

ANADOLU GİRİŞİMCİLİK TELE ALIŞVERİŞ REK. VE PAZ. SAN. TİC. ANONİM ŞİRKETİ

YÖNETİM KURULU'NA,

Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. A.Ş.'nin (Şirket veya Anadolu Girişimcilik) 25.06.2014 tarihi itibari ile makul piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik olarak hazırlanmış olduğumuz Değerleme Raporu'nu (Rapor) sunmaktan mutluluk duymaktayız. Düzenlenen bu raporun amacı Şirket'in makul piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulu'nuza yardımcı olmaktır.

Uluslararası Değerleme Standardı 1'e göre Piyasa Değeri "herhangi bir etki altında olmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden, istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir". Bu raporun amacı; olası bir hisse alışverişi veya satışı durumunda taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesidir.

Bu raporda beyan edilen olgu ve verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiçbir durum dikkatimizi çekmemiştir. Söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.

Çalışmanın Amacı

Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. A.Ş.'nin 25.06.2014 tarihi itibarıyla makul piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik Değerleme Raporunu hazırlamış bulunmaktayız.

Değerleme çalışması Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. A.Ş. tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile şirket yönetimi tarafından hazırlanan mali tablolara ve finansal projeksiyonlara dayandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin değerlendirme sonuçları şirket bazında ayrı ayrı belirtilen operasyonel varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır. Raporda belirli oranlar tespit edilerek kullanılan varsayımların gerçekleşmemesi durumunda indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplanan hisse değeri, hazırladığımız raporda hesaplanan değerden daha düşük olabilecektir.

Değerleme işlemi belirli varsayımlar dahilinde yapılmış olup yapılan hesaplamaların vergi ile hiçbir ilgisi bulunmamaktadır.

Bu rapor; sadece Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. A.Ş.'nin makul piyasa değerinin belirlenmesi amacı ile hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş., Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. A.Ş. dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir.

Genel Varsayımlar

1. Bu raporda beyan edilen olgu ve temel verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiçbir durum dikkatimizi çekmemiştir.
2. Hazırlanan rapor Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. tarafından sağlanabilecek denetim, vergi veya danışmanlık ile ilgili hizmetleri içermediği için vergisel anlamda bir sorumluluk içermemektedir.
3. Şirket yönetiminin sorumluluğunda olan herhangi bir finansal karar veya vergi raporlama kararı için sorumluluk kabul edilmemektedir.
4. Değerleme raporu sadece; çalışmanın amacı bölümünde belirtildiği şekli ile sadece belirtilen amaç için hazırlanmıştır başka bir amaç için kullanılmaz. Bu rapor veya raporun herhangi bölümü kopyalanamaz; Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.'nin önceden yazılı izni olmadan dağıtılamaz.
5. Raporda belirlenen piyasa değerine ilişkin tespitler söz konusu varlıkların değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacını taşımamaktadır. Piyasa koşullarındaki değişiklikler, raporda belirlenen değer değişmesine neden olabilir. Bu durumun söz konusu olması halinde Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. sorumluluk kabul etmemektedir.

6. Değerleme çalışması esnasında söz konusu şirket ve varlıklarının yapısı, faaliyeti ve finansal projeksiyonlarla ilgili yazılı bilgi, sözlü bilgi ve/veya elektronik veriler tarafımıza sağlanmıştır.
7. Raporda kullanılan nakit akış tahminleri sadece değerlendirme analizinde kullanılmak üzere oluşturulmuştur. Bu nedenle gelecekteki faaliyetlerin tahmini veya projeksiyonu için kullanılmamalıdır.

Kullanılan Yöntem

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgi ve belgelerden faydalanılmıştır. Şirket hisselerinin birim değerinin tespitinde; gelecek dönemlerdeki satışlardan yola çıkılarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerine getirilmesi temeline dayanan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak, toplam şirket değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin temel prensibi; şirketin belli bir projeksiyon dönemi boyunca yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerleri ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamının şirket değerine eşit olacağı varsayımına dayanır.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan değişkenler şunlardır;

1) Projeksiyon Dönemi;

Bir süre sonunda şirket faaliyetlerinde çok ciddi bir değişikliğin olmayacağı, belli bir olgunluk seviyesine ulaşacağı varsayımı altında bu döneme kadar olan süredeki şirket faaliyetleri hakkında varsayımlarda bulunmayı ifade eder. Çeşitli alanlarda faaliyet gösteren birbirinden farklı firmalar için bu süre farklılık arz edebilir, ancak projeksiyon döneminin fazla uzun tutulması tahminlerde sapmalara yol açabilir. 5 ila 10 arasında bir dönem belirlemek çoğu zaman yerinde bir tercih olarak kabul görür.

