devreye alınması önem arz etmektedir.

Son dönemde, Çin ve Hindistan hariç GOÜ'ler, gelişmiş ülkelere kıyasla daha güçlü bir büyüme görünümü sergilemiştir.

Grafik I.1.9

Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yıllık Büyüme Oranları (Yüzde Değişim)

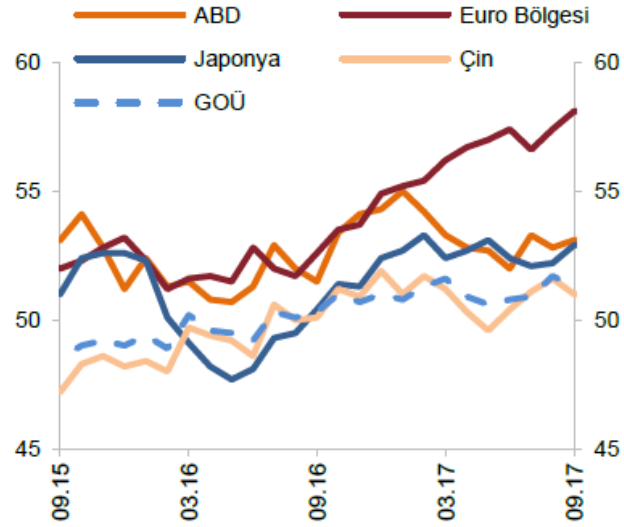


Not: Gelişmiş Ülkeler: ABD, Euro Bölgesi, Japonya, İngiltere, Kanada, G.Kore, İsviçre, İsveç, Norveç, Danimarka, İsrail. GOÜ'ler: Çin, Brezilya, Hindistan, Meksika, Rusya, Türkiye, Polonya, Endonezya, G.Afrika, Arjantin, Tayland, Malezya, Çekya, Kolombiya, Macaristan, Romanya, Filipinler, Ukrayna, Şili, Peru, Fas.

Kaynak: Bloomberg, TCMB (Son Veri: 06.17)

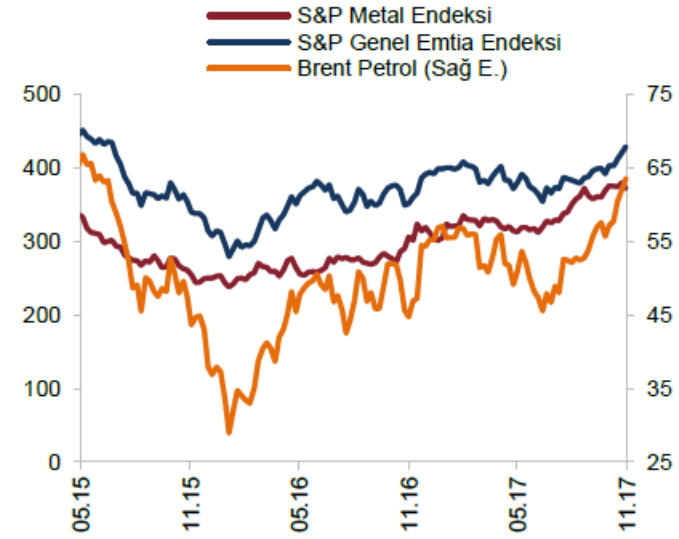
F. KÜRESEL EKONOMİK GÖRÜNÜM

Grafik I.1.10
İmalat Sanayi PMI Endeksleri



Kaynak: Bloomberg, TCMB (Son Veri: 09.17)

Grafik I.1.11
Emtia Fiyatları
(Endeks, ABD Doları)



Kaynak: Bloomberg (Son Veri: 10.11.2017)

G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

2017 yılının ilk iki çeyreğinde iktisadi faaliyet hem nihai yurt içi talep hem de net ihracatın olumlu katkısı ile büyümüştür (Grafik I.2.1). Büyüme ikinci çeyrekte birinci çeyreğe göre sınırlı miktarda azalmakla birlikte yüzde 5 civarında seyretmiştir. Ayrıca, söz konusu dönemde makine-teçhizat yatırımları ve kamu tüketimi bir önceki yılın aynı dönemiyle kıyaslandığında azalırken, yurt içi talep kompozisyonunda yer alan özel tüketim, inşaat yatırımları ve bunlara ek olarak net ihracat yıllık büyümenin ardındaki temel faktörler olmuştur. Son dönemde makine-teçhizat yatırımlarında kısmi bir toparlanma beklenmektedir.

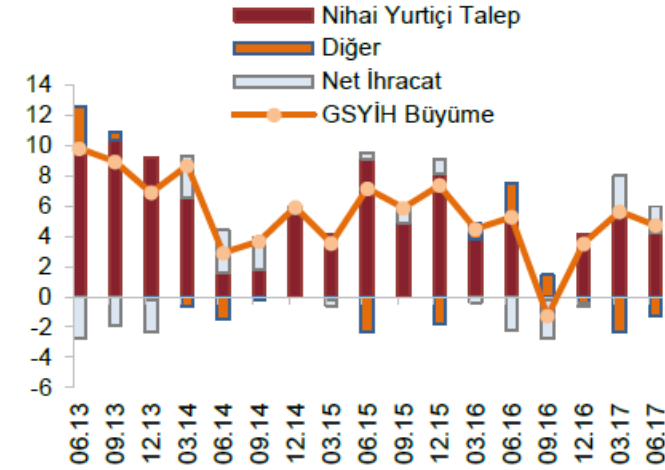
2016 yılının üçüncü çeyreğinde sanayi üretiminde gözlenen daralmanın ardından aynı yılın son çeyreğinde görülen toparlanma 2017 yılının ilk yarısında artarak sürmüştür (Grafik I.2.2). Destek ve teşviklerin olumlu katkısıyla bu tablo güçlü seyrini üçüncü çeyrekte de korumuş ve işsizliğin azalmasına yardımcı olmuştur.

İşsizlik oranı 2017 yılının başındaki seviyelere göre belirgin olarak azalmıştır (Grafik I.2.3). Bunun sonucunda Ağustos ayında işsizlik oranı yüzde 10,8'e gerilemiştir. Bu gelişmede iktisadi faaliyeti güçlendirmeye ve istihdamı artırmaya yönelik uygulanan politikalar etkili olmuştur. Fakat ihracatçı olmayan KOBİ'lerdeki toparlanmanın nispeten sınırlı kalması büyümenin yatırımlara ve iş gücü piyasasına yansımalarını kısıtlamaktadır. Nüfus ve işgücüne katılım oranındaki artış da işsizlikteki azalmayı sınırlandırmıştır. Buna karşılık öncü göstergeler, sanayi üretim endeksi ve büyüme trendi ile birlikte değerlendirildiğinde işsizlikteki azalmanın önümüzdeki dönemde de devam edebileceğine işaret etmektedir.

2017 yılı ilk yarısında güçlü bir büyüme gözlenmiştir.

