

# **Yazıcılar Holding A.Ş., Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. ve Anadolu Endüstri Holding A.Ş. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu**

25 Ağustos 2017

Yazıcılar Holding A.Ş.'nin («Yazıcılar Holding») 30 Temmuz 2017 tarihli açıklamasında yer alan Anadolu Grubu Birleşmesi konusunda bağlayıcı anlaşmalar ile 18 Ağustos 2017 tarihli yönetim kararları çerçevesinde Yazıcılar Holding, Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. («ÖSYAŞ») ve Anadolu Endüstri Holding A.Ş. («AEH») ile bu şirketleri tüm aktif ve pasifleri ile birlikte bir kül halinde devralmak suretiyle birleşmeye ("Birleşme İşlemi") ve bu birleşme işleminde 30 Haziran 2017 tarihli finansal tabloların esas alınmasına karar vermiştir. Şirketin ilgili açıklamaları Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/620973> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/626394> adresinde yer almaktadır. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") bu birleşme işlemine ilişkin birleşme ve değiştirme oranlarının tespiti için uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.

İşbu Uzman Kuruluş Raporu ("Rapor"), birleşme işlemine ilişkin adil ve makul değişim oranlarının tespiti için yapılan finansal çalışmaların sonuçlarını içermektedir. Raporda, birleşme oranlarının hesaplanması için birleşmeye konu şirketlerin «Pazar Değeri», SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2)'nde («Tebliğ») düzenlendiği üzere, 3 farklı yöntem kullanılarak hesaplanmıştır.

SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliğ'inde belirtilen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasası Birliği tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları («UDS») Pazar Değeri'ni bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutar" olarak tanımlamaktadır.

Yukarıdaki tanımdan anlaşıldığı üzere, Pazar Değeri, değerlendirme konusu payların serbest piyasadaki olası alış-satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir. Raporda yer alan şirket değerleri, üçüncü şahıslar tarafından değerlemeye konu Şirketler'e yapılabilecek fiyat tekliflerine ilişkin bir öneri veya tavsiye olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü şahısların ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, olası sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri fiyatı etkileyecek ve yatırımcının özel amaç ve beklentileri doğrultusunda farklılık gösterebilecektir. Raporda yer alan Şirket Değerleri sadece birleşme oranlarının tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor, İş Yatırım ile Birleşme İşlemi'ne taraf şirketler arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 30 Temmuz 2017 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup, İş Yatırım Birleşme İşlemi ile ilgili bulgularını beyan etmektedir. Raporun muhatapları Yazıcı Holding, ÖSYAŞ ve AEH olup, sadece Birleşme İşlemi'nde kullanılacak Tebliğ'de yer alan Değişim Oranı'nın tespiti hakkında görüş bildirmek dışında başka hiçbir amaca yönelik hazırlanmamıştır.

Değerleme çalışması kapsamında kamuya açıklanmış olan (i) Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 18 Ağustos 2017 tarihli özel bağımsız denetim raporları (ii) Anadolu Grubu Şirketleri'ne<sup>1</sup> mali tablolar ve mevcut ise denetim raporları (iii) Anadolu Grubu Şirketleri yöneticileri tarafından sözlü ve/veya yazılı olarak aktarılan bilgiler kullanılmıştır. Herhangi bir finansal, hukuki, mali ve vergisel "due-diligence" incelemesi gerçekleştirilmemiştir.

(1) Anadolu Grubu Şirketleri: Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin yönetimindeki bağlı ortaklık, ortak girişim ve iştirakleri ifade etmektedir.

Sermaye Piyasası Mevzuatından kaynaklanan yükümlülükler hariç olmak üzere, İş Yatırım yönetici, ortak çalışan veya danışmanlarının, bilgi ve verilerin tam, doğru, güncel ve güvenilir olmaması ve/veya Şirketten ve/veya piyasadan kaynaklanan ve öngörülemeyen herhangi bir sebeple projeksiyonların değişmesinden kaynaklanan herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu Rapor'da yer alan değerlemelerin tarihi 11 Ağustos 2017 olup, Rapor, bu tarihten sonra meydana gelen değişiklikleri içermemektedir. Çalışmada kullanılan Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH için kullanılan mali tablo verileri 18 Ağustos 2017 tarihli denetim raporları ile teyit edilmiştir.

İş Yatırım, 17 Temmuz 2003 tarih ve 37/875 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu İlke Kararında sayılı niteliklerin tamamına sahip olduğunu beyan eder.

Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ  
ve AEH Birleşmesi  
Uzman Kuruluş Raporu

## Yönetici Özeti

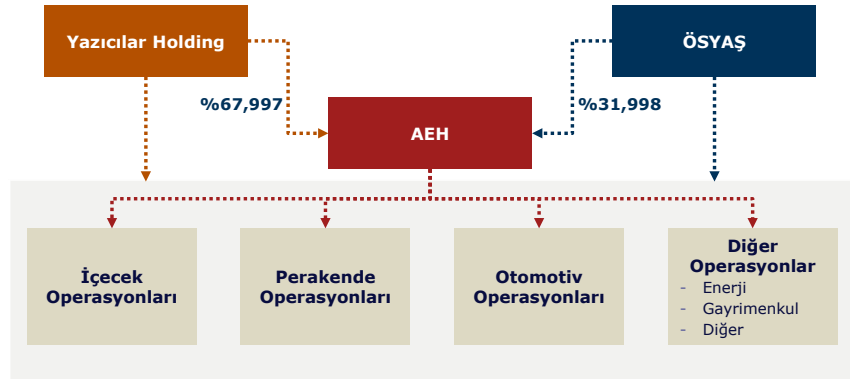
Birleşmeye Konu Şirketler  
Değerleme Yaklaşım ve Sonuçları  
Sonuç  
Ekler

## Birleşme İşlemi

- 18 Ağustos 2017 tarihli yönetim kararı ile Yazıcılar Holding A.Ş. («Yazıcılar Holding»), Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. («ÖSYAŞ») ve Anadolu Endüstri Holding A.Ş. («AEH») ile bu şirketleri tüm aktif ve pasifleri ile birlikte bir küle halinde devralmak suretiyle birleşmeye ("Birleşme İşlemi") ve bu birleşme işlemi 30 Haziran 2017 tarihli finansal tabloların esas alınmasına karar vermiştir. Şirketin kararla ilgili açıklaması Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/626394> adresinde yer almaktadır.
- Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin hepsi birer holding şirketleri olup, ortak iştirakleri müşterek olarak yönetmektedirler (ortak iştirakleri «Anadolu Grubu» olarak adlandırılmaktadır).
- Şirketlerin sermaye/iştirak yapıları aşağıdaki şemada ve yandaki tabloda yer almaktadır.

Kamil Yazıcı Yön.A.Ş.	%33,85
Yazıcı Ailesi Bireyleri	%37,76
Anadolu Ecopack	%0,14
Halk Açık Kısım	%28,25

Tülay Aksoy	%50,00
Tuncay Özilhan	%49,15
Diğer	%0,85



## Anadolu Grubu Şirketleri

- Başlıca Anadolu Grubu şirketlerindeki Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 30.06.2017 tarihi itibarıyla doğrudan ve dolaylı paylarının toplamı aşağıda yer almaktadır.

Bağlı Ortaklık / İştirak	HOLDİNG ŞİRKETLERİ		
	AEH	YAZICILAR HOLDİNG	ÖSYAŞ
AEH	-	68,00%	32,00%
<b>İçecek Operasyonları</b>			
Anadolu Efes	5,96%	27,66%	15,39%
Coca-Cola İçecek	3,00%	13,90%	7,73%
Anadolu Etap	1,99%	9,22%	5,13%
<b>Perakende Operasyonları</b>			
Migros	50,00%	34,00%	16,00%
Adel Kalemcilik	56,89%	38,68%	18,20%
Anadolu Restoran	100,00%	68,00%	32,00%
<b>Otomotiv Operasyonları</b>			
Çelik Motor	100,00%	68,00%	32,00%
Anadolu İsuzu	2,73%	37,56%	17,83%
Anadolu Motor	89,10%	67,93%	32,06%
<b>Diğer Operasyonlar</b>			
<b>Enerji</b>			
Aslanck	33,33%	22,67%	10,67%
Anadolu Kafkasya	89,19%	60,65%	28,54%
<b>Gayrimenkul</b>			
AND Gayrimenkul Şirketleri	100,00%	68,00%	32,00%

## Değerlemenin Amacı

- Bu Uzman Kuruluş Raporunda özetlenen değerlendirme çalışmalarının amacı Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH yönetimlerine, SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2) hükümlerine uygun olarak birleşme işlemine ilişkin adil ve makul değişim oranlarının belirlenmesinde yardımcı olmaktır.

## Değerleme Yöntemleri

Şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak belirlenen 3 yöntem aşağıda özetlenmiştir.

### 1) Özkaynak Yöntemi:

Bu yöntemde Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 30.06.2017 tarihi itibari ile hazırlanmış ve birleşme işlemi için özel denetimden geçirilmiş konsolide finansal tablolarında yer alan, Yazıcılar Holding ve AEH için «Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar», ÖSYAŞ için «Toplam Özkaynaklar» tutarı dikkate alınmıştır. Bağımsız denetim firmasının TMS/TFRS standartları doğrultusunda tüm bilanço kalemlerini denetlediği ve gerekli provizyon ve düzeltmeleri gerçekleştirdiği varsayılmıştır.

### 2) Pazar Yöntemi:

Pazar Yönteminde şirketlerin her ana faaliyet dallarındaki bağlı ortaklık/iştirakleri için :

- halka açık şirketlerde geçmiş 1 ay ile geçmiş 12 ay borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlar üzerinden hesaplanan piyasa değerleri
- halka açık olmayanlar için faaliyet gösterdikleri sektöre uygun olan çarpanlar belirlenerek benzer halka açık şirketlerin piyasa çarpanları

esas alınmış, bulunan değer aralıkları «Parçaların Toplamı» metodolojisi kullanılarak ve değerlemeye konu holding şirketlerin net borçları hesaba katılarak holding şirketlerin özsermaye değerine ulaşılmıştır.