2) İskonto Oranı;

Paranın zaman değeri kavramı, aynı miktarda paranın gelecekteki değeri ile bugünkü değerinin farklı olduğu ve paranın zaman içerisinde değer kaybettiği varsayımına dayanır.

WACC (Weighted Average Cost of Capital); Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti şeklinde Türkçe'ye çevrilebilecek bu kavram şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımlarının günümüz değerine indirgenmesinde kullanılan oranı ifade etmektedir. İskonto oranı şirkete yatırım yapanların söz konusu yatırımları karşılığında elde etmek isteyecekleri minimum kazanç oranını temsil eder.

“İskonto Oranı (Paranın zaman değeri) kavramı, aynı miktarda paranın gelecekteki değeri ile bugünkü değerinin farklı olduğu ve paranın zaman içerisinde değer kaybettiği varsayımına dayanır.”

İskonto oranı, bir yatırımdan beklenen getiriye ifade eder. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak hesaplanır.

Şirket değerlemesinde kullanılan iskonto oranını aşağıdaki unsurlar belirler:

- Alternatif yatırım seçenekleri
- Konjonktürel risk faktörleri
- Şirketin faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili risk faktörleri
- Şirketin sermaye yapısı

İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı temelde özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti olmak üzere iki ana değişkenden yola çıkılarak hesaplanmaktadır.

3) Devam Eden Değer

Bir şirketin faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık ciddi bir değişimin yaşanmayacağı dönemi ifade etmektedir. İşletmenin bu safhadan sonra yaptığı yatırımların, amortismanlarının, işletme sermayesindeki değişimlerin bu dönemden sonra etkisinin sıfır olacağı varsayımına dayanır. Başka bir deyişle olgunluk safhasına ulaşan şirketin nakit akımlarının sonsuza kadar bu seviyede devam edeceği varsayımına dayanır. Şirketin nakit akımlarında yaşanacak bu durağanlık için kaç yıla ihtiyaç duyacağı başka bir deyişle şirketin olgunluk seviyesine ulaşması için kaç

yıla gereksinim duyduğunu belirlemek oldukça önemli olup, her firma için bu süre değişebilir. Ancak değerlendirme çalışmalarında genellikle 5-10 yıl arasında bir süre makul bir süre olarak kabul edilir.

4) Büyüme Oranı

Şirketin olgunlaşma sürecine girmesi demek şirketin belli bir yıldan sonra faaliyetlerinde hiçbir gelişme olmayacağı anlamına gelmeyecektir. Şirketin politikaları, gelecekte yapacağı yatırımlar, genel ekonomide beklenen büyüme gibi birçok değişkene bağlı olarak değerlemesi yapılan şirket için belli bir büyüme oranı tespit edilebilir. Bu büyüme oranı nispetinde şirketin nakit akımlarında artış olacağı varsayılır. Bu oran yukarıda sayılan bir çok etkene bağlı olarak %1-5 arasında değişiklik gösterebilir.

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin aşamaları:

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne göre şirket değerlemesi bir dizi matematiksel hesaplamayı gerektirmekte olup aşağıdaki aşamalar yolu ile değer tespiti yapılmaktadır.

- ♦ Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması/Belirlenmesi
- ♦ İskonto Oranının Hesaplanması/Belirlenmesi
- ♦ Projeksiyon dönemi boyunca elde edilmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin bulunması
- ♦ 5 yıllık projeksiyon döneminden sonsuza kadar elde etmesi öngörülen nakit akımlarının toplamının belirlenmesi ve bugünkü değerinin hesaplanması gerekmektedir.

Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması/Belirlenmesi

İNA yönteminde önem arz eden konulardan birisi de serbest nakit akımlarına ulaşmak ve projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen nakit akımlarını belirleyebilmektir. Serbest nakit akımları şirketin normal faaliyetleri sonucunda elde edeceği vergi sonrası nakit akımlarıdır. İNA Yöntemi de kısaca şirketin fon yaratabilme kapasitesinin projeksiyon yılları itibariyle tahminine dayanır. Dolayısıyla şirketin gelir tablosunda fiili nakit girişleri ve çıkışları ile fon çıkışına neden olmayan fakat gelir tablosu sonuç hesaplarına gider olarak kaydedilen kalemleri (amortismanlar gibi) alt alta dikkate alarak serbest nakit akımlarına ulaşılması gerekmektedir.