Grafik I.2.1

Harcama Yönünden Yıllık Büyümeye Katkılar
(Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK (Son Veri: 06.17)

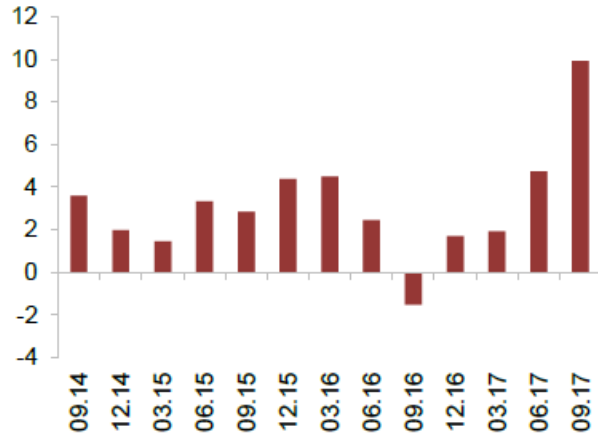
G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretim endeksi 2017 yılında teşviklerin de etkisiyle gelişmiştir.

Grafik I.2.2

Sanayi Üretim Endeksi

(Mevsim ve Takvim Etkisinden Arındırılmış Yüzde Değişim)



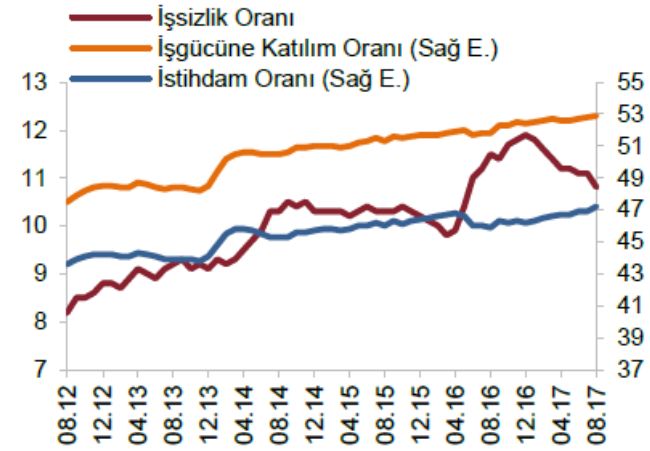
Kaynak: TÜİK (Son Veri: 09.17)

İşsizlik oranı 2017 yılı itibarıyla düşüşe geçmiştir.

Grafik I.2.3

İşgücü

(Mevsimsellikten Arındırılmış Yüzde)



Kaynak: TÜİK (Son Veri: 08.17)

G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

Merkezi yönetim bütçe açığı ikinci çeyreğin sonunda yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir (Grafik I.2.4). Tüketim ve yatırım teşviklerinin de etkisiyle merkezi yönetim bütçe harcamalarının GSYİH'ye oranı 2017 yılının ilk iki çeyreğinde hız kaybetmekle beraber 2016 yılındaki artış eğilimini sürdürmüştür. Söz konusu ivme kaybı sonucunda 2017 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla bu oranın 2016 yılının aynı dönemine kıyasla 0,9 puan artarak yüzde 1,7 seviyesinde olacağı öngörülmektedir.

2017 yılının ilk iki çeyreğinde dış ticaret büyümeye olumlu yönde katkı sağlamıştır (Grafik I.2.5). AB bölgesi ve küresel ekonomideki güçlenen büyüme eğilimi mal ihracatını, turizmde yaşanan canlanma sonucu gelirlerde gözlenen artışlar da hizmet ihracatını desteklemiştir. Öte yandan özellikle üçüncü çeyrekte altın hariç mal ithalatında sınırlı, altın ithalatında kuvvetli artış sonucunda, ihracatın ithalatı karşılama oranında düşüş yaşanmıştır.

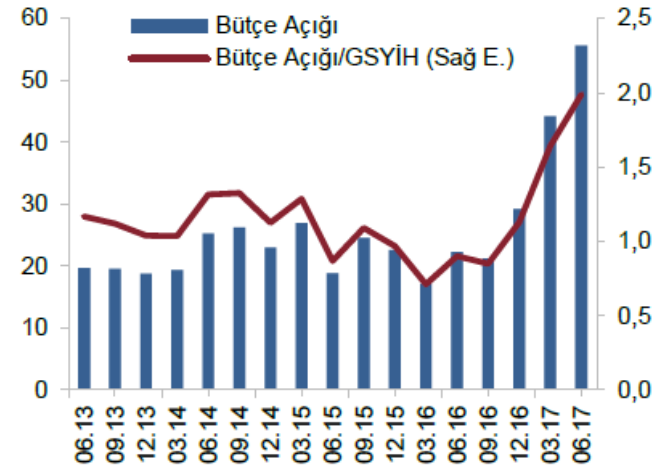
Finansal sistem kanalıyla iktisadi faaliyeti desteklemek için uygulanan makroihtiyati politikalar ile teşvikler 2017 yılında ekonomiye ivme kazandırmada etkili olmuştur. Öte yandan net altın ithalatı ve enerji fiyatlarındaki yükselmeyle dış ticarete sınırlı miktarda bozulma yaşanmasına rağmen 2017 yılı ilk yarısında cari açıkta aynı durum gözlenmemiştir (Grafik I.2.6). Ayrıca, 2017 yılı itibarıyla GSYİH'deki artışa rağmen cari işlemler dengesinde kayda değer bir bozulma yaşanmamış, sıkı para politikası ile mali tedbir ve teşvikler koordineli bir şekilde uygulanmaya devam etmiştir.

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2017

Merkezi yönetim bütçe açığı teşvik paketlerinin de etkisiyle artışını sürdürmüştür.

Grafik I.2.4

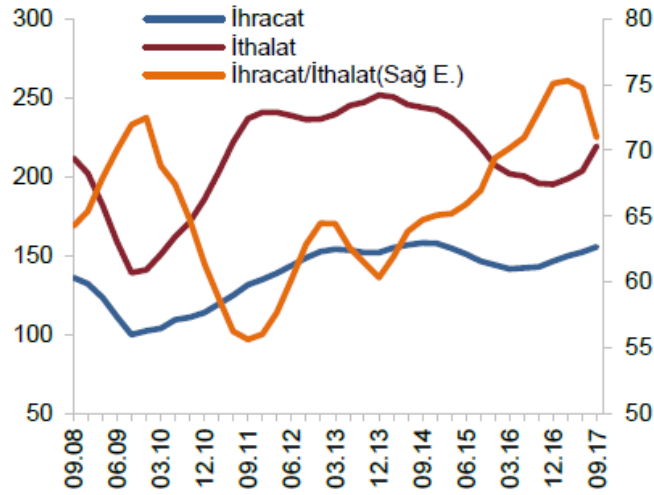
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi
(12 Aylık Birikimli, Milyar TL, Yüzde)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son Veri: 06.17)

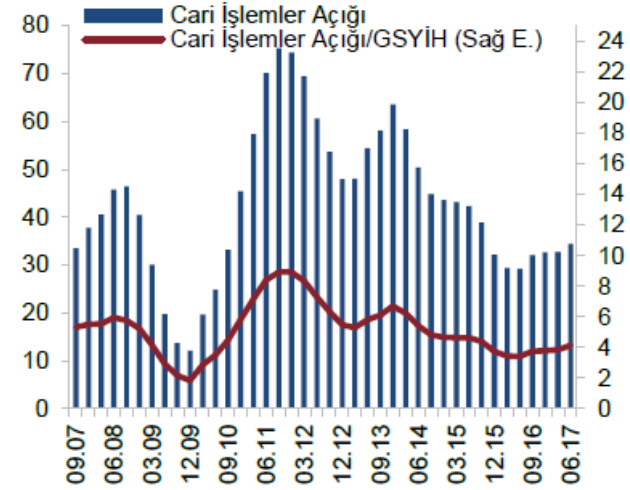
G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

Grafik I.2.5

Dış Ticaret
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, Yüzde)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son Veri: 09.17)

Grafik I.2.6

Cari Açık
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları, Yüzde)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı (Son Veri: 06.17)

G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

Son Rapor döneminden bu yana cari açığın finansmanında doğrudan yatırımlar içsel ve dışsal şoklara rağmen payını korurken portföy akımlarının payı artmıştır (Grafik I.2.7). Küresel piyasalarda normalleşme süreci kapsamında artan risk iştahı portföy akımlarının yükselmesinin ardındaki temel sebep olmuştur.