### 3) Gelir Yöntemi:

Holding şirketlerin her ana faaliyet dallarındaki için bağlı ortaklık/iştirakleri için indirgenmiş nakit akım analizleri gerçekleştirilmiş ve bulunan değer aralıkları «Parçaların Toplamı» metodolojisi kullanılarak ve değerlemeye konu holding şirketlerin net borçları hesaba katılarak holding şirketlerin özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## Sonuçlar

### 1) Özkaynak Yöntemi:

30.06.2017 tarihi itibari ile konsolide finansal tablolarda yer alan, «Ana Ortaklığa Ait/Toplam Özkaynaklar» tutarları aşağıda verilmiştir:

(Bin TL)	AEH	Yazıcılar Holding	ÖSYAŞ
Ana Ortaklığa ait / Toplam Özkaynak	2.341.378	3.912.338	2.061.197

### 2) Pazar Yöntemi:

Değerlemeye Konu Şirketler	AEH (Bin TL)	Yazıcılar Holding (Bin TL)	ÖSYAŞ (Bin TL)
<b>Faaliyet Kolları</b>			
AEH	-	(615.724)	(289.752)
İçecek Operasyonları	711.483	3.301.874	1.836.679
Perakende Operasyonları	2.611.161	1.775.504	835.531
Otomotiv Operasyonları	613.257	608.135	287.071
Diğer (*)	346.158	235.376	110.765
<b>FİRMA DEĞERİ</b>	<b>4.282.060</b>	<b>5.305.165</b>	<b>2.780.294</b>
	-	-	-
( - ) 30.06.2017 Net Borç	905.519	(57.494)	(3.817)
( - ) Kar Payı Düzeltmesi	-	50.000	-
	-	-	-
<b>ÖZSERMAYE DEĞERİ</b>	<b>3.376.541</b>	<b>5.312.659</b>	<b>2.784.112</b>

(\*) Diğer faaliyet kolu enerji, gayrimenkul ve destek şirketlerini kapsamaktadır.

### 3) Gelir Yöntemi:

Değerlemeye Konu Şirketler	AEH (Bin TL)	Yazıcılar Holding (Bin TL)	ÖSYAŞ (Bin TL)
<b>Faaliyet Kolları</b>			
AEH	-	(615.724)	(289.752)
İçecek Operasyonları	785.333	3.644.600	2.027.322
Perakende Operasyonları	3.298.829	2.243.096	1.055.574
Otomotiv Operasyonları	602.490	579.282	273.404
Diğer	848.004	576.615	271.348
<b>FİRMA DEĞERİ</b>	<b>5.534.657</b>	<b>6.427.870</b>	<b>3.337.896</b>
	-	-	-
( - ) 30.06.2017 Net Borç	905.519	(57.494)	(3.817)
( - ) Kar Payı Düzeltmesi	-	50.000	-
	-	-	-
<b>ÖZSERMAYE DEĞERİ</b>	<b>4.629.138</b>	<b>6.435.365</b>	<b>3.341.713</b>

(\*) Diğer faaliyet kolu enerji, gayrimenkul ve destek şirketlerini kapsamaktadır.

- Bu çalışmada, birleşme işlemine konu Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH için şirketlerin holding nitelikleri dikkate alınarak seçilen 3 yöntem değerlendirilerek
  - Özkaynak yöntemi,
  - Pazar yöntemi,
  - Gelir yöntemikullanılmıştır.
- 3 yöntem değerlendirilerek, Seçilen Yöntem olarak, 3 holding şirketinde firma değerlerinin %80-85'inin halka açık bağlı ortaklıklarından kaynaklanmasından dolayı, değerlendirme sonuçlarında en fazla ağırlığın %50 ile Pazar Yöntemine verilmesine, değer büyük kısmını yaratan bağlı ortaklıkların üretim ve ticaret şirketleri olması ve Gelir Yöntemi'nin bu şirketlerin gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmamasından dolayı Gelir Yöntemine %40, Özkaynak Yöntemine %10 ağırlık verilmesine karar verilmiştir.
- Her yöntemle göre hesaplanan birleşme ve değişim oranları yandaki tabloda sunulmaktadır.

## Analiz Sonuçları Özeti

	Özkaynak Yöntemi	Pazar Yöntemi	Gelir Yöntemi	Seçilen Yöntem
<b>Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)</b>	5.973.648	8.096.934	9.777.301	<b>8.556.752</b>
<i>Yazıcılar Holding</i>	3.912.338	5.312.659	6.435.365	<b>5.621.709</b>
<i>ÖSYAŞ</i>	2.061.197	2.784.112	3.341.713	<b>2.934.861</b>
<i>AEH*</i>	113	163	223	<b>182</b>
<b>Birleşme Oranı (%)</b>	65,493283%	65,613228%	65,819441%	<b>65,699106%</b>
<b>Birleşme Sonrası Sermaye (TL)</b>	244.299.861,86	243.853.266,57	243.089.271,32	<b>243.534.517,96</b>
<b>Artırılacak Sermaye (TL)</b>	84.299.861,86	83.853.266,57	83.089.271,32	<b>83.534.517,96</b>
<i>ÖSYAŞ</i>	84.295.252,61	83.848.371,54	83.083.731,16	<b>83.529.347,42</b>
<i>AEH*</i>	4.609,25	4.895,03	5.540,16	<b>5.170,54</b>
<b>Değişim Oranları</b>				
<i>ÖSYAŞ</i>	3,242125100	3,224937367	3,195528121	<b>3,212667209</b>
<i>AEH</i>	0,258793536	0,274838963	0,311060766	<b>0,290308046</b>
<b>Oran (%)</b>	10%	50%	40%	

\* AEH için hesaplanan değerden Yazıcılar Holding ve ÖSYAŞ'a ait payın eliminasyonu sonrasındaki birleşmeye esas değer

Seçilen yöntemle göre hesaplanan toplam birleşme oranı **%65,699106**, artırılacak sermaye **83.534.517,96 TL** ve birleşme sonrası sermaye **243.534.517,96**'dir. Bu yöntem ile *adil ve makul değişim oranları* ÖSYAŞ için **3,212667209** ve AEH için **0,290308046** olarak hesaplanmaktadır.

Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ  
ve AEH Birleşmesi  
Uzman Kuruluş Raporu

Yönetici Özeti

► **Birleşmeye Konu Şirketler**

Değerleme Yaklaşım ve Sonuçları

Sonuç

Ekler



## Yazıcılar Holding A.Ş.

Yazıcılar Holding A.Ş. çoğunluk hisseleri Yazıcı Aileleri'ne ait olan, 1976'da İstanbul'da kurulmuş bir holding şirkettir.

Hisse senetleri 2000 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören Yazıcılar Holding'in 30.06.2017 itibariyle halka açıklık oranı %28,25'dir.

Yazıcılar Holding'in 2017 Haziran sonu itibariyle toplam piyasa değeri 3,6 milyar TL'dir.

## Özilhan Sınai Yatırım A.Ş.

Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. çoğunluk hisseleri Özilhan Ailesi'ne ait olan, 1976'da İstanbul'da kurulmuş bir holding şirkettir.

## Anadolu Endüstri Holding A.Ş.

Anadolu Endüstri Holding, 1950'li yıllarda Anadolu kökenli iki girişimci Kamil Yazıcı ve İzzet Özilhan tarafından temelleri atılan Anadolu Grubu'nun büyüme hızına uygun, kurumsal bir yapı altında yönetilmesi amacıyla 24 Kasım 1969'da kurulmuştur.

Kurulduğu günden itibaren faaliyet alanı genişleyen Anadolu Grubu'nun bünyesinde bulunan ve bira, meşrubat, otomotiv, perakende, enerji, tarım, gayrimenkul ve sağlık sektörlerinde faaliyet göstermekte olan şirketler Anadolu Endüstri Holding çatısı altında toplanmakta ve yönetilmektedir.

Yazıcılar Holding A.Ş. (30.06.2017)	Sermayedeki Pay (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Kamil Yazıcı Yönetim ve Danışma A.Ş.	54.163.296	33,85
Yazıcı Ailesi Bireyleri	60.421.296	37,76
Halka Açık Kasım (*)	45.197.418	28,25
Anadolu Ecopack Üretim ve Paz. A.Ş.	217.990	0,14
<b>Toplam</b>	<b>160.000.000</b>	<b>100</b>

Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. (30.06.2017)	Sermayedeki Pay (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Tülay Aksoy	12.999.999	50,00
Tuncay Özilhan	12.779.249	49,15
Diğer	220.752	0,85
<b>Toplam</b>	<b>26.000.000</b>	<b>100</b>

Anadolu Endüstri Holding A.Ş. (30.06.2017)	Sermayedeki Pay (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Yazıcılar Holding A.Ş.	251.587.930	67,997
Özilhan Sınai Yatırım A.Ş.	118.394.260	31,998
Diğer	17.811	0,005
<b>Toplam</b>	<b>370.000.000</b>	<b>100</b>

(\*) Halka açık kısım içerisinde yer alan %3,17 oranındaki 5.073.492 TL'lik kısım, Kamil Yazıcı Yönetim ve Danışma A.Ş.'ye aittir.

# Birleşmeye Konu Şirketler Finansal Tablolar (1/3)

9

## Yazıcılar Holding A.Ş. Konsolide Özet Bilanço

Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>2.121,4</b>	<b>1.597,8</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	339,6	413,4
Finansal Yatırımlar	15,0	9,5
Ticari Alacaklar	625,2	338,9
Stoklar	326,4	221,1
Diğer Dönen Varlıklar	815,2	614,9
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>8.345,2</b>	<b>7.750,3</b>
Finansal Yatırımlar	0,3	0,3
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	5.368,2	5.011,6
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	247,9	251,9
Maddi-maddi olmayan duran varlıklar (net)²	811,8	779,7
Diğer Duran Varlıklar	1.916,9	1.706,8
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>10.466,6</b>	<b>9.348,1</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.777,8</b>	<b>2.464,9</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.268,8	610,7
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.021,0	922,7
Ticari Borçlar	248,8	307,1
Ertelenmiş Gelirler	111,5	42,0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	127,6	582,4
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.923,4</b>	<b>2.412,6</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.562,5	2.147,3
Ertelenmiş Gelirler	323,0	215,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	37,9	49,7
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>5.701,2</b>	<b>4.877,5</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>4.765,4</b>	<b>4.470,5</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>3.912,3</b>	<b>3.755,2</b>
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	853,1	715,4
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>10.466,6</b>	<b>9.348,1</b>

## Yazıcılar Holding A.Ş. Konsolide Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
Hasılat	1.548,5	1.499,6
Satışların Maliyeti	(1.201,2)	(1.214,4)
<b>BRÜT KAR</b>	<b>347,3</b>	<b>285,2</b>
Faaliyet giderleri (-)	(208,4)	(190,9)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler), net	8,5	(9,0)
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımların Karlarından(Zararlarından) Paylar	404,9	41,5
<b>ESAS FAALİYET KARI</b>	<b>552,3</b>	<b>126,9</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler), net	28,0	24,0
Finansman Gelirleri/(Giderleri), net	(250,4)	(128,8)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI(ZARARI)</b>	<b>330,0</b>	<b>22,0</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	27,7	(6,3)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>357,7</b>	<b>15,7</b>
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	-	(8,4)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>357,7</b>	<b>7,3</b>
<b>Dönem Karının (Zararının) Dağılımı</b>		
Ana Ortaklık Payları	228,8	18,4
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	128,9	(11,0)