Net Satışlar: Şirketin gelir tablosunda yer alan Net Satışlar tutarıdır. İşletmeye fon/nakit girişlerinin tamamı İNA yönteminde dikkate alınmaz, sadece şirketin esas faaliyetleri neticesinde elde ettiği fon/nakitler artı değer olarak dikkate alınır.

Satışların Maliyeti: Şirketin serbest nakit akımlarına ulaşırken elde ettiği hasılat tutarından satışların maliyetinin tenzil edilmesi gerekir. Yıllar itibariyle satışların maliyeti tutarları geçmiş yıllardaki karlılık oranları veri kabul edilerek projekte edilen net satışların bir yüzdesi olarak belirlenir.

Faaliyet Giderleri: İşletmenin esas faaliyetleri dolayısıyla katlandığı giderleri firmanın fon/nakit girişlerini azaltacağından faaliyet giderlerinin toplamı (Ar-Ge Giderleri+Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri+Genel Yönetim Giderleri) eksi değer olarak dikkate alınır.

Vergi: Yukarıda açıklanan değerlerin alt alta dikkate alınması sonucu FAVÖK'e (Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ulaşılmaktadır. Bu tutar üzerinde vergi hesaplanarak –ki ülkemiz kurular vergisi oranı %20 mahsup edilir ve sonuç olarak FAÖK'e (Faiz ve Amortisman Öncesi Kar) ulaşılmıştır.

Amortisman Giderleri: Ayrıca faaliyet giderleri içerisinde yer alan ancak fiili bir fon çıkışına neden olmayan Amortisman Giderleri ile Karşılık Giderlerinin, projeksiyon dönemleri itibariyle fiktif bir fon/nakit çıkışına sebep olmasını engellemek için artı değer olarak eklememiz gerekecektir.

İşletme Sermayesindeki Değişim: Bilindiği üzere net işletme sermayesi Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar farkından oluşmaktadır.

Yatırım Harcamaları: Şirketin projeksiyon dönemleri itibariyle yapmayı planladığı yatırım harcamalarını ifade eder.

Yukarıdaki varsayımlar şirketin kendi faaliyetleri, pazar durumu, konjonktürel durum, yatırım planları, kredi anlaşmaları, kar dağıtım politikaları vs. gibi değişkenlerle yakından ilgilidir.

ŞİRKETLE İLGİLİ BİLGİLER

Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Reklam ve Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş., Maslak Vergi Dairesinin 068 064 1183 hesap numaralı mükellefidir. Şirket; İstanbul Ticaret Odasının 592143-539725 sicil numaralı üyesidir.

Şirket Beşiktaş 27. Noterliğinin 18.04.2012 tarih 856 sayılı imza beyannamesi ile TTK hükümleri gereği şirket unvanını 11.05.2012 tarihinde tescil ve ilan ettirmiştir. Yapılan bu ilan 17 Mayıs 2012 tarihli ve 8070 sayılı ticaret sicil gazetesinde yayımlanmıştır.

Yeni Unvan : Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Reklam ve Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Eski Unvan : Anadolu Girişimcilik ve Kobi Geliştirme Merkez. Eğitim Dan. Bilgi Teknolojileri ve Tanıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirketin faaliyet konusu 17 Mayıs 2012 tarihli ve 8070 sayılı ticaret sicil gazetesinde yayımlanan aşağıdaki şekilde değişmiştir:

3359 sayılı sağlık hizmetleri temel kanunu hükümlerine bu kanunla ilgili yönetmelikler çerçevesinde konu ile ilgili mevcut kanunlar çerçevesinde gerekli izinler alınarak özel sağlık kuruluşları kurmaya, poliklinik, muayenehane, tıp merkezi, tıbbi laboratuvar ve tahlil kurumları açabilecektir. Bilumum toprak mahsulleri ürünlerinin üretimi alım-satımı, her türlü baharat, bakliyat, şifalı bitki, bitkisel çaylar, kuru kahve, vb. gıda malzemeleri üretmek satmak işlemlerini yapmak. Her türlü yapım, uluslar arası seminerlere kongreler ve toplantılar hazırlamak. Matbaacılıkta kullanılan kağıt, film, mürekkep, fotoğraf malzemeleri ve maddelerin ticaretini yapmak. Ana sözleşmede yazan diğer işler.