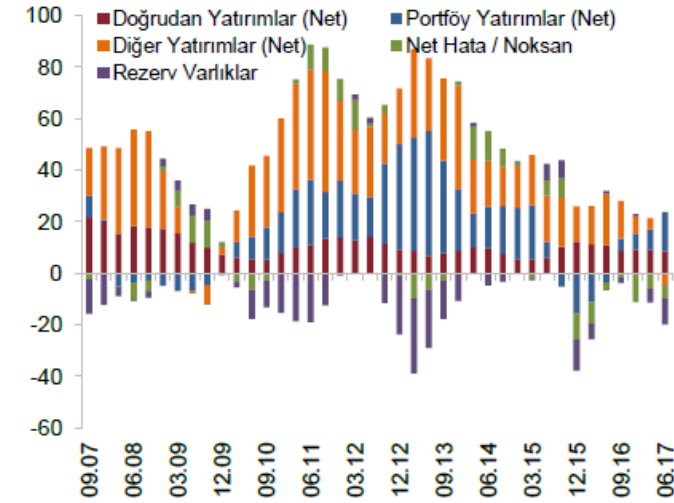
2017 yılı başından bu yana brüt rezervler ve kısa vadeli dış borç stoku artış eğilimini sürdürmektedir (Grafik I.2.8). Bunun sonucunda TCMB brüt rezervlerinin kısa vadeli dış borç stokuna oranı yüzde 100 seviyesinde yatay seyretmektedir.

Yılın ikinci çeyreğinde ılımlı bir seyir izleyen temel enflasyon göstergelerinden B ve C'nin yıllık değerleri üçüncü çeyrek itibarıyla yaklaşık 1,5 puan artarak sırasıyla yüzde 10,89 ve 10,98 olarak gerçekleşmiştir (Grafik I.2.9). İkinci çeyrekte B ve C göstergelerinden farklı olarak düşüş gözlenen TÜFE, Temmuz ayı itibarıyla söz konusu endekslerle benzer bir görünüm sergilemiştir. Başta petrol ve ana metaller olmak üzere ithalat fiyatlarında gözlenen artış ve kur hareketlerinin olumsuz etkisi TÜFE'nin Eylül ayında yüzde 11,2 Ekim ayında yüzde 11,9 olarak gerçekleşmesinde etkili olmuştur. İlk iki çeyrekte yüksek bir artış trendi içerisinde olan yıllık gıda enflasyonu üçüncü çeyrekte 1,84 puan azalmıştır.

TCMB sıkı para politikası duruşunu devam ettirmekte ve ortalama fonlama faizi bu sıkı duruşu yansıtmaktadır (Grafik I.2.10). Bununla beraber 2017 yılında sağlanan destekleyici tedbir ve teşvikler parasal aktarım mekanizmasının etkilerini bir miktar geciktirmiştir. Kredi büyümesinin normalleşmesi para politikasının etkinliğini artıracak bir mahiyet taşımaktadır.

Grafik I.2.7

Cari Açığın Finansman Kalemleri
(12 Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)

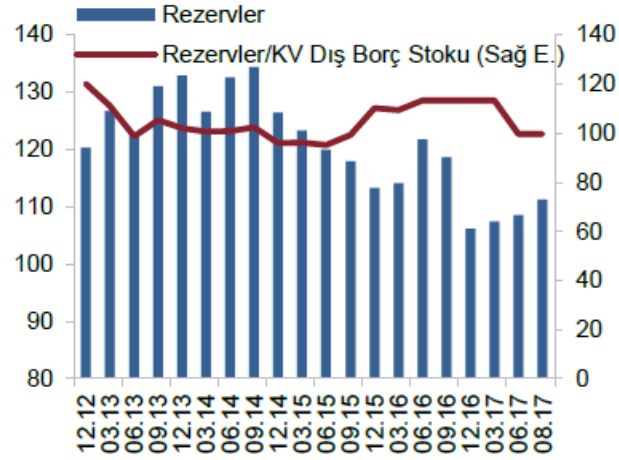


Kaynak: TCMB (Son Veri: 06.17)

G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

Grafik I.2.8

Kısa Vadeli Dış Borç Stoku ve TCMB Brüt Rezervleri
(Milyar ABD Doları, Yüzde)

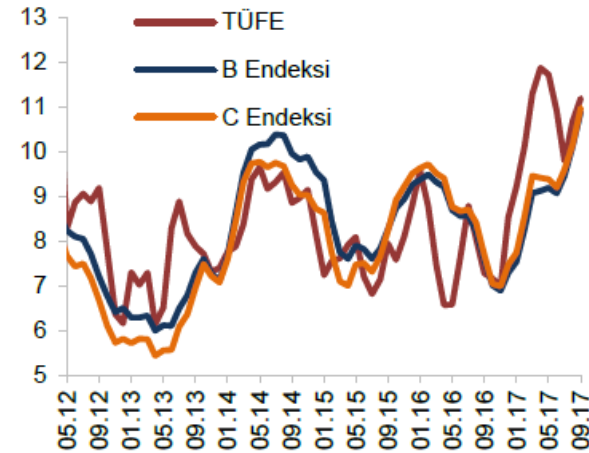


Kaynak: TCMB (Son Veri: 08.17)

2017 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde azalan tüketici enflasyonu Ağustos ayı itibarıyla tekrar yükselişe geçmiştir.

Grafik I.2.9

Fiyat Endeksleri
(Yıllık Yüzde Değişim)



Not: TÜİK tarafından yayımlanmaya başlayan özel kapsamlı göstergelerden B ve C endeksleri, 2017 yılı öncesinde yayımlanan H ve I endekslerinin devamıdır.