## Seçilmiş Finansal Rasyolar

Finansal Oran	30.06.2017	31.12.2016
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar (Ana ortaklık)	1,46	1,30
K.V. Yükümlülükler / U.V. Yükümlülükler	0,95	1,02
Dönem Karı (Ana ortaklık) / Toplam Varlıklar	0,02	0,00
Dönem Karı (Ana Ortaklık) / Özkaynaklar (Ana ortaklık)	5,8%	0,5%
Dönem Karı (Zararı) Marjı (Ana ortaklık)	14,8%	1,2%

**Kaynak:** 30.06.2017 tarihi itibarıyla birleşme işlemi için hazırlanmış denetim raporu

**İŞ YATIRIM**



## Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. Konsolide Özet Bilanço

Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>4,1</b>	<b>14,0</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,8	12,8
Ticari Alacaklar	-	0,0
Diğer Dönen Varlıklar	0,2	1,2
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>2.060,2</b>	<b>1.977,0</b>
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	2.060,2	1.976,8
Diğer Duran Varlıklar	-	0,2
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>2.064,3</b>	<b>1.990,9</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5</b>
Ticari Borçlar	0,1	0,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,0	0,4
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>3,1</b>	<b>0,5</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>2.061,2</b>	<b>1.990,5</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>2.064,3</b>	<b>1.990,9</b>

## Özilhan Sınai Yatırım A.Ş. Konsolide Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
Genel Yönetim Giderleri (-)	(0,3)	(0,2)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler), net	(0,0)	0,0
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımların Karlarından(Zararlarından) Paylar	109,1	3,5
<b>ESAS FAALİYET KARI</b>	<b>108,9</b>	<b>3,3</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler), net	0,0	13,8
Finansman Gelirleri/(Giderleri), net	0,3	0,4
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI(ZARARI)</b>	<b>109,2</b>	<b>17,5</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	(0,0)	(0,7)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>109,1</b>	<b>16,8</b>

## Seçilmiş Finansal Rasyolar

Finansal Oran	30.06.2017	31.12.2016
Dönem Karı / Toplam Varlıklar	0,05	0,01
Dönem Karı (Zararı) / Özkaynaklar	5,3%	0,8%

**Kaynak:** 30.06.2017 tarihi itibarıyla birleşme işlemi için hazırlanmış denetim raporu

# Birleşmeye Konu Şirketler Finansal Tablolar (3/3)

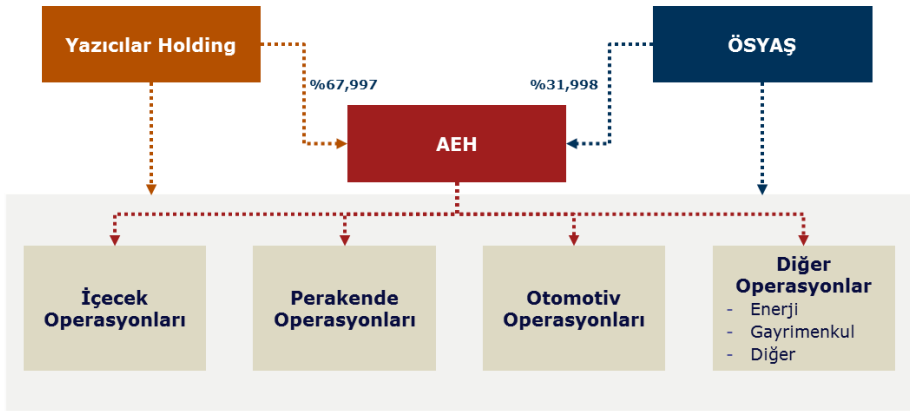
11

Anadolu Endüstri Holding A.Ş. Konsolide Özet Bilanço		
Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>2.062,4</b>	<b>1.504,7</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	282,1	321,4
Finansal Yatırımlar	15,0	9,0
Ticari Alacaklar	625,2	338,9
Stoklar	326,3	221,1
Diğer Dönen Varlıklar	813,8	614,3
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>6.040,0</b>	<b>5.443,6</b>
Finansal Yatırımlar	0,3	0,3
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	3.057,6	2.698,9
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	255,7	259,8
Maddi-maddi olmayan duran varlıklar (net)²	811,6	779,4
Diğer Duran Varlıklar	1.914,7	1.705,2
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>8.102,4</b>	<b>6.948,3</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.720,4</b>	<b>2.462,4</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.268,8	610,7
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.021,0	922,7
Ticari Borçlar	248,7	307,6
Ertelenmiş Gelirler	111,5	42,0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	70,4	579,4
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.923,1</b>	<b>2.412,2</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.562,5	2.147,3
Ertelenmiş Gelirler	323,0	215,6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	37,6	49,3
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>5.643,6</b>	<b>4.874,7</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>2.458,9</b>	<b>2.073,6</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>2.341,4</b>	<b>1.977,2</b>
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	117,5	96,4
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>8.102,4</b>	<b>6.948,3</b>

Anadolu Endüstri Holding A.Ş. Konsolide Özet Gelir Tablosu		
Milyon TL	30.06.2017	31.12.2016
Hasılat	1.548,8	1.499,9
Satışların Maliyeti	(1.201,2)	(1.214,4)
<b>BRÜT KAR</b>	<b>347,6</b>	<b>285,5</b>
Faaliyet giderleri (-)	(203,5)	(187,9)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler), net	8,5	(9,0)
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımların Karlarından(Zararlarından) Paylar	390,4	(9,7)
<b>ESAS FAALİYET KARI</b>	<b>543,0</b>	<b>78,9</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler), net	28,1	2,6
Finansman Gelirleri/(Giderleri), net	(253,0)	(131,1)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI(ZARARI)</b>	<b>318,1</b>	<b>(49,6)</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	26,9	(5,4)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>345,0</b>	<b>(55,0)</b>
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	-	(8,4)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>345,0</b>	<b>(63,3)</b>
<b>Dönem Karının (Zararının) Dağılımı</b>		
Ana Ortaklık Payları	317,9	(76,9)
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	27,1	13,6
<b>Seçilmiş Finansal Rasyolar</b>		
<b>Finansal Oran</b>	<b>30.06.2017</b>	<b>31.12.2016</b>
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar (Ana ortaklık)	2,41	2,47
K.V. Yükümlülükler / U.V. Yükümlülükler	0,93	1,02
Dönem Karı (Ana ortaklık) / Toplam Varlıklar	0,04	(0,01)
Dönem Karı (Zararı) (Ana Ort) / Özkaynaklar (Ana Ort)	13,6%	-3,9%
Dönem Karı (Zararı) Marjı (Ana ortaklık)	20,5%	-5,1%
<b>Kaynak:</b>	30.06.2017 tarihi itibarıyla birleşme işlemi için hazırlanmış denetim raporu	

## İştirak Şeması

Anadolu Grubu şirketleri faaliyet kollarına göre organizasyon şeması aşağıda gösterilmektedir.



**Not:** Yazıcılar Holding A.Ş. ve Özilhan Sınai Yatırım A.Ş., bağlı ortaklıklarını ve iştiraklerini Anadolu Endüstri Holding A.Ş. üzerinden kontrol etmekle beraber, bazı ortaklıklarda direkt payları da bulunmaktadır.

## İştirak Oranları

Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 30.06.2017 tarihi itibarıyla değerlendirme çalışmasında dikkate alınan Anadolu Grubu şirketlerindeki doğrudan ve dolaylı paylarının toplamı aşağıda yer almaktadır.

Bağlı Ortaklık / İştirak	Holding Şirketler		
	AEH	Yazıcılar Holding	ÖSYAŞ
AEH	-	68,00%	32,00%
<b>İçecek Operasyonları</b>			
Anadolu Efes	5,96%	27,66%	15,39%
Coca-Cola İçecek	3,00%	13,90%	7,73%
Anadolu Etap	1,99%	9,22%	5,13%
<b>Perakende Operasyonları</b>			
Migros	50,00%	34,00%	16,00%
Adel Kalemcilik	56,89%	38,68%	18,20%
Anadolu Restoran	100,00%	68,00%	32,00%
Hamburger Restoran	100,00%	68,00%	32,00%
Ülkü	73,18%	49,76%	23,42%
<b>Otomotiv Operasyonları</b>			
Çelik Motor	100,00%	68,00%	32,00%
Anadolu İsuzu	2,73%	37,56%	17,83%
Anadolu Motor	89,10%	67,93%	32,06%
<b>Diğer Operasyonlar</b>			
<b>Enerji</b>			
Aslancık	33,33%	22,67%	10,67%
Anadolu Kafkasya	89,19%	60,65%	28,54%
AES Toptan Elektrik	100,00%	68,00%	32,00%
Anadolu Termik Santralleri	100,00%	68,00%	32,00%
<b>Gayrimenkul</b>			
AND Gayrimenkul Şirketleri	100,00%	68,00%	32,00%
<b>Diğer</b>			
Efes Tur	100,00%	68,00%	32,00%
AEH Sigorta Acenteliği	100,00%	68,00%	32,00%
AEH Handels	100,00%	68,00%	32,00%

## İçecek Operasyonları

İçecek Grubu'nda Anadolu Efes, Coca-Cola İçecek ve Anadolu Etap şirketleri bulunmaktadır. Grup, hem alkollü hem de alkolsüz içecekler pazarında üretim, işleme, dağıtım ve satış faaliyetleri göstermektedir.

### Anadolu Efes

Anadolu Efes, alkollü içecekler pazarında 6 ülkede (Türkiye, Rusya, Kazakistan, Gürcistan, Moldova ve Ukrayna) 14 fabrikası ve 6 malt üretim tesisiyle faaliyetlerini sürdürmekte olup 40'tan fazla yerli ve yabancı bira markasını tüketicilerine sunmaktadır.

Anadolu Efes'in yurtiçinde 3 bira fabrikası, 2 malt üretim tesisi ve 1 adet şerbetçiotu işleme tesisi bulunmaktadır. Anadolu Efes Türkiye'de toplam yıllık 9,5 milyon hektolitreye bira ve 118 bin ton malt üretim kapasitesine sahiptir.

Anadolu Efes'in %100 oranında bağlı ortaklığı olan Efes Breweries International N.V. (EBI), uluslararası bira operasyonlarında ana şirkettir. 11 bira fabrikası, 4 malt üretim tesisi ve 1 PET preform üretim tesisine sahip olup, toplam 30 milyon hektolitreye bira ve 130 bin ton malt üretim kapasitesine sahiptir.

### Coca-Cola İçecek

Coca-Cola İçecek, alkolsüz içecekler pazarında 25 fabrikası ile 10 ülkede (Türkiye, Pakistan, Kazakistan, Azerbaycan, Kırgızistan, Türkmenistan, Tacikistan, Irak, Ürdün ve Suriye), Coca-Cola Company'nin 25'ten fazla yerli ve uluslararası markasını tüketicilerine sunmaktadır.