Anadolu Girişim tele – marketing sektöründe faaliyet göstermektedir. Yurtiçinden ürün tedarik eden şirket, bu ürünleri perakende müşterilerine nakit, toptancı müşterilerine çek karşılığı satmaktadır. Anadolu Girişim Türkiye ' de yayın yapan tv kanallarından zaman kiralayarak, ürün tanıtım filmleri gösterimi yapmakta ve bu reklamlardan bildirilen telefon numaralarına gelen çağrılarını karşılayarak ürün satışı yapmaktadır. Türkiye de halen 400 den fazla tv kanalı mevcuttur. Bu kanallardan iki adedi Anadolu Girişim hakim ortağı Üzertaş'a aittir. Ayrıca firma uzun süredir kendisinden ürün almış kişilere periyodik olarak yeni ürünler ile ilgili bilgi vermekte ve tekrar ürün satışı yapmaktadır. Anadolu Girişim ayrıca internet ortamında da satış yapmaktadır.

Tele – marketing sektörü son dönemde öncelikle yurtiçinde kurumsal yatırımcıların ilgisini çekmiş olup Sabancı, MNG, Doğu grupları bu sektöre yatırım yapmışlardır. Kısa süre sonra Sabancı ve MNG grupları dünyanın önde gelen iki Kore merkezli şirket ile ortaklık durumuna gitmişlerdir.

Anadolu Girişim, sektörde itibar gören diğer rakiplerinin saygı ile iletişimde bulunduğu, sektörün önde gelen şirketlerinden biridir. Halen 2008 den beri faaliyetlerini bu konuda yoğunlaştıran şirketin, herhangi bir müşteri , tedarikçi vs.. ile hukuka yansımış bir sorunu olmamıştır..

Sektörle ilgili herhangi numerik bir bilgiye sahip olmak mümkün değildir. Bu nedenle bir pazar payı ve benzeri nitelikte çalışma yapmak sağlıklı olamamaktadır.

Sektörde genel trendler müşterileri memnun edebilecek, uygun fiyatlı ürün bularak bunu müşteriye ulaştırmaktır.

Özellikle yabancı ortaklı firmaların, ortaklarının ülkelerinden yapmış olduğu ithalatlar ile ürün tedarik ederek satma eğilimi görülmektedir.

Bu çerçevede Anadolu Girişim özellikle yurtdışında faaliyet gösteren tele – marketing firmaları ile iletişimde bulunarak, Avrupa ve Amerika 'daki trendleri yakından izlemekte ve ürün seçimlerini bu analizlerden sonra yapmaktadır.

Ayrıca yurtiçinde pek çok üretici Anadolu Girişim'e başvurarak ürünlerinin satışına aracılık edilmesini talep etmektedir.

Bu çerçevede Anadolu Girişim sektördeki rakiplerinin kaliteli, kurumsal ve yabancı ortaklı olmasından dolayı memnundur. Bu rakiplerin satışa süreceği ürünlerin sağlamlığı i fiyat uygunluğu sektöre hizmet edecek ve tele – marketing ile ürün alımını arttırarak pazarda bir genişleme sağlayacaktır.

Bu çerçevede Anadolu girişim kaliteli hizmet kadrosu, finansal gücü, tedarikçiler ile olan uyumlu çalışma prensipleri ile sektördeki bu gelişmelerin firma üzerindeki etkisi olumludur .

Hizmet verilen müşteri kitlesi perakende de TV izleyen tüm kitledir. Müşteri kitlesinin temel özelliği Türkiye ' de orta sınıf olarak konumlandırılan B – C grubu kişilerdir. Bu kişiler tele – marketing ürünleri almaya eğilimli bir yapıdadırlar. A grubu kitle tele marketing ile ürün almayı tercih etmemekte, D grubu ise ödeme sıkıntısı içinde olduğu için ürün alımından imtina etmektedir. Satılan ürünler çoğu zaman cinsiyet ve yaş farkı gerektirmeksizin, hane halkının tamamına hitap eden ürünler olduğu için alt kırılımlı bir analiz yapılmamaktadır.

Anadolu Girişim'in hizmet verdiği bir diğer grup internette ürün satan firmalar ve dağıtıcı toptancılardır. Bu grup müşteriler Anadolu Girişim 'den yoğun olarak toptan mal almaktadırlar.

ANADOLU GİRİŞİMCİLİK TELE ALIŞVERİŞ REK. VE PAZ. SAN. TİC. A.Ş.