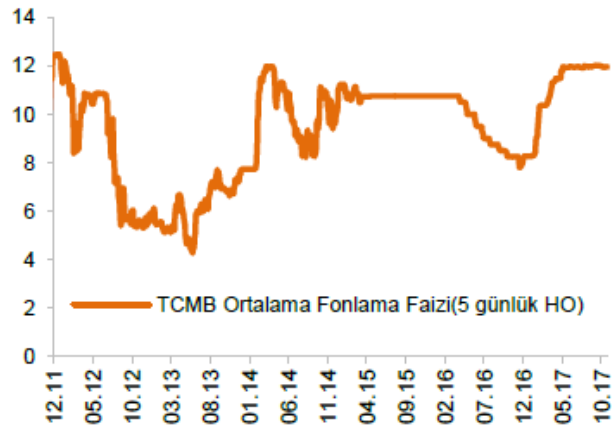
Kaynak: TCMB (Son Veri: 09.17)

G. TÜRKİYE EKONOMİSİ

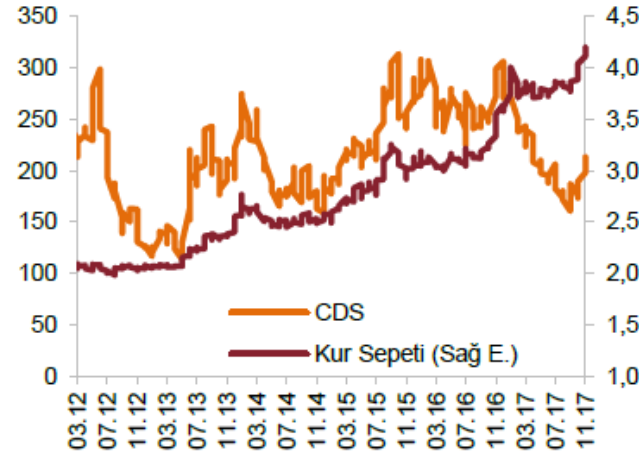
Jeopolitik gelişmeler ve gelişmiş ülkelerin para politikası normalleşme süreçlerine dair yapılan açıklamalar, son Rapor döneminden bu yana yatay seyrini koruyan kur sepetinde Eylül ayının ikinci yarısından itibaren oynaklığa yol açmıştır (Grafik I.2.11). Söz konusu dönemde Türk lirası, diğer gelişmekte olan ülke para birimlerinden jeopolitik gelişmelerin etkisiyle olumsuz yönde ayrılmıştır. Öte yandan, küresel piyasalarda gözlenen dalgalanma ve belirsizliklerin 2017 itibarıyla azalması ülke varlıklarına yönelik risk algılamalarında olumlu bir seyir ortaya çıkarmıştır. Ancak son dönemde CDS primlerinin artmaya başladığı gözlenmektedir.

TCMB ortalama fonlama faizi son dönemde yatay bir görünüme sahiptir.

Grafik I.2.10
Faiz Gelişmeleri
(Yüzde)



Grafik I.2.11
Kur Sepeti ve CDS
(Baz Puan, TL)



Not: Kur sepeti, ABD doları ve euro kurlarının aritmetik ortalamasıdır.

Kaynak: TCMB ve Bloomberg (Son Veri: 11.17)



ALTERNATİF
Bağımsız Denetim ve Y.M.M. A.Ş.

H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

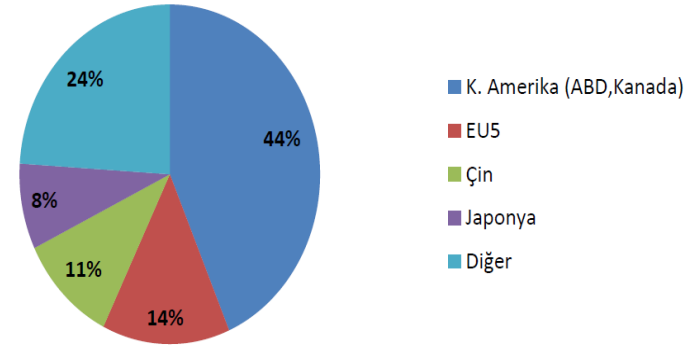
H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu

Demografik değişim, ortalama yaşam süresinin artışı, hastalık paternlerindeki değişimler, sosyal küreselleşme, sağlık hizmetlerine erişimdeki anlamlı artış ve sosyal devlet olgusunun doğuşu dünya ilaç sektörünün büyümesinde önemli rol oynamıştır. Toplam ilaç pazarı 2016 yılı itibariyle 1,1 trilyon ABD Doları'nın üzerinde gerçekleşmiştir.

Dünya ilaç pazarının %95'ine uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketler sahiptir. Gelişmiş ülkelerdeki yoğun tüketim yine gelişmiş ülkelerdeki üretimle karşılanmaktadır. IMS verilerine göre, 2016 yılında dünya ilaç harcamalarının %44'ünü Kuzey Amerika (ABD ve Kanada), %14'ünü EU51 ülkeleri oluşturmaktadır.

2016 yılında dünya ilaç pazarında onkoloji, kardiyovasküler, ağrı, diyabet gibi tedavi gruplarında ilaç harcamalarının diğer tedavi gruplarına göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Şekil 1 - Ülke ilaç harcamalarının dünyadaki payı (%)