Anadolu Efes'in %50,3 oranında bağlı ortaklığı konumunda bulunan Coca-Cola İçecek A.Ş. ,yurtiçi ve yurtdışı meşrubat operasyonlarında ana şirket olup, 24 işleme tesisinde toplam 1.461 milyon ünite kasa işleme kapasitesine sahiptir.

### Anadolu Etap

Anadolu Grubu, Özgörkey Holding ve Brezilyalı Cutrale ortak girişimiyle 2009 yılında kurulan Anadolu Etap'ın Türkiye'de 3 fabrika, 1 meyve paketleme tesisi ve 7 çiftlik ile faaliyet göstermektedir. 25 bin dekar arazi üzerinde 3,5 milyon meyve ağacına sahip olan Anadolu Etap, kendi fabrikalarında işlediği meyveler ile müşterilerine taze meyve ve meyve suyu konsantresi sunmaktadır.

## Otomotiv Operasyonları

Otomotiv sektöründe üç ana şirket bulunmaktadır. Bunlar Anadolu Isuzu, Çelik Motor ve Anadolu Motor'dur.

### Anadolu Isuzu

Anadolu Grubu, Isuzu Motors Limited ve Itochu ortaklığında halka açık olan Anadolu Isuzu ile, hafif kamyon, kamyonet, otobüs ve pick-up gibi ticari araçların üretim ve pazarlamasını gerçekleştirmektedir.

### Çelik Motor

2001 yılından günümüze KIA markasının Türkiye distribütörlüğünü yürüten Çelik Motor, uzun dönem araç kiralama markası Çelik Motor Filo ve 2014 yılında Türkiye'nin ilk yüzde yüz yerli sermayeli kurumsal rent-a-car markası olarak sektöre iddialı bir giriş yapan Garenta markalarını 2016 yılında Garenta çatısı altında birleştirmiştir. Çelik Motor, uzun dönem kiralamalarda GarentaPRO, kısa dönem kiralamalarda GarentaDAY markalarıyla; 30.000 adedi aşan araç parkına sahiptir. Yine Çelik Motor'un altında 2013 yılında kurulan online 2. el otomobil açık artırma platformu ikinciye.com yıllık 15.000 adedin üzerindeki otomobil satış gerçekleştirmektedir.

### Anadolu Motor

Anadolu Motor kendi markası «ANTOR» adı altında çim biçme makineleri, dal parçalayıcılar, motopompalar ve benzinli-dizel motorlu jeneratör üretmektedir. Aynı zamanda gene kendi markası «ANTRAC» adı ile de çapa makineleri üretmektedir. HONDA markaları ile Güç Ürünleri ve LS, LANDINI ve SOLIS markaları ile traktör satışları yapmaktadır.

## Perakende Operasyonları

### Migros Grubu

Temelleri 1954 yılında atılan, Migros Ticaret A.Ş., yiyecek ve içecekler ile dayanaklı tüketim mallarının, sahibi bulunduğu Migros, 5M, M-Jet ve Macrocenter mağazaları, alışveriş merkezleri, yurtdışındaki Ramstore'lar ve internet üzerinden toplam 27.358 çalışanı ile müşterilerine hizmet vermektedir.

Şirket, 30 Haziran 2017 itibarıyla 1.829 perakende mağazası ve 15 toptan satış mağazası olmak üzere toplam 1.844 mağazada faaliyet göstermektedir. 170 perakende mağazası Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Lojistik ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin satın alımından gelmiştir.

### Adel Kalemcilik

Kalem ve kırtasiye alanında, yazım ve boyama gereçleri üreticisi Faber-Castell ile işbirliği faaliyetlerine 1969 yılında başlayan Adel Kalemcilik, bu işbirliğini 1995 yılında ortaklığa dönüştürmüştür.

Adel, Adeland ve Faber-Castell markaları altında üretim, ithalat ve dağıtım gibi ürün gruplarında pazar payı vardır. Faber-Castell Aktiengesellschaft ile birlikte kurduğu Faber-Castell Anadolu LLC şirketi Rusya da ticari faaliyetlerde bulunmaktadır.

Şirket'in %7,67 hisse pay oranına sahip iştiraki Ülkü Kırtasiye Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin diğer ortağı Anadolu Endüstri Holding A.Ş. olup, hisse pay oranı %68,81'dir.

### Anadolu Restoran İşletmeleri

Anadolu Restoran, dünyanın en değerli 4. markası olan McDonald's'ın, 2005 yılından bu yana Türkiye'deki lisansörü olarak faaliyet gösteriyor. 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla kendi işlettiği ve alt lisansiyerler tarafından işletilen restoran sayıları toplamı 259 olup, ortalama personel sayısı 4.792'tür.

Şirket'in %39,22 hisse pay oranına sahip iştiraki Hamburger Restoran İşletmeleri A.Ş.'nin diğer ortağı Anadolu Endüstri Holding A.Ş.'dir.

## Diğer Operasyonlar

Enerji, Gayrimenkul ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren diğer bağlı ortaklıklar ve iştirakleri bulunmaktadır.

### Enerji

Anadolu Grubu enerji sektöründe faaliyetlerini Aslancık Barajı ve Hidroelektrik Santrali (Aslancık HES) ve Paravani Hidroelektrik Santrali (Paravani HES) ile yürütmektedir.

Enerji sektörünün ilk yatırımı olarak, Doğan ve Doğu Gruplarıyla birlikte hayata geçirilmiş 120 MW Aslancık Barajı ve Hidroelektrik Santrali 2014 yılının Mart ayında ve Gürcistan'da bulunan 90 MW kurulu gücündeki Paravani Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali 2014 yılının Ekim ayında faaliyete geçmiştir.

### Gayrimenkul

Gayrimenkul sektöründe AND markasıyla faaliyet gösteren 3 şirket bulunmaktadır. «And Kozyatağı» adıyla yapılmış ve kiralanmakta olan 35.000 m<sup>2</sup> ofis alanın mevcuttur. Ayrıca mülkiyeti Anadolu Grubu'na ait 71.752 m<sup>2</sup> arazi üzerinde 300.000 m<sup>2</sup> büyüklüğünde inşaat alına sahip «And Pastel» projesinin inşaat çalışmaları devam etmektedir.

### Diğer Bağlı Ortaklıklar

Anadolu Grubu şirketlerine destek amaçlı faaliyet gösteren diğer şirketler AEH Handels GMBH, Efes Tur Turizm İşletmeleri A.Ş. ve AEH Sigorta Acenteliği A.Ş.'dir.

Ayrıca Grup içerisinde gayriaktif veya tasfiye halinde bazı şirketler de bulunmaktadır.

Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ  
ve AEH Birleşmesi  
Uzman Kuruluş Raporu

Yönetici Özeti

Birleşmeye Konu Şirketler

► **Değerleme Yöntem ve Sonuçları**

Sonuç

Ekler



Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin pay değerlerinin belirlenmesi için SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2) hükümlerine uygun olarak 3 farklı yöntem kullanılmıştır :

## Özkaynak Yöntemi

- Özkaynak yönteminde toplam değer, SPK düzenlemeleri gereğince TMS / TFRS'ye göre hazırlanmış, birleşmeye esas olan ve bu amaçla özel bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2017 tarihli konsolide mali tablolarında yer alan tutardır.
- Bu yöntem şirketlerin geçmiş yıllarda yatırmış ve yaratmış (ve dağıtmamış) oldukları kayıtlı özsermaye tutarını gösterir.
- Bu yöntem, şirketlerin sektördeki konumu, gelecek potansiyeli, «know-how»u gibi unsurların değere etkisini yansıtmamaktadır.

## Pazar Yöntemi

- Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder.
- Bu yöntemde, «parçaların toplamı» metodolojisi uygulanmış, Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin bağlı ortaklıklarından gelen değer tespiti için halka açık olup olmadıklarına göre mevcut piyasa değerleri veya halka açık şirket çarpanları kullanılmıştır.
- Bu yöntem sermaye piyasalarının orta vadeli gelecek ve sektör beklentileri çerçevesinde atfettikleri değeri yansıtmakta olup, şirketlere özel hususları ve uzun vadeli potansiyeli yansıtmayabilmektedir.

## Gelir Yöntemi

- Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.
- Bu yöntemde, «parçaların toplamı» metodolojisi uygulanmış, Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin bağlı ortaklıklarından gelen değer tespiti için indirgenmiş nakit akımları analizi gerçekleştirilmiştir.
- Bu yöntem, şirketlerin uzun vadeli gelecek potansiyelini yansıtan bir yaklaşım olup, geleceğe ilişkin yapılan varsayımların belirtilenlerden farklı gerçekleşme riskini içermektedir.

Şirketlerin bağlı ortaklıkları ve iştirakleri birbirinden çok farklı sektörlerde olması sebebiyle, holding seviyesinde bir piyasa çarpanı veya indirgenmiş nakit akımı analizi uygun görülmemiştir.

Pazar ve Gelir yöntemleri faaliyet kolları bazında uygulanmış olup, «parçaların toplamı» yöntemi ile holding seviyesinde şirket özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

### Özkaynak Yöntemi

- Özkaynak yönteminde, Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 30.06.2017 tarihi itibari ile hazırlanmış ve birleşme işlemi için özel denetimden geçirilmiş konsolide finansal tablolarında yer alan, Yazıcılar Holding ve AEH için «Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar», ÖSYAŞ için «Toplam Özkaynaklar» tutarı dikkate alınmıştır. Bağımsız denetim firmasının TMS/TFRS standartları doğrultusunda tüm bilanço kalemlerini denetlediği ve gerekli provizyon ve düzeltmeleri gerçekleştirdiği varsayılmıştır.
- Yazıcılar Holding ve AEH için finansal tablolarla özkaynaklar altında yer alan «Kontrol Gücü Olmayan Paylar» kalemi şirketlerin bağlı ortaklıklarındaki diğer (azınlık) ortaklara ait özkaynak tutarlarını ifade etmesinden dolayı birleşme oranlarının hesaplanmasında dikkate alınmamıştır.
- Yazıcılar Holding'in 30.07.2017 tarihli «Anadolu Grubu Birleşmesi konusunda bağlayıcı anlaşmaların imzalanması» hakkındaki açıklamasında (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/620973>) birleşme öncesinde Yazıcılar Holding'teki yaklaşık 50 milyon TL tutarındaki nakit bakiyesi ilave bir kar dağıtımı yapılması suretiyle Yazıcılar Holding ortaklarına dağıtılacağı ifade edilmektedir.
- Yazıcılar Holding'in 30.06.2017 finansal tablolarında söz konusu anlaşmalara istinaden ilgili kar payı tutarı için «Ortaklara borçlar» kaleminde karşılık ayrılarak toplam özsermaye tutarından düşülmüştür. Gerekli karşılık ayrılmış olduğundan, finansal tabloda yer alan «Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar» tutarı herhangi bir düzeltme yapılmadan kullanılmıştır.
- AEH ve ÖSYAŞ'ta finansal rapor tarihinden sonra özkaynak kalemini etkileyen herhangi bir işlem yapılmadığından o şirketler için de «Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar» ve «Toplam Özkaynaklar» tutarı herhangi bir düzeltme yapılmadan kullanılmıştır.