SERMAYE KOMPOZİSYONU

ORTAĞIN ADI SOYADI	Hisse Adedi	Sermaye Miktarı
Mustafa Özhan EREM 44371385038	145.000 adet	145.000 TL
Uzertaş Boya Sanayi Ticaret ve Yatırım A.Ş.	945.470 adet	945.470 TL
Mehmet Can ÖZATAY 52765152722	72.500 adet	72.500 TL
Harun BAYRAKTAR 17549194572	500 adet	500 TL
Turgay ÇAKIRBUĞA 11606644154	25 adet	25 TL
Muhsin ÇARKÇI 49048648362	25 adet	25 TL
İlhan EREM 44383384692	286.480 adet	286.480 TL
TOPLAM	1.450.000 ADET	1.450.000 TL

1. İndirgenmiş Nakit Akımı Çalışmasında Kullanılan Varsayımlar ve Sonuç

1.1 Satış Hedefleri ve Satış Hedeflerinin Tespitinde Kullanılan Varsayımlar

Şirketin Temmuz 2014'ten sonra 4 alışveriş kanalı daha kiralanacağı varsayımıyla 2014 yılı satış rakamı belirlenmiş olup, %32'lik bir büyüme hesaplanmıştır.

Şirketin bu satış büyümelerini izleyen yıllarda sürdürmesi beklendiğinden 2015 yılından başlayarak satış rakamları geleceğe yönelik olarak öngörülen enflasyon oranı olan %5 ve buna ilave olarak 2014 yılından 2018 yılına kadar sırasıyla %25, %25, %20 ve %10 oranlarında reel büyüme beklentileri nispetinde artırılmıştır.

Bu varsayımlar doğrultusunda 2014-2018 dönemi satış büyüme yüzdeleri ve 2014 yılı ve devamındaki beş yıllık satış tahminleri aşağıdaki gibidir.

TEMEL ARTIŞ ORANLARI	Satışlar (%)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Enflasyon	%5	%5	%5	%5	%5
Reel	%27	%25	%25	%20	%10
Toplam	%32	%30	%30	%25	%15

TEMEL SATIŞ TAHMİNLERİ	Satış Tutarı (TL)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Satışlar	14.262.585	18.541.361	24.103.769	30.129.712	34.649.169


CONSULTA
MÜŞAVİRLİK A.Ş.

1.2 Satışların Maliyeti Tahminleri ve Kullanılan Varsayımlar

Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin satışlarının maliyetine ilişkin hesaplamaların yapılmasında, geçmiş 1 yıllık dönemde gerçekleşen maliyet rakamları incelenerek 2014 yılı ve gelecek 4 yıllık dönem maliyet projeksiyonu oluşturulmuştur.

Geleceğe yönelik maliyet projeksiyonunun oluşturulmasında satış ve satışların maliyeti rakamları arasındaki oranlar dikkate alınmıştır.

Geçmiş bir dönem mali tablolarına bakıldığında satış ve maliyet rakamları arasındaki oranlama; 2013 yılında %48 olarak gerçekleşmiştir.

2010, 2011 ve 2012 yıllarında satış ve maliyet oranları dengeli bir seyirde olmadığından hesaplamaların yapılmasında 2013 yılında gerçekleşen satış-maliyet yüzdesi hesaplanmış ve geleceğe yönelik projeksiyonlarda maliyetlerin satışlara oranı yıllar itibariyle %45, %43, %43 ve %43 olarak dikkate alınmıştır. %2'lik maliyet azalması ise mal alımlarının artmasından kaynaklanan tedarikçi indirimlerinden kaynaklanmaktadır.

2015 yılından başlayarak maliyet rakamları geleceğe yönelik olarak satış rakamlarının %43'ü olarak hesaplanmıştır.

2009-2013 dönemi maliyet yüzdeleri ve bu varsayımlar doğrultusunda 2014 yılı ve devamındaki dört yıllık maliyet tahminleri aşağıdaki gibidir:

SATIŞ/MALİYET ORANLARI	Satılan Hizmet Maliyeti (TL)				
	2009	2010	2011	2012	2013
Satılan Hizmet Maliyeti	%87	%78	%56	%51	%48

TEMEL SATIŞLARIN MALİYETİ TAHMİNLERİ	Satışların Maliyeti (TL)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Satışların Maliyeti	6.431.415	8.039.269	24.103.769	30.129.712	34.649.169

1.3 Faaliyet Giderleri

Projeksiyon dönemi hesaplamalarında, Faaliyet Giderleri başlığı altında pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderlerine yer verilmiştir.