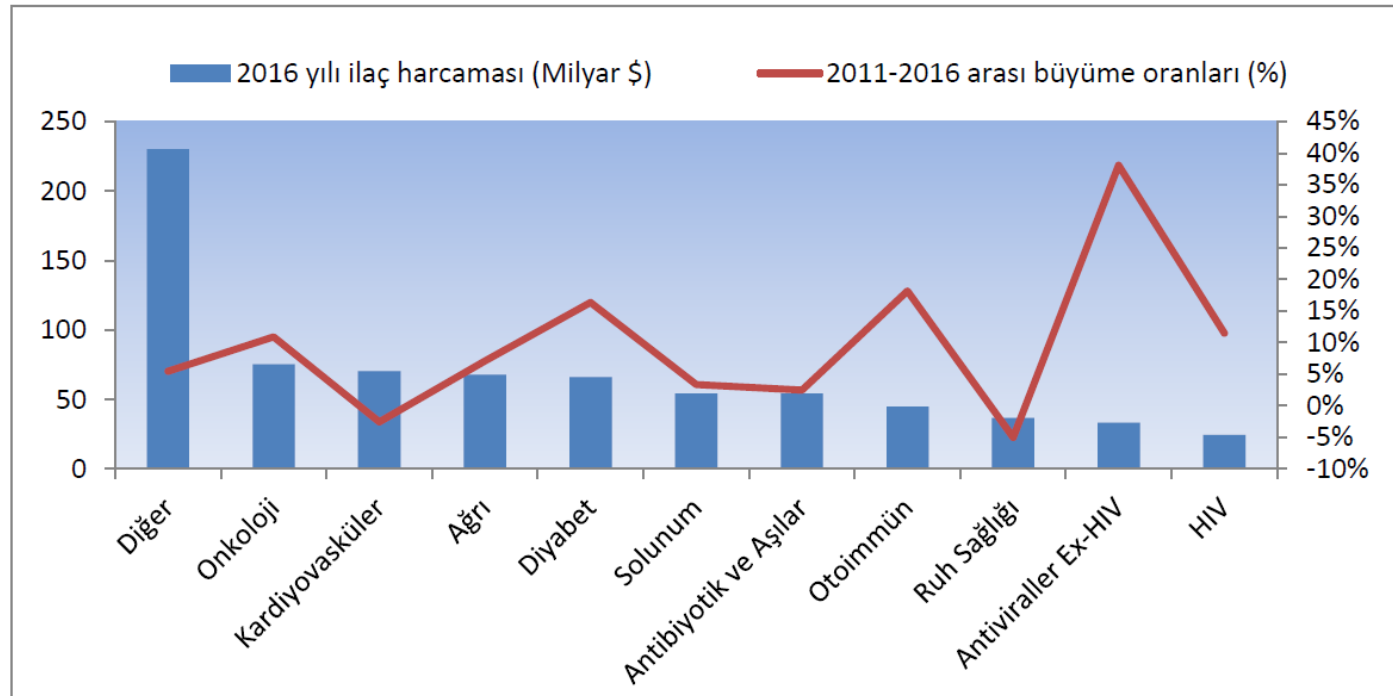


Kaynak: QuintilesIMS Institute, SGM Hesaplamaları 2016

H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu

Şekil 2 - Önde gelen tedavi grupları 2016 yılı harcamaları ve büyüme oranları



Kaynak: QuintilesIMS Institute, SGM Hesaplamaları 2016

2016 yılı Forbes Global 2000 listesinden derlenen, satış rakamına göre dünyanın ilk 10 ilaç ve biyoteknolojik ilaç firmaları Tablo 1'de sunulmuştur. Söz konusu firmalar, dünya ilaç sektörünün halka arz edilmiş ticari liderleri konumundadır.



H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu

Tablo 1 - Küresel satışa göre ilk 10 ilaç firması

Firma	Ülke	Satış (Milyar \$)	Kar (Milyar \$)	Pazar Değeri (Milyar \$)
Johnson & Johnson	ABD	70,2	15,4	133,4
Roche Holding	İsviçre	50	9,2	222,2
Novartis	İsviçre	49,4	17,6	203,8
Pfizer	ABD	48,9	7,7	205,7
Sanofi	Fransa	40,5	4,8	115,4
Merck & Co	ABD	39	4,4	157,3
GlaxoSmithKline	İngiltere	36,6	12,9	104,2
Gilead Sciences	ABD	32,2	18,1	138,1
AstraZeneca	İngiltere	24,7	2,8	75
AbbVie	ABD	22,9	5,1	99,4

Kaynak: Forbes Global 2000, 2016 verileri

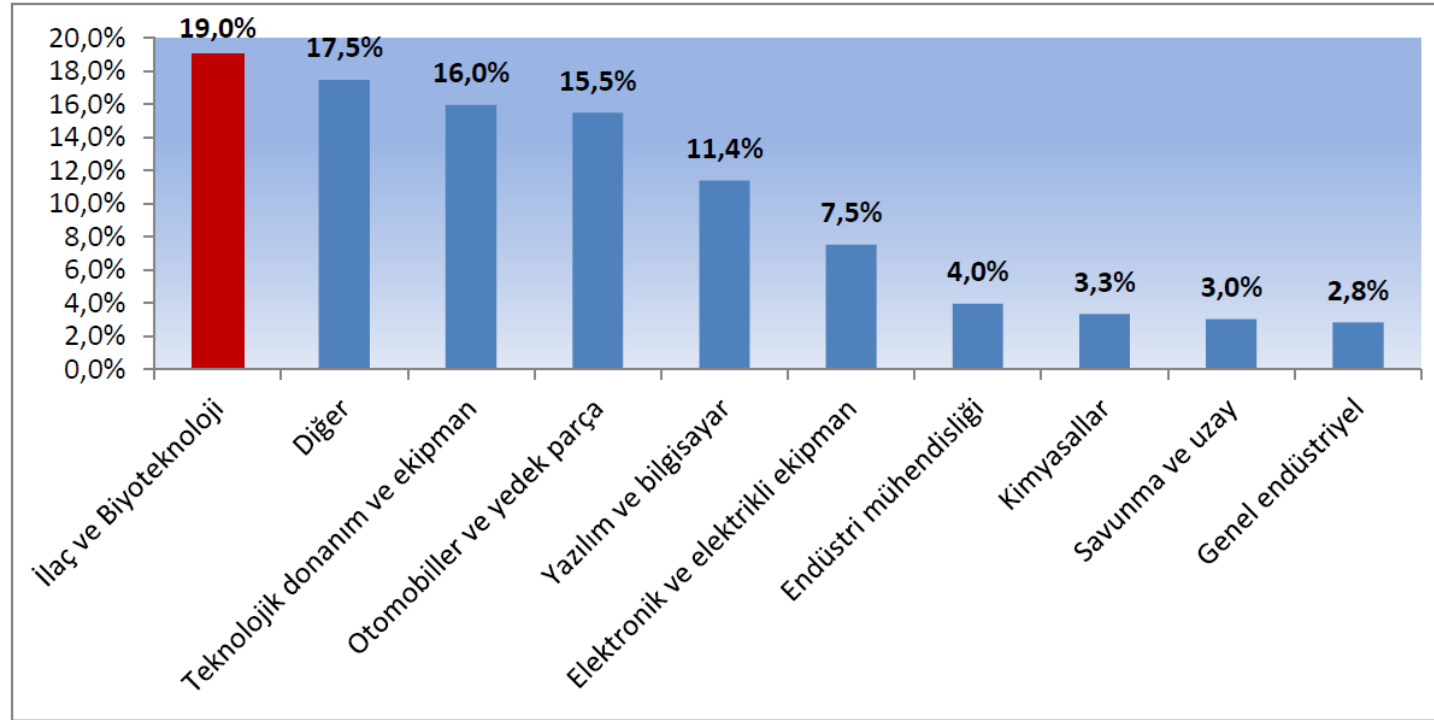
İlaç sektörü, yüksek maliyetli ve uzun süren Ar-Ge çalışmaları içermesi sebebiyle dünyada yapılan toplam Ar-Ge harcamalarında %19 payla ilk sırada yer almaktadır.



H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu

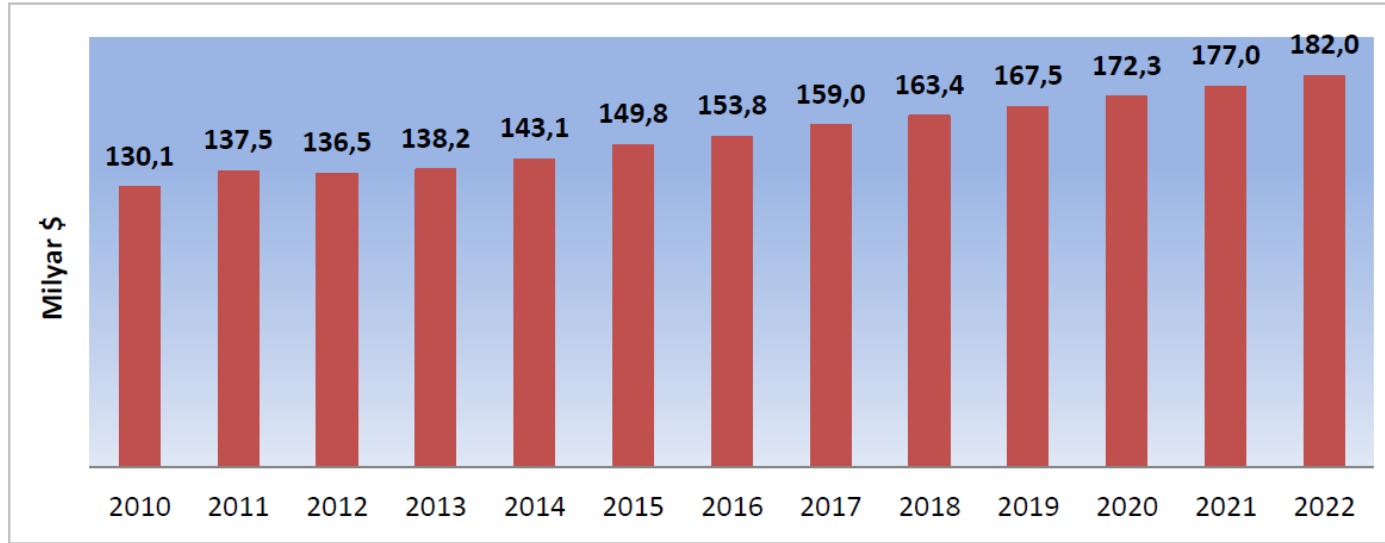
Şekil 3 - Dünyada Ar-Ge harcamalarının sektörel dağılımı (%)