### Pazar Yöntemi

- UDS, Pazar Yaklaşımı'nı «varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşım» olarak tanımlamaktadır.
- Yazıcılar Holding halka açık ve borsada işlem görse de ÖSYAŞ ve AEH borsada işlem görmediklerinden doğrudan piyasa değerleri yöntemini kullanmak mümkün değildir.
- Birleşme işlemine dolayısıyla değerlemeye konu şirketler çok farklı sektörlerde faaliyet gösteren bağlı ortaklık, ortak girişim ve iştiraklere sahip holding şirketleridir. Dolayısıyla, değerlemeye konu şirketlerin bazı mali tablo kalemlerini esas alan piyasa çarpanları yöntemini kullanmak da uygun görülmemiştir.
- Pazar Yöntemi olarak şirketlerin her ana faaliyet dallarındaki bağlı ortaklık/iştirakleri için değer aralıkları tespit edilmiş, «parçaların toplamı» metodolojisi değer aralıklarının orta noktaları esas alınarak uygulanmış, değerlemeye konu holding şirketlerinin net borçları hesaba katılarak özsermaye değerlerine ulaşılmıştır.
- Halka açık bağlı ortaklık / iştirakler için geçmiş 1 ay ile geçmiş 12 ay borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlar üzerinden hesaplanan piyasa değerleri esas alınmıştır.
- Halka açık olmayan bağlı ortaklık / iştirakler için faaliyet gösterdikleri sektöre uygun olan çarpanlar belirlenerek benzer halka açık şirketlerin piyasa çarpanları esas alınarak değer aralığı takdir edilmiştir.
- Her faaliyet kolu için esas alınan piyasa değerleri veya piyasa çarpanlarına ilişkin bilgiler Ek 1'de yer almaktadır.

Not : Çalışmalar 11 Ağustos 2017 itibari ile tamamlanmıştır.

### Gelir Yöntemi

- UDS uyarınca Gelir Yaklaşımı'nda «Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak» tespit edilir.
- Birleşme işlemine dolayısıyla değerlemeye konu şirketler çok farklı sektörlerde faaliyet gösteren bağlı ortaklık, ortak girişim ve iştiraklere sahip holding şirketlerdir. Dolayısıyla, değerlemeye konu şirketler için holding seviyesinde nakit projeksiyonları oluşturarak indirgenmiş nakit akış analizi («İNAA»)gerçekleştirmek uygun görülmemiştir.
- Holding şirketlerinin ana faaliyet dallarındaki için bağlı ortaklık/iştirakleri için indirgenmiş nakit analizleri gerçekleştirilmiş ve bulunan değer aralıkları «parçaların toplamı» metodolojisi kullanılarak ve değerlemeye konu holding şirketlerin net borçları hesaba katılarak holding şirketlerin özsermaye değerine ulaşılmıştır.
- Her faaliyet kolunda şirketler için ilgili şirketin yönetimince oluşturulan iş planları esas alınmış, İş Yatırım tarafından sorgulanmış ve gerekli görülen ayarlamalar yapılarak İNAA uygulanmıştır.
- Şirketlerin atıl gayrimenkulleri olması durumunda önemli nitelikte görülen gayrimenkuller için SPK standartlarında ekspertiz raporları ve diğerleri için yönetimce sağlanan tarihi maliyet veya üçüncü taraflarca sağlanan tutarlar dikkate alınmıştır.
- Gayrimenkul faaliyet kolunda yer alan şirketler için gayrimenkul ekspertiz raporlarındaki değerler esas alınarak şirket değerleri hesaplanmıştır.

*Not : Çalışmalar 11 Ağustos 2017 itibari le tamamlanmıştır.*

- Birleşmeye esas değer hesaplanırken, şirketler için özkaynak yöntemi ile bulunan değerler özsermaye değeri olarak esas alınmıştır. Özsermaye değerleri olarak 30.06.2017 tarihi itibari ile hazırlanmış ve birleşme işlemi için özel denetimden geçirilmiş konsolide finansal tablolarında yer alan, ve 9-10-11'nci sayfalarda gösterilen «Ana Ortaklığa Ait/Toplam Özkaynaklar» tutarları kullanılmıştır.
- Daha önce de bahsedildiği üzere Yazıcılar Holding'in finansal tablolarında birleşme öncesi dağıtılması planlanan 50 milyon TL kar payı için karşılık ayrıldığından, ÖSYAŞ ve AEH içinde 30.06.2017'den sonra kar payı vb. bir sermaye işlemi gerçekleştirilmediğinden finansal tablolardan alınan tutarlar herhangi bir düzeltmeye tabi tutulmamıştır.
- Yazıcılar Holding ile ÖSYAŞ'ın AEH'deki toplam %99,995 oranındaki payları sebebiyle, AEH'nin özsermaye değerinde gerekli eliminasyonlar yapılarak birleşme sonrası toplam değere ulaşılmıştır.
- Özkaynak yöntemine göre gerekli eliminasyonlar sonrası:
  - birleşmeye esas toplam değer 5.973.648 bin TL,
  - birleşme oranı %65,493283
  - sermaye artırım tutarı 84.299.861,86 TL ve birleşme sonrası sermaye 244.299.861,86 TL
  - değişirme oranları da ÖSYAŞ için 3,242125100 ve AEH için 0,258793536 olarak hesaplanmaktadır.

## Birleşmeye Esas Değer

ÖZKAYNAK YÖNTEMİ	Devralan Ortaklık Yazıcılar Holding	Devrolan Ortaklık ÖSYAŞ	Devrolan Ortaklık AEH	TOPLAM
Ödenmiş / Çıkarılmış Sermaye (TL)	E 160.000.000	J 26.000.000	370.000.000	
Özkaynak Değeri (Bin TL)	3.912.338	2.061.197	2.341.378	
Yazıcılar Holding - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(1.592.061)	
ÖSYAŞ - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(749.205)	
				D
Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)	A 3.912.338	B 2.061.197	C 113	5.973.648

## Birleşme ve Değişirme Oranları

Birleşme Oranı (F)	= A / D	=	3.912.338	/	5.973.648	=	65,493283%
Birleşme Sonrası Sermaye (G)	= E / F	=	160.000.000	/	65,49328%	=	244.299.861,86 TL
Artırılacak Sermaye (H)	= G - E	=	244.299.862	-	160.000.000	=	84.299.861,86 TL
OSYAŞ (H.1)	= G x B / D	=	244.299.862	X	34,50483%	=	84.295.252,61 TL
AEH (H.2)	= G x C / D	=	244.299.862	X	0,00189%	=	4.609,25 TL
<b>Değişirme Oranları</b>							
OSYAŞ	= H.1 / J	=	84.295.253	/	26.000.000	=	3,242125100
AEH	= H.2 / AEH Diğer	=	4.609	/	17.811	=	0,258793536
AEH Diğer (nominal TL) =			17.810,54	TL			

**Not :** Hesaplamalar kısırlı yapılmış olup, raporda yuvarlama yapılarak sunulmuştur. Rapor kapsamındaki hesaplamalarda kısırlı tutarlar kullanılmıştır.

- Pazar Yönteminde şirketlerin her ana faaliyet dallarındaki bağlı ortaklık/iştirakleri için :
  - halka açık olmaları durumunda geçmiş 1 ay ile geçmiş 12 ay borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlar üzerinden hesaplanan piyasa değerleri,
  - halka açık olmamaları durumunda faaliyet gösterdikleri sektöre uygun olan çarpanlar belirlenerek benzer halka açık şirketlerin piyasa çarpanları esas alınmıştır.
- Her faaliyet kolu için esas alınan piyasa değerleri veya piyasa çarpanlarına ilişkin bilgiler Ek 1’de yer almaktadır.
- Gayrimenkul geliştirme şirketleri için piyasa çarpanlarına esas değer olarak gayrimenkul ekspertiz raporlarındaki pazar değerleri ile güncellenmiş özsermaye değerleri esas alınmıştır.
- Faaliyetleri durdurulmuş veya tasfiye halindeki şirketlerin değeri 0 (sıfır) varsayılmıştır. Faal olan ama küçük boyuttaki bağlı ortaklık/iştirakler ise bilançolarında yer alan özkaynak değeri ile çalışmaya dahil edilmiştir.
- «Parçaların Toplamı» metodolojisi bağlı ortaklık/iştirakler için belirlenen özsermaye değer aralıklarının orta noktaları esas alınarak uygulanmış ve değerlemeye konu holding şirketlerin firma değerlerine ulaşılmıştır.
- Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH’nin 30.06.2017 tarihli solo bilançolarında yer alan Net Borç tutarlarına göre şirketlerin özsermaye değerleri hesaplanmıştır. Yazıcılar Holding için birleşme öncesi dağıtılması planlanan 50 milyon TL tutarında kar payı ve AEH için atıl gayrimenkul tutarları dikkate alınarak özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## Net Borç

30.06.2017 itibari ile (Bin TL)	AEH	Yazıcılar Holding	ÖSYAŞ
(-) Nakit ve Nakit Benzerleri	102.631	57.494	3.817
(-) Atıl Gayrimenkul	4.200	-	-
(+) Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.012.350	-	-
(+) Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	-
(+)Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-
<b>TOPLAM NET BORÇ</b>	<b>905.519</b>	<b>(57.494)</b>	<b>(3.817)</b>

## Değerleme Sonuçları

Değerlemeye Konu Şirketler	AEH (Bin TL)	Yazıcılar Holding (Bin TL)	ÖSYAŞ (Bin TL)
<b>Faaliyet Kolları</b>			
AEH	-	(615.724)	(289.752)
İçecek Operasyonları	711.483	3.301.874	1.836.679
Perakende Operasyonları	2.611.161	1.775.504	835.531
Otomotiv Operasyonları	613.257	608.135	287.071
Diğer (*)	346.158	235.376	110.765
<b>FİRMA DEĞERİ</b>	<b>4.282.060</b>	<b>5.305.165</b>	<b>2.780.294</b>
	-	-	-
( - ) 30.06.2017 Net Borç	905.519	(57.494)	(3.817)
( - ) Kar Payı Düzeltmesi	-	50.000	-
	-	-	-
<b>ÖZSERMAYE DEĞERİ</b>	<b>3.376.541</b>	<b>5.312.659</b>	<b>2.784.112</b>

(\*) Diğer faaliyet kolu enerji, gayrimenkul ve destek şirketlerini kapsamaktadır.