Pazarlama, satış, dağıtım giderlerinin içeriği; personel giderleri, araç giderleri, temsil ve ağırlama giderleri, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler, numune giderleri gibi giderlerden oluşmaktadır.

Genel yönetim giderlerinin içeriği; personel giderleri, vergi resim harç giderleri, çeşitli giderler ve amortisman giderlerinden oluşmaktadır.

Faaliyet giderlerinde geçmiş beş yıllık dönem verileri incelendiğinde, diğer giderlerin paralelinde faaliyet giderlerindeki artış ve azalış eğiliminin yıllara düzenli dağılmadığı görülmüştür. Faaliyet giderleri projeksiyonunun oluşturulmasında 2013 yılı faaliyet giderleri yüzdesi alınmıştır.

2013 yılı faaliyet giderlerinin satışlara yüzdesi hesaplandığında; pazarlama, satış, dağıtım giderlerinin yüzdesi %57, genel yönetim giderlerinin yüzdesi %11 olarak hesaplanmıştır.

2014 yılından başlayarak faaliyet giderleri rakamları geleceğe yönelik olarak satışlar oranından daha düşük oranda artırılmıştır. Bunun sebebi ise satış kanallarının arttırılmasından kaynaklanan iş yükünün daha düşük giderlerle yönetilebilmesidir.

Bu varsayımlar doğrultusunda 2014 yılı ve devamındaki beş yıllık faaliyet giderleri tahminleri aşağıdaki gibidir.

FAALİYET GİDERLERİ TAHMİNLERİ	Faaliyet Giderleri (TL)				
	2014	2015	2016	2017	2018
Pazarlama, Satış, Dağıtım Giderleri	5.571.362	6.128.498	6.741.348	7.280.655	7.717.495
Genel Yönetim Giderleri	1.239.872	1.363.859	1.500.245	1.620.265	1.717.481
Toplam Faaliyet Giderleri	6.811.234	7.492.357	8.241.593	8.900.920	9.434.976


KONSILTA
Bağımsız Denetim ve Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1.4 Vergi Karşılığı

Projeksiyon sonucu oluşan kar tutarları üzerinden hesaplanması gereken vergi yükünün hesabında, kurumlar vergisi oranı % 20 olarak dikkate alınmıştır.

1.5 Amortismanlar

Nakit çıkışı gerektirmeyen gider olduğu için projeksiyonda yer almaksızın sadece vergi matrahının hesabında gider olarak dikkate alınan amortisman tutarlarına ilişkin yıllık amortisman giderleri maddi ve maddi olmayan duran varlık amortismanından oluşmaktadır.

Amortisman tutarlarının hesaplanmasında beş yıllık projeksiyon döneminde yapılması öngörülen herhangi bir yatırım harcaması bulunmadığı için yatırım harcamalarından amortisman giderlerine pay verilme imkanı bulunmamaktadır. Bu nedenle 2014 ve 2018 yılları projeksiyon dönemi amortisman gideri 2013 yılı amortisman gideri rakamı ile aynı rakam kabul edilerek hesaplamaların yapılmasında dikkate alınmıştır.

Hesaplamalara ilişkin ayrıntılar aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

AMORTİSMAN GİDERLERİ TAHMİNLERİ	2014	2015	2016	2017	2018
Amortisman Giderleri	136.066	136.066	136.066	136.066	136.066

1.6 Kıdem Tazminatı

Kanunen kabul edilmeyen gider olduğu için firmanın giderlerinde dikkate alınmamış olan kıdem tazminatı tutarı aynı zamanda nakit çıkışı gerektirmeyen bir gider olduğu için nakit akış tahminlerinin yapılmasında dikkate alınmamıştır.

1.7 Çalışma Sermayesi Hesaplaması

İşletmelerin sahip oldukları kısa sürede paraya dönüşme özelliği bulunan varlıklara, cari aktifler, dönen varlıklar, mütedavil kıymetler gibi isimler de verilmektedir. Bu tür varlıklar aynı zamanda işletme sermayesi, çalışma sermayesi, döner sermaye olarak da ifade edilmektedir.

İşletme sermayesi bazen likidite yönetimi ile eş anlamda görülmektedir. Vadesi gelen borçları ödeme kabiliyeti olarak da tanımlanabilmektedir. İşletme sermayesi nakdin, pazarlanabilir senetlerin, alacakların, stokların ve firmanın diğer cari varlıklarının yönetimini kapsamakla beraber daha geniş ifade ile ayrıca cari borçların yönetimini de içine almaktadır.