Kaynak: The 2016 EU Industrial R&D Investment Scoreboard², SGM Hesaplamaları

EvaluatePharma'nın dünyadaki 500 büyük ilaç ve biyoteknoloji firması verilerini kullanarak gerçekleştirdiği analize göre ilaç sektörünün 2015 yılı sonu itibarıyla küresel Ar-Ge harcamaları bir önceki yıla göre %4,7 oranında büyüyerek yaklaşık 149,8 milyar ABD doları olmuştur.



H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU**H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu****Şekil 4 - Dünya ilaç ve biyoteknoloji firmalarının Ar-Ge harcamaları (2010-2022)**

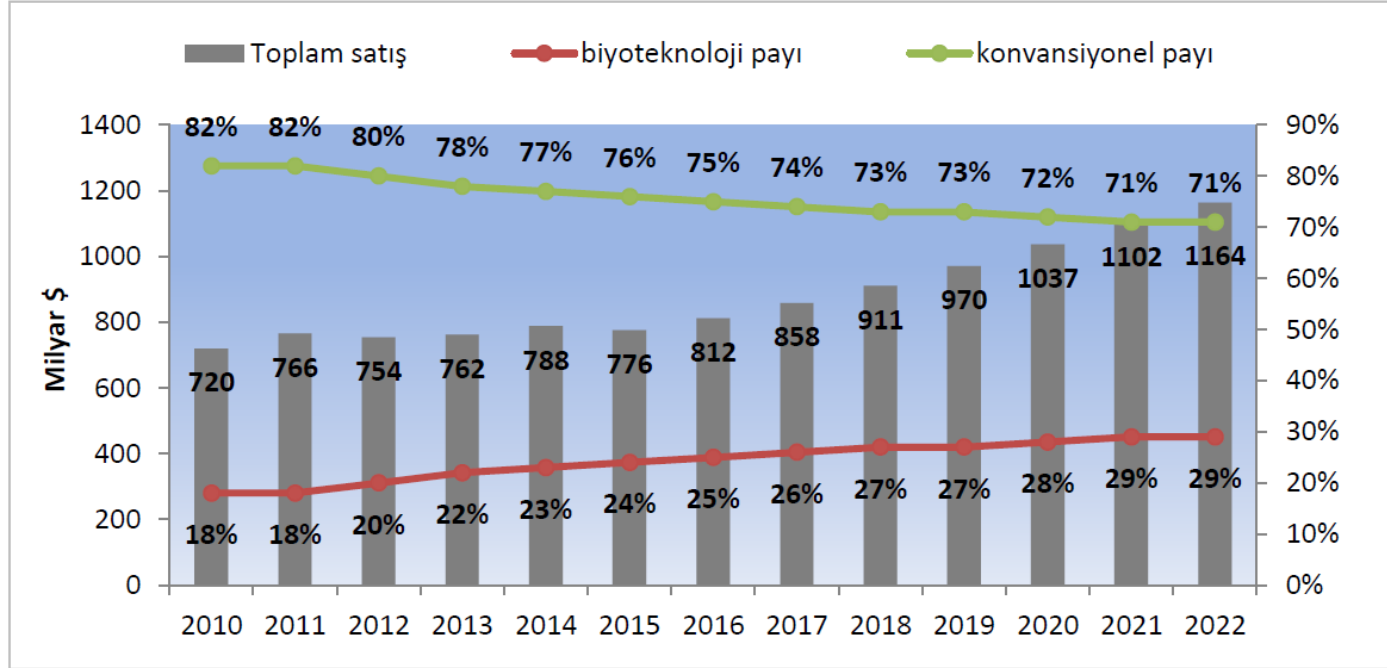
Kaynak: EvaluatePharma World Preview 2016, Outlook to 2022

Özellikle son yıllarda, dünya ilaç pazarında biyoteknolojik ilaçların payının giderek arttığı görülmektedir. EvaluatePharma'nın dünyadaki 500 büyük ilaç firması verilerini kullanarak gerçekleştirdiği analize göre, 2015 yılında 776 milyar Dolar'lık toplam reçeteli ve OTC ilaç satışlarının %24'ünü biyoteknolojik ilaçlar oluşturmaktadır.

H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

H.1 Sektörün Dünyadaki Mevcut Durumu

Şekil 5 - Global reçeteli ve OTC ilaç satışları (2010-2022)



Kaynak: EvaluatePharma World Preview 2016, Outlook to 2022

2016 yılı verilerine göre biyobenzer ilaç pazarı ise yaklaşık 3,4 milyar Dolar'dır. 2021 yılına kadar bu rakamın 10,9 milyar Dolar olması beklenmektedir. Diğer taraftan, 2020 yılına kadar satışı en çok gerçekleşen biyolojik ilaçların patent sürelerinin dolmasıyla, biyobenzer ilaçlar için yaklaşık 80 milyar Dolarlık pazar açılacaktır. Avrupa'da başlayan biyobenzer ilaç üretimi günümüzde gelişmekte olan ülkelerde (Çin, Hindistan, G.Kore) yoğunlaşmakta olup, Brezilya ve Meksika gibi ülkelerde de biyoteknolojik ürünlere yönelik kaynak ayrılmaktadır.



H. İLAÇ SEKTÖRÜN GENEL DURUMU

H.2. Sektörün Türkiye'deki Genel Durumu

Türkiye İlaç Sektörü önemli miktarlarda ve çeşitlilikte üretim ve ihracat olanağına sahip ve katma değeri yüksek olan sektörlerden biridir. Uluslararası norm ve standartların uygulandığı Türkiye İlaç Sektörü, özel üretim teknolojisi gerektiren ürünler (biyoteknoloji vb.) dışında her türlü ürünü üretebilen, AB ülkeleri ile kıyaslanabilir bir teknolojik düzeye ulaşmıştır. Dünya Sağlık Örgütü tarafından belirlenen ve ülkemizde 1984 yılından itibaren yürürlüğe giren "İyi Üretim Uygulamaları" (GMP) çerçevesinde gerekli yatırımları yaparak teknolojik alt yapısını güçlendirmiştir.