- Birleşmeye esas değer hesaplanırken, şirketler için Pazar Yöntemi ile bulunan değerler özsermaye değeri olarak esas alınmıştır. Özsermaye değerleri olarak sayfa 20'de gösterilen «Özsermaye Değeri» tutarları kullanılmıştır.
- Yazıcılar Holding ile ÖSYAŞ'ın AEH'deki toplam %99,995 oranındaki payları sebebiyle, AEH'nin özsermaye değerinde gerekli eliminasyonlar yapılarak birleşme sonrası toplam değere ulaşılmıştır.
- Pazar yöntemine göre gerekli eliminasyonlar sonrası:
  - birleşmeye esas toplam değer 8.096.934 bin TL,
  - birleşme oranı %65,613228
  - sermaye artırım tutarı 83.853.266,57 TL ve birleşme sonrası sermaye 243.853.266,57 TL
  - değiştirme oranları da ÖSYAŞ için 3,224937367 ve AEH için 0,274838963 olarak hesaplanmaktadır.

### Birleşmeye Esas Değer

PAZAR YÖNTEMİ	Devralan Ortaklık Yazıcılar Holding	Devrolan Ortaklık ÖSYAŞ	Devrolan Ortaklık AEH	TOPLAM
Ödenmiş / Çıkarılmış Sermaye (TL)	<b>E</b> 160.000.000	<b>J</b> 26.000.000	370.000.000	
Özkaynak Değeri (Bin TL)	5.312.659	2.784.112	3.376.541	
Yazıcılar Holding - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(2.295.938)	
ÖSYAŞ - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(1.080.441)	
<b>Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)</b>	<b>A</b> 5.312.659	<b>B</b> 2.784.112	<b>C</b> 163	<b>D</b> 8.096.934

### Birleşme ve Değiştirme Oranları

<b>Birleşme Oranı (F)</b>	= A / D	=	5.312.659	/	8.096.934	=	65,613228%
<b>Birleşme Sonrası Sermaye (G)</b>	= E / F	=	160.000.000	/	65,613228%	=	243.853.266,57 TL
<b>Artırılacak Sermaye (H)</b>	= G - E	=	243.853.267	-	160.000.000	=	83.853.266,57 TL
OSYAŞ (H.1)	= G x B / D	=	243.853.267	X	34,38476%	=	83.848.371,54 TL
AEH (H.2)	= G x C / D	=	243.853.267	X	0,00201%	=	4.895,03 TL
<b>Değiştirme Oranları</b>							
OSYAŞ	= H.1 / J	=	83.848.372	/	26.000.000	=	3,224937367
AEH	= H.2 / AEH Diğer	=	4.895	/	17.811	=	0,274838963
<i>AEH Diğer (nominal TL) =</i>			17.810,54	TL			

**Not :** Hesaplamalar küsuratlı yapılmış olup, Raporda yuvarlama yapılarak sunulmuştur. Rapor kapsamındaki hesaplamalarda küsuratlı tutarlar kullanılmıştır.

- Gelir yönteminde her faaliyet kolunda şirketler için ilgili şirketin yönetimince oluşturulan iş planları esas alınmış, İş Yatırım tarafından sorgulanmış ve gerekli görülen ayarlamalar yapılarak indirgenmiş nakit akım analizleri («İNAA») uygulanmıştır.
- İNAA'da kullanılan nakit akımları ve indirgeme için kullanılacak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyet hesaplama yöntemleri Ek 2'de sunulmuştur.
- Şirketlerin atıl gayrimenkulleri olması durumunda önemli nitelikte görülen gayrimenkuller için SPK standartlarında ekspertiz raporları ve diğerleri için yönetimce sağlanan tarihi maliyet veya üçüncü taraflarca sağlanan tutarlar dikkate alınmıştır.
- Gayrimenkul geliştirme şirketleri için gayrimenkul ekspertiz raporlarındaki gelir indirgeme değerleri ile güncellenmiş özsermaye değerleri esas alınmıştır.
- Faaliyetleri durdurulmuş veya tasfiye halindeki şirketlerin değeri 0 varsayılmıştır. Faal olan ama küçük boyuttaki bağlı ortaklık/iştirakler ise bilançolarında yer alan özkaynak değeri ile çalışmaya dahil edilmiştir.
- «Parçaların Toplamı» metodolojisi bağlı ortaklık/iştirakler için belirlenen özsermaye değer aralıklarının orta noktaları esas alınarak uygulanmış ve değerlemeye konu holding şirketlerin firma değerlerine ulaşılmıştır.
- Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH'nin 30.06.2017 tarihli solo bilançolarında yer alan Net Borç tutarlarına göre şirketlerin özsermaye değerleri hesaplanmıştır. Yazıcılar Holding için birleşme öncesi dağıtılması planlanan 50 milyon TL tutarında kar payı ve AEH için atıl gayrimenkul tutarları dikkate alınarak özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## Net Borç

30.06.2017 itibari ile (Bin TL)	AEH	Yazıcılar Holding	ÖSYAŞ
(-) Nakit ve Nakit Benzerleri	102.631	57.494	3.817
(-) Atıl Gayrimenkul	4.200	-	-
(+) Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.012.350	-	-
(+) Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	-
(+) Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-
<b>TOPLAM NET BORÇ</b>	<b>905.519</b>	<b>(57.494)</b>	<b>(3.817)</b>

## Değerleme Sonuçları

Değerlemeye Konu Şirketler	AEH (Bin TL)	Yazıcılar Holding (Bin TL)	ÖSYAŞ (Bin TL)
<b>Faaliyet Kolları</b>			
AEH	-	(615.724)	(289.752)
İçecek Operasyonları	785.333	3.644.600	2.027.322
Perakende Operasyonları	3.298.829	2.243.096	1.055.574
Otomotiv Operasyonları	602.490	579.282	273.404
Diğer	848.004	576.615	271.348
<b>FİRMA DEĞERİ</b>	<b>5.534.657</b>	<b>6.427.870</b>	<b>3.337.896</b>
	-	-	-
( - ) 30.06.2017 Net Borç	905.519	(57.494)	(3.817)
( - ) Kar Payı Düzeltmesi	-	50.000	-
	-	-	-
<b>ÖZSERMAYE DEĞERİ</b>	<b>4.629.138</b>	<b>6.435.365</b>	<b>3.341.713</b>

(\*) Diğer faaliyet kolu enerji, gayrimenkul ve destek şirketlerini kapsamaktadır.

- Birleşmeye esas değer hesaplanırken, şirketler için Gelir Yöntemi ile bulunan değerler özsermaye değeri olarak esas alınmıştır. Özsermaye değerleri olarak sayfa 22'de gösterilen «Özsermaye Değeri» tutarları kullanılmıştır.
- Yazıcılar Holding ile ÖSYAŞ'ın AEH'deki toplam %99,995 oranındaki payları sebebiyle, AEH'nin özsermaye değerinde gerekli eliminasyonlar yapılarak birleşme sonrası toplam değere ulaşılmıştır.
- Gelir yöntemine göre gerekli eliminasyonlar sonrası:
  - birleşmeye esas toplam değer 9.777.301 bin TL,
  - birleşme oranı %65,819441
  - sermaye artırım tutarı 83.089.271,32 TL ve birleşme sonrası sermaye 243.089.271,32 TL
  - değiştirme oranları da ÖSYAŞ için 3,195528121 ve AEH için 0,311060766 olarak hesaplanmaktadır.

### Birleşmeye Esas Değer

GELİR YÖNTEMİ	Devralan Ortaklık Yazıcılar Holding	Devrolan Ortaklık ÖSYAŞ	Devrolan Ortaklık AEH	TOPLAM
Ödenmiş / Çıkarılmış Sermaye (TL)	E 160.000.000	J 26.000.000	370.000.000	
Özkaynak Değeri (Bin TL)	6.435.365	3.341.713	4.629.138	
Yazıcılar Holding - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(3.147.663)	
ÖSYAŞ - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(1.481.252)	
Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)	A 6.435.365	B 3.341.713	C 223	D 9.777.301

### Birleşme ve Değiştirme Oranları

Birleşme Oranı (F)	= A / D	=	6.435.365	/	9.777.301	=	65,819441%
Birleşme Sonrası Sermaye (G)	= E / F	=	160.000.000	/	65,81944%	=	243.089.271,32 TL
Artırılacak Sermaye (H)	= G - E	=	243.089.271	-	160.000.000	=	83.089.271,32 TL
OSYAŞ (H.1)	= G x B / D	=	243.089.271	X	34,17828%	=	83.083.731,16 TL
AEH (H.2)	= G x C / D	=	243.089.271	X	0,00228%	=	5.540,16 TL
<b>Değiştirme Oranları</b>							
OSYAŞ	= H.1 / J	=	83.083.731	/	26.000.000	=	3,195528121
AEH	= H.2 / AEH Diğer	=	5.540	/	17.811	=	0,311060766
AEH Diğer (nominal TL) =			17.810,54		TL		

**Not :** Hesaplamalar küsuratlı yapılmış olup, Raporda yuvarlama yapılarak sunulmuştur. Rapor kapsamındaki hesaplamalarda küsuratlı tutarlar kullanılmıştır.



**Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ  
ve AEH Birleşmesi  
Uzman Kuruluş Raporu**

Yönetici Özeti  
Birleşmeye Konu Şirketler  
Değerleme Yaklaşım ve Sonuçları  
■ **Sonuç**  
Ekler

- Seçilen 3 yöntem değerlendirildiğinde özkaynak yönteminin geçmişte yatırılan ve yaratılan dağıtılmamış özsermayeyi gösteriyor olması ve şirketlerin gelecek potansiyelini dikkate almıyor olmasından ve Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH bağlı ortaklıklarının bir çoğunun üretim ve ticaret şirketi olup gelecek beklentilerinin şirket değerlerinde önemli bir unsur olmasından dolayı Özkaynak Yöntemine %10 ağırlık verilmiştir.
- Pazar yöntemi ile bulunan değerler sermaye piyasalarının ekonomik, sektörel ve halka açık şirketlerde şirketlere özel beklentilerini yansıtan bir yöntemdir. Ayrıca, değerlemeye konu şirketlerin firma değerinin (gerek Pazar gerek Gelir Yöntemlerinde) %80-85'inin halka açık bağlı ortaklıklarından geldiği görülmektedir. Bu sebeple Pazar Yöntemine %50 ağırlık verilmiştir.
- Gelir yöntemi şirketlerin gelecekte nakit yaratma potansiyelini yansıtmakta olup, özellikle üretime yönelik şirket değerlemelerinde en uygun yöntemlerden biri olduğu düşünülmektedir. Bu sebepten dolayı Gelir Yöntemine %40 ağırlık verilmiştir.
- Bu ağırlıklar uygulanarak Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH için hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yöntem	Yöntem Ağırlığı	AEH (Bin TL)	Yazıcılar Holding (Bin TL)	ÖSYAŞ (Bin TL)
Özkaynak Yöntemi	10%	2.341.378	3.912.338	2.061.197
Pazar Yöntemi	50%	3.376.541	5.312.659	2.784.112
Gelir Yöntemi	40%	4.629.138	6.435.365	3.341.713
<b>Seçilen Yöntem</b>		<b>3.774.064</b>	<b>5.621.709</b>	<b>2.934.861</b>

**Not :** Hesaplamalar kısırlı yapılmış olup, Raporda yuvarlama yapılarak sunulmuştur. Rapor kapsamındaki hesaplamalarda kısırlı tutarlar kullanılmıştır.