İşletme amacının elde edilmesinde işletme sermayesi yönetimi önemli fonksiyona sahiptir. İşletmenin tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin genişletilebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskinin azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmenin önlenmesi, faaliyetin karlı ve verimli bir şekilde yürütülmesi açısından büyük önem taşımaktadır. İşletme sermayesi yönetimi yöneticilerin zamanın yarısından çoğunu alması bakımından önem arz etmektedir.

İşletme sermayesinin büyüklüğü işletmelerin faaliyet gösterdiği alanlara göre değişim göstermektedir. Örnek olarak üretim sektöründe faaliyet gösteren bir işletme, işletme sermayesine çok fazla ihtiyaç duymazken, hizmet sektöründe faaliyet gösteren bir işletme, işletme sermayesine daha fazla ihtiyaç duyacaktır.

İşletme sermayesinin aktifler içindeki yeri işletmeden işletmeye değişmekle birlikte genel olarak aktiflerin %50 'sinden fazlasına denk gelmektedir. İşletme sermayesinin daha etkin bir şekilde kullanımı ile satışlardaki artış ve işletme sermayesine duyulan ihtiyaç aynı oranda olmayacaktır. Stok devir hızının artırılması, vadeli satışlarda vadenin kısaltılması yolu ile alacakların devir hızının arttırarak aynı işletme sermayesi düzeyinde daha fazla faaliyet hacmini yürütmek mümkünse de belirli bir sınırdan sonra yine de işletme sermayesinde artışa gerek duyulacaktır.

İşletme sermayesi her işletme için büyük önem arz etmesinin yanında Kobilere için daha fazla önem arz etmektedir. Para piyasalarından ve sermaye piyasalarından fon sağlama bakımından zayıf kalan Kobilere duran varlıklara sahip olmakta da kısıtları bulunmaktadır ve kiralama yoluna gitmektedirler. Dolayısı ile işletme sermayesi yönetimi Kobilere için daha büyük önem arz etmektedir.



Anadolu Girişim'in çalışma sermayesindeki değişim hesaplaması; şirketin ana aktif kalemleri olan ve şirket likiditesini esas anlamda etkileyen ve aynı zamanda şirketin esas faaliyet konusu ile ilgili olan alacak, stok ve borç kalemlerindeki artışlar dikkate alınarak yapılmıştır.

İşletmenin esas faaliyet konusu ile ilgili alacaklardaki artış satışlardaki artış yüzdesi doğrultusunda hesaplanmıştır. Çünkü alacak kalemlerindeki artışı gerçekleştiren şirketin esas faaliyet konusu olan satışlardaki artıştır.

Stoklardaki artış ise satış maliyetindeki artış paralelinde arttırılarak, beş yıllık projeksiyon bazında aynı uygulama devam ettirilmiştir.

Borçlardaki artış ise yine doğrudan işletmenin esas faaliyet konusu ile ilgili borç olan ticari borçlardaki artış oranında beş yıllık projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak çalışma sermayesindeki artışta dikkate alınmıştır.

1.8 Öngörülen Yatırım Harcamaları

Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin 2014 yılından başlamak üzere gelecek beş yıllık projeksiyon döneminde yapılması öngörülen herhangi bir yatırım harcaması bulunmadığı için gelecek nakit akımlarının tahmininde dikkate alınmamıştır.

1.9 Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Oranı

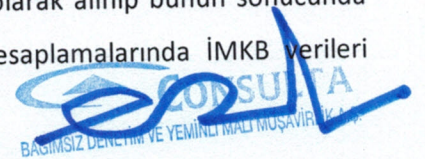
Projeksiyon dönemi sonrası için öngörülen büyüme oranı % 3,40'tır. Büyüme oranının belirlenmesinde beklenen gayri safi milli hasıla büyüme tahmini baz alınmıştır.