IMS verilerine göre Türkiye ilaç pazarı, son 5 yılda %12 büyümüştür ve 2016 yılında 22,1 milyar TL'lik satış hacmine ulaşmıştır. Kutu bazında değerlendirildiğinde, Türkiye ilaç pazarı bir önceki yıla göre %17'lik büyüme göstermiş ve 2 milyar kutu ilaç satışı gerçekleşmiştir. Türkiye 2016 yılında Avrupa'nın 6'ncı, dünyanın ise 17'nci en büyük pazarıdır. 2020 yılında Türkiye ilaç pazarının dünyada 14. sırada yer alacağı öngörülmektedir.

2015 itibariyle Türkiye reçeteli ilaç pazarı dağılımı değer bazında (TL) incelendiğinde, pazarın yaklaşık %70'ini yenilikçi/referans ilaçlar; yaklaşık %30'unu eşdeğer/jenerik ilaçların oluşturduğu görülmektedir. Kutu bazında ise pazarın yaklaşık %52'sini eşdeğer/jenerik, %48'ini yenilikçi/referans ilaçlar oluşturmaktadır. Türkiye ilaç pazarı, ithal ürünlerde yoğunluklu olarak yenilikçi/referans, yurt içinde üretilen ürünlerde ise ağırlıklı olarak eşdeğer/jenerik ilaçlardan oluşmaktadır.

İEİS verilerine göre referans biyoteknolojik ilaç pazarı 2015'te bir önceki yıla göre %19,4 büyüyerek 2,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. Biyoteknolojik ilaçların toplam reçeteli ilaç pazarı içindeki payı, dünyadaki eğilime benzer şekilde giderek artmaktadır. IMS verilerine göre 2014 yılında ülkemizde değer bazında en çok satışı gerçekleşen ilk 10 ilacın 8'i biyoteknolojik ilaçtır. 2015 yılında biyobenzer ilaç pazarı ise bir önceki yıla göre yaklaşık %59,3 oranında büyüyerek 73,6 milyon TL olmuştur.



I. ŞİRKET HAKKINDA**I.1. Genel Bilgiler**

Unvanı : Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi

Eski Unvanı M.A.S. Mümessillik Ülkü Alkoçlar

İşe Başlama Tarihi : 16 Nisan 1997

Tür Değişikliği Tarihi 11 Nisan 2014

Ticaret Sicil No : 372013-0

Vergi Sicil No : Bakırköy V.D. - 612 064 7183

İletişim Bilgileri : (0212) 662 65 18

Adres : Ataköy 7-8-9-10.Kısım Mah. Bedri Rahmi Eyüpoğlu Cd.N:4/75 Bakırköy / İstanbul



I. ŞİRKET HAKKINDA**I.2. Ortaklık Yapısı ve Yönetim Kurulu**

Rapor tarihi itibarıyla Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Adı Soyadı / Unvanı	Pay %	Pay TL
Ülkü Alkoçlar	% 100,00	100.000
Toplam	% 100,00	100.000

Rapor tarihi itibarıyla Şirket'in Yönetim Kurulu aşağıdaki gibidir:

Adı Soyadı	Görevi
Ülkü Alkoçlar	Yönetim Kurulu Başkanı



I. ŞİRKET HAKKINDA

I.3. Faaliyet Konusu

Şirket 14 Nisan 1997 tarihinde "M.A.S Mümessillik Ülkü Alkoçlar" ünvanı ile faaliyetine başlamıştır.

Şirket'in nev'i ve ünvanı "Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi" olarak değiştirilmiş ve 11 Nisan 2014 tarihinde tescil edilmiştir.

Şirket'in ana faaliyet konusu ilaç ve tıbbi malzeme mümessilliğidir.

Türk Patent ve Marka Kurumu (<http://www.turkpatent.gov.tr>) tarafından tescil edilmiş toplam 3 adet ilaç formülasyon (Kompozisyon) patenti bulunmaktadır.

Söz konusu patentlere ilişkin detaylar aşağıdaki gibidir.

Patent No	Patent Açıklaması
2013 / 05001	Depresyon tedavisine yönelik bir kompozisyon.
2013 / 05052	Malignan tümörlerin tedavisine yönelik bir kompozisyon.
2013 / 05006	Parkinson hastalığının tedavisine yönelik bir kompozisyon

Detaylı bilgi için : www.online.turkpatent.gov.tr



I. ŞİRKET HAKKINDA

I.4. Finansal Tablolar (Para Birimi: TL)

Şirket'in yürürlükteki vergi kanunlarına göre tutulan denetimden geçmemiş yasal kayıtları üzerinden hazırlanmış finansal tabloları aşağıdaki gibidir:

VARLIKLAR	31 Aralık 2015	31 Aralık 2016	30 Kasım 2017
DÖNEN VARLIKLAR	24.629	97.296	150.970
Nakit ve nakit benzerleri	10.326	40.455	4.825
Ticari alacaklar	13.771	51.120	42.708
Diğer alacaklar	--	--	90.388
Diğer dönen varlıklar	532	5.721	13.049
DURAN VARLIKLAR	44.909	81.909	85.137
Sabit kıymet yatırımları	49.832	86.832	90.060
Birikmiş amortismanlar (-)	(4.923)	(4.923)	(4.923)
TOPLAM VARLIKLAR	69.538	179.205	236.107



I. ŞİRKET HAKKINDA

I.4. Finansal Tablolar (Para Birimi: TL)

KAYNAKLAR	31 Aralık 2015	31 Aralık 2016	30 Kasım 2017
YÜKÜMLÜLÜKLER	26.487	120.194	151.292
Finansal borçlar	24.242	13.097	43.702
Ticari borçlar	1.727	98.972	23.466
Diğer borçlar	--	--	58.432
Diğer yükümlülükler	518	8.125	25.692
ÖZKAYNAKLAR	43.051	59.011	84.815
Ödenmiş sermaye	100.000	100.000	100.000
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	(39.918)	(56.949)	(40.989)
Net dönem karı / (zararı)	(17.031)	15.960	25.804
TOPLAM KAYNAKLAR	69.538	179.205	236.107



I. ŞİRKET HAKKINDA

I.4. Finansal Tablolar (Para Birimi: TL)

GELİR TABLOSU	01 Ocak - 31 Aralık 2015	01 Ocak - 31 Aralık 2016	01 Ocak - 30 Kasım 2017
Hasılat	105.257	319.769	306.909
Satışların maliyeti (-)	(107.696)	(298.641)	(290.523)
BRÜT KAR / (ZARAR)	(2.439)	21.128	16.386
Genel yönetim giderleri (-)	(4.961)	--	--
Diğer gelir (gider), net	(9.631)	(1.754)	10.584
Finansman giderleri (-)	--	(3.414)	(1.166)
VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	(17.031)	15.960	25.804
Vergi gideri (-)	--	--	--
- Dönem vergi geliri / (gideri)	--	--	--
DÖNEM KARI / (ZARARI)	(17.031)	15.960	25.804



J. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

J.1. Kullanılan Yöntemler

Şirket değerlemelerinde yaygın olarak üç yaklaşım uygulanır. Değerleme Uzmanı genellikle bu yaklaşımlardan elde edilen gösterge değerler arasındaki uyumu / mutabakatı sağlar.