## Birleşmeye Esas Değer

SEÇİLEN YÖNTEM	Devrolan Ortaklık Yazıcılar Holding	Devrolan Ortaklık ÖSYAŞ	Devrolan Ortaklık AEH	TOPLAM
Ödenmiş / Çıkarılmış Sermaye (TL)	E 160.000.000	J 26.000.000	370.000.000	
Özkaynak Değeri (Bin TL)	5.621.709	2.934.861	3.774.064	
Yazıcılar Holding - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(2.566.240)	
ÖSYAŞ - AEH Payı (Bin TL)	-	-	(1.207.642)	
				D
<b>Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)</b>	<b>A 5.621.709</b>	<b>B 2.934.861</b>	<b>C 182</b>	<b>8.556.752</b>

## Birleşme ve Değişirme Oranları

<b>Birleşme Oranı (F)</b>	= A / D	=	5.621.709	/	8.556.752	=	65,699106%
<b>Birleşme Sonrası Sermaye (G)</b>	= E / F	=	160.000.000	/	65,69911%	=	243.534.517,96 TL
<b>Artırılacak Sermaye (H)</b>	= G - E	=	243.534.518	-	160.000.000	=	83.534.517,96 TL
OSYAŞ (H.1)	= G x B / D	=	243.534.518	X	34,29877%	=	83.529.347,42 TL
AEH (H.2)	= G x C / D	=	243.534.518	X	0,00212%	=	5.170,54 TL
<b>Değişirme Oranları</b>							
OSYAŞ	= H.1 / J	=	83.529.347	/	26.000.000	=	3,212667209
AEH	= H.2 / AEH Diğer	=	5.171	/	17.811	=	0,290308046
AEH Diğer (nominal TL) =			17.810,54	TL			

- Seçilen yönteme göre gerekli eliminasyonlar sonrası:
    - birleşmeye esas toplam değer 8.556.752 bin TL,
    - birleşme oranı %65,699106
    - sermaye artırım tutarı 83.534.517,96 TL ve birleşme sonrası sermaye 243.534.517,96 TL
    - değişirme oranları da ÖSYAŞ için 3,212667209 ve AEH için 0,290308046
- olarak hesaplanmaktadır.

- Bu çalışmada, birleşme işlemine konu Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ ve AEH için şirketlerin holding nitelikleri dikkate alınarak Özkaynak Seçilen 3 yöntem değerlendirilerek a) Özkaynak yöntemi, b) Pazar yöntemi, c) Gelir yöntemi kullanılmıştır.
- Özkaynak yönteminde şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2017 konsolide mali tablolarındaki «Ana Ortaklığa Ait/Toplam Özkaynak» tutarları esas alınmıştır.
- Pazar Yönteminde ise holding şirketlerin bağlı ortaklıklarının mevcut piyasa değerleri veya o şirketlere benzer halka açık şirketlerin çarpanları esas alınmış, bağlı ortaklıklar için tespit edilen değerler «Parçaların Toplamı» yöntemi ile 3 holding şirketin özsermaye değerleri hesaplanmıştır.
- Gelir Yönteminde ise bağlı ortaklıklar için İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ile değerler hesaplanmış, bağlı ortaklıklar için tespit edilen değerler «Parçaların Toplamı» yöntemi ile 3 holding şirketin özsermaye değerleri hesaplanmıştır.
- 3 yöntem değerlendirilerek, Seçilen Yöntem olarak, 3 holding şirketinde firma değerlerinin %80-85'inin halka açık bağlı ortaklıklarından kaynaklanmasından dolayı, değerlendirme sonuçlarında en fazla ağırlığın %50 ile Pazar Yöntemine verilmesine, değer büyük kısmını yaratan bağlı ortaklıkların üretim ve ticaret şirketleri olması ve Gelir Yöntemi'nin bu şirketlerin gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmamasından dolayı Gelir Yöntemine %40, Özkaynak Yöntemine %10 ağırlık verilmesine karar verilmiştir.
- Her yöntemle göre hesaplanan birleşme ve değişim oranları yandaki tabloda sunulmaktadır.

## Analiz Sonuçları Özeti

	Özkaynak Yöntemi	Pazar Yöntemi	Gelir Yöntemi	Seçilen Yöntem
<b>Birleşmeye Esas Değer (Bin TL)</b>	5.973.648	8.096.934	9.777.301	<b>8.556.752</b>
<i>Yazıcılar Holding</i>	3.912.338	5.312.659	6.435.365	<b>5.621.709</b>
<i>ÖSYAŞ</i>	2.061.197	2.784.112	3.341.713	<b>2.934.861</b>
<i>AEH*</i>	113	163	223	<b>182</b>
<b>Birleşme Oranı (%)</b>	65,493283%	65,613228%	65,819441%	<b>65,699106%</b>
<b>Birleşme Sonrası Sermaye (TL)</b>	244.299.861,86	243.853.266,57	243.089.271,32	<b>243.534.517,96</b>
<b>Artırılacak Sermaye (TL)</b>	84.299.861,86	83.853.266,57	83.089.271,32	<b>83.534.517,96</b>
<i>ÖSYAŞ</i>	84.295.252,61	83.848.371,54	83.083.731,16	<b>83.529.347,42</b>
<i>AEH*</i>	4.609,25	4.895,03	5.540,16	<b>5.170,54</b>
<b>Değişim Oranları</b>				
<i>ÖSYAŞ</i>	3,242125100	3,224937367	3,195528121	<b>3,212667209</b>
<i>AEH</i>	0,258793536	0,274838963	0,311060766	<b>0,290308046</b>
<b>Oran (%)</b>	10%	50%	40%	

\* AEH için hesaplanan değerden Yazıcılar Holding ve ÖSYAŞ'a ait payın eliminasyonu sonrasındaki birleşmeye esas değer

Seçilen yöntemle göre hesaplanan toplam birleşme oranı **%65,699106**, artırılacak sermaye **83.534.517,96 TL** ve birleşme sonrası sermaye **243.534.517,96**'dir. Bu yöntem ile *adil ve makul değişim oranları* ÖSYAŞ için **3,212667209** ve AEH için **0,290308046** olarak hesaplanmaktadır.

**Yazıcılar Holding, ÖSYAŞ  
ve AEH Birleşmesi  
Uzman Kuruluş Raporu**

Yönetici Özeti  
Birleşmeye Konu Şirketler  
Değerleme Yaklaşım ve Sonuçları  
Sonuç

**Ekler**

1. Bağlı Ortaklık ve İştirak Bilgileri
2. AOSM

- Değerleme çalışmalarında dikkate alınan Anadolu Grubu şirketleri hakkında zet bilgi ve halka açık olmaları durumunda piyasa bilgileri, olmamaları durumunda piyasa çarpan çalışmasına yönelik benzer görülen şirketler ve o şirketlere ait çarpan bilgileri aşağıda yer alan sırada bu ekte sunulmaktadır. Sermaye piyasası aracı işlem görmeyen şirketlerin mali bilgileri gizlilik sebebiyle raporda verilmemiştir.

<b>Bağlı Ortaklık / İştirak</b>
<b>İçecek Operasyonları</b>
Anadolu Efes
Coca-Cola İçecek
Anadolu Etap
<b>Perakende Operasyonları</b>
Migros
Adel Kalemcilik
Anadolu Restoran
Hamburger Restoran
Ülkü
<b>Otomotiv Operasyonları</b>
elik Motor
Anadolu İşuzu
Anadolu Motor
<b>Diğer Operasyonlar</b>
<b>Enerji</b>
Aslancık Enerji
Anadolu Kafkasya (GUE)
<b>Gayrimenkul</b>
AND Gayrimenkul şirketleri
<b>Diğer</b>
Efes Tur

- Diğer faaliyet kollarında yer alan şirketlerden AEH Sigorta Acenteliği A.ř. ve AEH Handels GMBH faaliyetlerinin boyutundan dolayı yönetim tarafından TFRS standardında hazırlanmış 30.06.2017 tarihli bilançolarında yer alan ve zkaynak tutarları ile değerleme çalışmalarına dahil edilmişlerdir.
- AEH yönetimi tarafından aktif olarak faaliyeti olduğu bulunmayan veya faaliyeti durdurulma sürecinde olduğu beyan edilen Anadolu Araçlar Ticaret A.ř., Artı Anadolu Danışmanlık A.ř., Anadolu Bilişim Hizmetleri A.ř. İle Anadolu Elektronik Aletler Pazarlama ve Ticaret A.ř. için bir değer yaratmadıklarından, tasfiye durumunda da yaratabilecek kaynak hesaplanması mümkün olmadığından değerleri 0 (sıfır) olarak varsayılmıştır.

## Şirket Profili

- Anadolu Efes Biracılık A.Ş. («Anadolu Efes»), portföyünde bira ve meşrubat markaları bulunduran ve yurtiçi ve yurtdışında toplam 14.255 çalışanı istihdam eden bir şirkettir. Türkiye, Rusya, Bağımsız Devletler Topluluğu, Orta Asya ve Orta Doğu ülkelerinden oluşan geniş bir coğrafyada faaliyet göstermektedir. Anadolu Efes satış hacmi bakımından Avrupa'nın en büyük 6. ve dünyanın en büyük 14. şirketidir.
- Hollanda'da kurulu Efes Breweries International N.V.'nin %100 hissedarı olan Anadolu Efes, yurt dışı bira operasyonlarını bu şirket aracılığıyla yürütmektedir. Anadolu Efes, Türkiye ile yurt dışı pazarlarda Coca-Cola operasyonlarını sürdüren Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin ("CCI") de şirkette sahip olduğu %50,3 hissesi ile en büyük ortağıdır.
- Türkiye dahil olmak üzere 6 ülkede toplam 14 bira fabrikası, 6 malt üretim tesisi, 1 şerbetçiotu işleme tesisi ve Coca-Cola operasyonlarını yürüttüğü 10 ülkede 25 şişeleme tesisi ile Anadolu Efes, ürünlerini 70'ten fazla ülkeye ihraç etmektedir.
- Şirket'in 30 Haziran 2017 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortaklık Yapısı	Sermayedeki payı_TLm	Sermayedeki payı_%
Yazıcılar Holding A.Ş.	139,8	%23,6
Özilhan Sinai Yatırım A.Ş.	79,8	%13,5
Anadolu Endüstri Holding A.	35,3	%6,0
AB InBev Harmony Ltd.	142,1	%24,0
Halka Açık	195,1	%33,0
<b>Toplam</b>	<b>592,1</b>	<b>%100,0</b>