1.10 İskonto Oranı

Şirketin gelecekteki net nakit girişlerinin bugünkü değerinin hesaplanmasındaki bir diğer önemli faktör iskonto oranıdır. Bu oran, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Özkaynak maliyeti risksiz faiz oranı ile risk payı toplamından oluşmaktadır. Risksiz faiz oranı bir yatırımcının sıfır risk durumunda dahi beklediği yıllık getiridir. Risk payı ise, sektörün ve ülke ekonomisinin taşıdığı riskleri kapsar. Bu risk payının hesaplanmasında sermaye varlıkları fiyatlama modeli kullanılmıştır. Bu modele göre sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Sermaye maliyeti} = \text{Risksiz getiri oranı} + \text{Beta} \times (\text{Piyasa getirisi} - \text{Risksiz Getiri})$$

Hesaplamalarda, risksiz faiz oranı bir yıl vadeli devlet tahvilinin bileşik getirisi olan %8,06; formüldeki beta katsayısı 1,00 olarak dikkate alınmıştır. Piyasa getirisi % 12,79 olarak alınıp bunun sonucunda sermaye maliyeti % 12,79 olarak hesaplanmıştır. Piyasa getirisi hesaplamalarında İMKB verileri kullanılmıştır.



Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin borçlanma oranı % 16 olarak dikkate alınmıştır. Bu oran risksiz faiz oranına belirli bir piyasa primi eklenmesi suretiyle tahmin edilmiştir. zkaynak ve borçlanma maliyetinin ağırlıklı ortalaması olan % 12,80 raporumuzda iskonto oranı olarak kullanılmıştır. Tarafımızca bu oranların gerçekleşip gerçekleşmeyeceği konusunda kanaat oluşturmak mümkün değildir. Bu oranlar okuyucuya göre değişebilir. Bu iskonto oranı sermaye bulma maliyeti karşılığı ödenecek faiz oranını ifade etmektedir.

1.11 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi Sonucu

Bu varsayımlar altında Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin zkaynak değeri indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre **9.151.164,92 TL** olarak hesaplanmıştır. Hesaplamanın detaylarına ekli dosyada yer verilmiştir.

SONUÇ

Consulta Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. tarafından yapılan inceleme ve değerlendirmeler sonucunda Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin toplam şirket değeri hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespit edilmesinde; tüm finansal projeksiyonlar, oranlar ve diğer tespitler değerlendirilerek hesaplamalar yapılmıştır.

Gelecekteki satış tahminlerinin temel alındığı indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanmış öz kaynak değeri toplam şirket değeri olarak hesaplanmıştır.

Tüm değerlendirme, değerlendirme ve hesaplamaların sonucunda; Anadolu Girişimcilik Tele Alışveriş Rek. ve Paz. San. Tic. Anonim Şirketi'nin toplam şirket değeri, birinci bölümde belirtilen varsayımlar dahilinde yaklaşık **9.151.164,92 TL** olarak hesaplanmıştır.

Saygılarımla

YMM Prof.Dr. Hasan Emre BURÇKİN

Consulta Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.



CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.



CONSULTA
BAĞIMSIZ DENETİM VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

EK 1: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

	2014	2015	2016	2017	2018
Satışlar	14.262.585	18.541.361	24.103.769	30.129.712	34.649.169
Satışların Maliyeti	6.431.415	8.039.269	10.290.264	12.862.830	14.792.255
Toplam	6.431.415	8.039.269	10.290.264	12.862.830	14.792.255
Brüt Kar	7.831.170	10.502.092	13.813.505	17.266.882	19.856.914
Pazarlama, Satış, Dağıtım Giderleri	7.266.286	8.719.544	11.161.016	13.951.270	16.043.960
Genel Yönetim Giderleri	1.270.215	1.524.258	1.951.050	2.438.813	2.804.635
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	-705.331	258.291	701.439	876.799	1.008.319
Vergi Öncesi Kar	-705.331	258.291	701.439	876.799	1.008.319
-Dönem Vergi Gideri	-141.066	51.658	140.288	175.360	201.664
EBIT*(1-T)	-564.265	206.633	561.151	701.439	806.655
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	-705.330,93	258.290,68	701.439,29	876.799,11	1.008.318,98
-Dönem Vergi Gideri	-141.066,19	51.658,14	140.287,86	175.359,82	201.663,80
EBIT*(1-T)	-564.264,74	206.632,54	561.151,43	701.439,29	806.655,19
-Yeni Yatırımlar	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+Kıdem Tazminatı	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+Amortisman Giderleri	136.066,00	136.066,00	136.066,00	136.066,00	136.066,00
-Çalışma Sermayesindeki Değişim					
Alacaklardaki Artış	266.399,73	346.319,64	375.179,61	281.384,71	298.903,93
Stoklardaki Artış	321.570,75	450.199,05	514.513,20	385.884,90	463.061,88
Borçlardaki Artış	342.291,36	462.093,33	600.721,33	780.937,73	937.125,28
Firmaya Serbest Nakit Akımı	-814.944,05	59.931,32	548.533,81	1.126.533,24	1.319.544,45