Emsal karşılaştırma yaklaşımı söz konusu şirketi; benzer şirketler, şirketlerdeki sahiplik hakları veya bunların borsalarda satılan hisseleri ile karşılaştırır. Karşılaştırılan şirketler söz konusu şirket ile aynı sektörde olmalı ve aynı ekonomik değişkenlere bağlı olmalıdır. Tipik veri kaynakları; tüm şirketlerin alınıp satıldığı piyasalar, söz konusu şirketin önceki hisse devir işlemleri ve benzer şirketlere ait sahiplik haklarının alınıp satıldığı piyasalardır.

Varlık esaslı yaklaşımda, maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile değerlendirilen bir faal şirket ile ilgili bir görevde bu yaklaşım kullanıldığında elde edilen değer, diğer yaklaşımın veya yaklaşımların değer takdirleri ile beraber dikkate alınmalıdır.

Gelir indirgeme yaklaşımında, beklenen büyüme ve zamanlama, ilişkili riskler ve paranın zaman değeri göz önüne alınarak takdir edilen gelir veya faydaların bugünkü değerini hesaplar. Gelir, temsili gelir seviyesinin doğrudan aktifleştirilmesi veya indirgenmiş nakit akımları analizi veya gelecekteki bir zaman dizisi için takdir edilen nakit girdilerine iskonto oranı uygulanarak bugünkü değerine çevrildiği temettü iskonto yöntemi uygulanarak değer göstergesi haline çevrilir.



J. DEĞERLEME ÇALIŞMASI**J.2. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı**

BİST pazarlarında işlem gören borsaya kote şirketler arasında Şirket ölçeğine benzer büyüklükte karşılaştırılabilir bir şirket bulunmaması nedeniyle, göre emsal karşılaştırma yaklaşımı uygulanamamıştır.



J. DEĞERLEME ÇALIŞMASI**J.3. Varlık Esaslı Yaklaşım**

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Öz varlık Değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte diğer bir değişle Şirket'in tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır. Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye Değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir

Şirket'in 30 Kasım 2017 tarihli finansal tablolara göre düzeltilmiş öz varlık değeri aşağıdaki gibidir:

30 Kasım 2017	
Ödenmiş sermaye	100.000
Geçmiş yıllar kar zararları	(40.989)
Net dönem karı	25.804
Yasal kayıtlardaki özkaynaklar toplamı	84.815
Patentlerin değerlendirme farkı (*)	69.620.096
Düzeltilmiş özkaynaklar toplamı	69.704.911

(*) Bu raporun bu bölümünün Şirket adına tescil edilmiş patentler için TTK 343. maddesine göre hazırlanan Bilirkişi Heyet Raporları ve Mahkeme Kararları ile birlikte değerlendirilmesini önermekteyiz.



J. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

J.3. Varlık Esaslı Yaklaşım

Raporun “I.3.Faaliyet Konusu” bölümünde belirtildiği üzere Şirket adına Türk Patent ve Marka Kurumu (<http://www.turkpatent.gov.tr>) tarafından tescil edilmiş toplam 3 adet ilaç formülasyon (Kompozisyon) patenti bulunmaktadır.

Söz konusu patentlerin herbiri için T.C. Bakırköy 7. Asliye Ticaret Mahkemesi tarafından atanan Bilirkişiler tarafından TTK'nun 343 maddesinde belirtilen nitelikte değerlendirme kriterlerine göre değer tespitine ilişkin 21 Ekim 2015 tarihinde Bilirkişi Heyeti Raporu hazırlanmıştır. Hazırlanan raporlar 13 Kasım 2015 tarihinde mahkemece onaylanmıştır.

TTK MADDE 343 – Konulan aynı sermaye ile kuruluş sırasında devralınacak işletmelere ve aynılara, şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilir. Değerleme raporunda, uygulanan değerlendirme yönteminin somut olayın özellikleri bakımından herkes için en adil ve uygun seçim olduğu; sermaye olarak konulan alacakların gerçekliğinin, geçerliğinin ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri; aynı olarak konulan her varlık karşılığında tahsis edilmesi gereken pay miktarı ile Türk Lirası karşılığı, tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre açıklanır. Bu rapora kurucular ve menfaat sahipleri itiraz edebilir. Mahkemenin onayladığı bilirkişi kararı kesindir.

Bilirkişi raporlarında yer alan bilgiler aşağıdaki gibidir.

Patent No	2013 / 05001	2013 / 05052	2013 / 05006	Toplam
Bilirkişi Raporu	21 Ekim 2017	21 Ekim 2017	21 Ekim 2017	
Değerleme Tutarı	19.598.785	21.171.078	10.256.090	
Bilirkişi Rapor Tarihindeki USD Kuru (21 Ekim 2015) (*)	2,8954	2,8954	2,8954	
Bilirkişi Rapor Tarihindeki USD Değeri	6.768.939	7.311.970	3.542.201	
Değerleme Tarihindeki USD Kuru (30 Kasım 2017) (*)	3,9505	3,9505	3,9505	
30 Kasım 2017 Tarihindeki TL Değeri	26.740.694	28.885.937	13.993.465	69.620.096

(*) T.C. Merkez Bankası Döviz Alış Kuru

Şirket adına tescil edilmiş patenlerin 30 Kasım 2017 tarihi itibarıyla USD döviz kuruna endeksleyerek hesaplandığımız 69.620.096.-TL Şirket'in düzeltilmiş özkaynak hesaplamasında ilave edilmiştir. Söz konusu patentler için ödenen başvuru harcı vb harcamalar kayda değer tutarlar olmadığından bu hesaplamada dikkate alınmamıştır.



J. DEĞERLEME ÇALIŞMASI**J.4. Gelir İndirgeme Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları
(İNA) Analizi****Varsayımlar**

Şirket'in devam eden faaliyetinden elde edilen nakit akışı ve Şirket'in değerini oluşturan diğer unsurlar üzerinde yaptığımız değerlendirmeler sonucunda, İNA Analizi yöntemi sonucunda bulunacak değer Şirket'in piyasa rayicini yansıtmayacağı kanaatine varılmıştır. Bu nedenle bu yöntem uygulanmamıştır.



K. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Mas Mümessillik İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'nin 30 Kasım 2017 tarihi itibarıyla piyasa değeri Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtilen varsayımlar ve sınırlayıcı koşullar altında "Varlık Esaslı Değerleme Yöntemi"ne göre hesaplanmıştır.

Şirket Değerleme Yöntemi	30 Kasım 2017
Piyasa Çarpanları Yöntemi (Bölüm J.2)	Uygulanmamıştır.
Varlık Esaslı Değerleme Yöntem (Bölüm J.3)	69.704.911
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (Bölüm J.4)	Uygulanmamıştır.

Raporumuzun ilgili bölümlerinde detaylı olarak açıklandığı ve hesaplandığı üzere **69.704.911.-TL**'nin Şirket'in piyasa değerini yansıtacağı kanaatine varılmıştır.

İzmir, 07 Aralık 2017

ALTERNATİF BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK ANONİM ŞİRKETİ

Tayfun Şenol
Ortak