- 2017 Ocak-Haziran döneminde konsolide satış hacmi %4,4 artarak 44,6 milyon hektolitreye, konsolide satış gelirleri %23,1 artarak 6,2 milyar TL, konsolide FAVÖK ise %11,1 artarak 984,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

## Özet Konsolide Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
Satışlar	10.021,4	10.205,1	10.420,3	6.182,2
Satışların Maliyeti	(5.719,2)	(6.018,4)	(6.329,6)	(3.828,1)
<b>Brüt Kar</b>	<b>4.302,2</b>	<b>4.186,7</b>	<b>4.090,6</b>	<b>2.354,1</b>
Operasyonel Giderler	(3.386)	(3.257,8)	(3.150,7)	(1.859,5)
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>916,2</b>	<b>928,9</b>	<b>939,9</b>	<b>494,6</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderler,	(550,7)	(19,0)	(84,8)	(11,6)
Finansman Gelirleri / Giderleri, Net	(628,5)	(1.008,8)	(802,2)	(184,2)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>(263,1)</b>	<b>(99,0)</b>	<b>53,0</b>	<b>298,8</b>
Dönem Vergi Gideri	(68,5)	(38,2)	(93,0)	(108,3)
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>(331,6)</b>	<b>(137,2)</b>	<b>(40,1)</b>	<b>190,5</b>

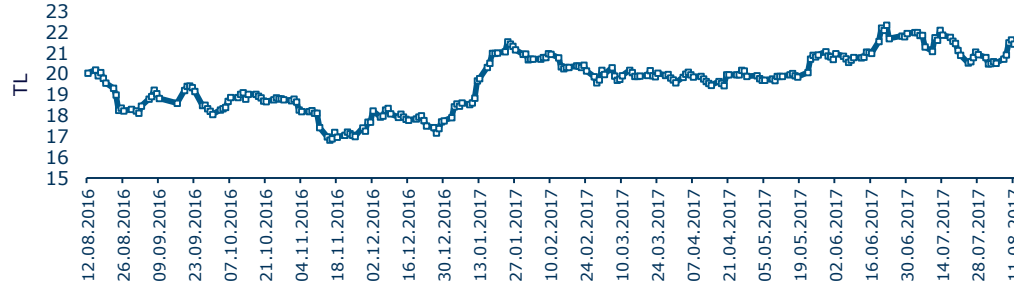
Özet Bilanço (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>20.113,8</b>	<b>22.044,1</b>	<b>25.628,6</b>	<b>26.941,5</b>
Dönen Varlıklar	4.497,4	4.942,5	6.008,7	7.169,0
Duran Varlıklar	15.616,4	17.101,5	19.619,9	19.772,5
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>20.113,8</b>	<b>22.044,1</b>	<b>25.628,6</b>	<b>26.941,5</b>
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>8.289,9</b>	<b>9.470,6</b>	<b>10.811,5</b>	<b>12.040,6</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.533,7	2.625,2	2.686,5	4.483,6
Finansal Borçlar	875,6	744,6	500,9	1.313,1
Ticari Borçlar	849,4	1.022,3	1.284,2	1.955,9
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	808,7	858,2	901,4	1.214,6
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.756,1	6.845,4	8.125,1	7.557,0
Finansal Borçlar	3.631,2	4.638,6	5.682,4	5.059,0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.125,0	2.206,8	2.442,7	2.498,1
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>11.823,9</b>	<b>12.573,5</b>	<b>14.817,0</b>	<b>14.900,9</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

## Piyasa Değeri

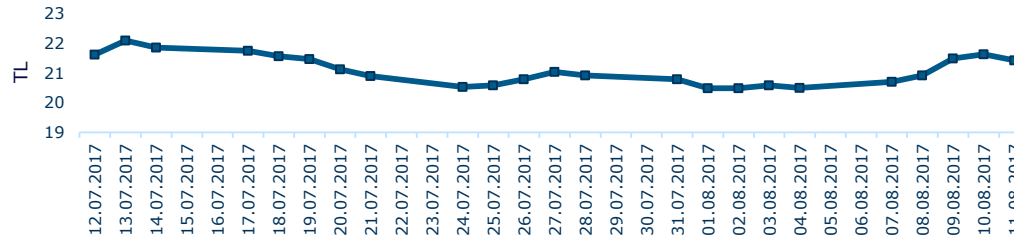
- Anadolu Efes'in 11 Ağustos 2017 tarihinden itibaren son 12 aylık ve son 1 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Kullanılan hisse fiyatları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.
- Anadolu Efes'in son 12 aylık ve son 1 aylık hisse fiyatları kullanılarak yapılan değerleme çalışmasında Bira Operasyonları'na tekabül eden özsermaye değerine ulaşmak için:
  - İştiraki olan Coca-Cola İçecek A.Ş.'nin piyasa değeri, Anadolu Efes'in iştirak ettiği oran dahilinde dikkate alınarak Anadolu Efes'in toplam değerinden çıkartılmıştır,
  - Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen AEP Anadolu Etap Penkon Gıda ve Tarım Ürünleri San. ve Tic. A.Ş.'nin 30 Haziran 2017 itibariyle özsermaye değeri Anadolu Efes'in toplam değerinden çıkartılmıştır.

## AEFES Son 12 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Dönem	Hisse Fiyatı (Ortalama AOF - TL)	Piyasa Değeri (TL)
Son 1 Aylık	21,10	12.491.999.618
Son 12 Aylık	19,64	11.630.696.737

## AEFES Son 1 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Kaynak: Borsa İstanbul ve İş Yatırım

## Şirket Profili

- Coca-Cola sisteminde satış hacmine göre beşinci sırada yer alan Coca-Cola İçecek A.Ş. («CCİ»), The Coca-Cola Company markalarından oluşan gazlı ve gazsız içeceklerin üretim, satış ve dağıtımını gerçekleştirmektedir. CCİ Türkiye, Pakistan, Kazakistan, Azerbaycan, Kırgızistan, Türkmenistan, Ürdün, Irak, Suriye ve Tacikistan'da 10 bine yakın çalışanıyla faaliyet göstermektedir.
- CCİ 25 fabrikası ile gazlı içeceklerin yanı sıra meyve suyu, su, enerji ve sporcu içecekleri, buzlu çay ve çaydan oluşan gazsız içecekler kategorisinde de bir ürün portföyü sunmaktadır.
- Şirket'in satış gelirlerinin yaklaşık olarak yarısı Türkiye operasyonlarından elde edilmektedir.
- Şirket'in 2017'nin ilk yarısında satış hacmi %4,1 artışla 606 milyon ünite kasa olarak gerçekleşirken, satış gelirleri %20, brüt karı %14,8; FAVÖK'ü %19,6 oranlarında artış göstererek sırasıyla 4,1 milyar TL, 1,4 milyar TL ve 690 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket'in 30 Haziran 2017 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortaklık Yapısı	Sermayedeki payı_TLm	Sermayede ki payı_%
Anadolu Efes Biracılık ve Malt San. A	102,0	%40,1
The Coca-Cola Export Corporation	51,1	%20,1
Efes Pazarlama ve Dağıtım Tic. A.Ş.	25,8	%10,1
Özgörkey Holding A.Ş.	7,4	%2,9
Halka Açık	68,0	%26,7
<b>Toplam</b>	<b>254,4</b>	<b>%100,0</b>

## Özet Konsolide Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
Satışlar	5.985,4	6.723,9	7.050,2	4.115,0
Satışların Maliyeti	(3.803,9)	(4.389,5)	(4.657,8)	(2.713,9)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.181,4</b>	<b>2.334,4</b>	<b>2.392,5</b>	<b>1.401,1</b>
Operasyonel Giderler	(1.552,9)	(1.694,9)	(1.751,7)	(961,8)
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>628,5</b>	<b>639,5</b>	<b>640,7</b>	<b>439,3</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderler,	(1,3)	(8,6)	(80,1)	(6,2)
Finansman Gelirleri / Giderleri, Net	(194,3)	(426,9)	(489,8)	(161,5)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>432,9</b>	<b>203,9</b>	<b>70,8</b>	<b>271,6</b>
Dönem Vergi Gideri	(85,7)	(77,3)	(48,4)	(95,2)
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>347,2</b>	<b>126,7</b>	<b>22,4</b>	<b>176,5</b>

Özet Bilanço (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7.201,9</b>	<b>8.945,8</b>	<b>10.455,9</b>	<b>11.170,9</b>
Dönen Varlıklar	2.249,2	2.658,3	3.132,8	3.807,7
Duran Varlıklar	4.952,7	6.287,5	7.323,1	7.363,2
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>7.201,9</b>	<b>8.945,8</b>	<b>10.455,9</b>	<b>11.170,9</b>
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>3.828,8</b>	<b>4.804,2</b>	<b>5.459,0</b>	<b>6.054,9</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.443,2	1.522,0	1.497,6	2.508,2
Finansal Borçlar	628,6	563,0	365,5	827,9
Ticari Borçlar	557,6	673,5	773,5	1.246,0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	257,1	285,4	358,7	434,3
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.385,6	3.282,3	3.961,4	3.546,7
Finansal Borçlar	2.015,1	2.810,9	3.404,7	2.956,9
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	370,5	471,3	556,7	589,8
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>3.373,0</b>	<b>4.141,6</b>	<b>4.996,9</b>	<b>5.116,0</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları



## Piyasa Değeri

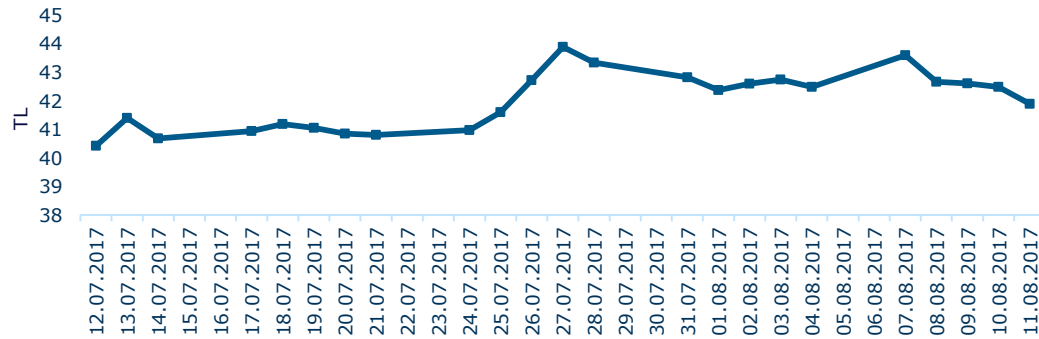
- CCİ'nin 11 Ağustos 2017 tarihinden itibaren son 12 aylık ve son 1 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Kullanılan hisse fiyatları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

## Son 12 Aylık Ağırlıklı Ortalama Fiyatlar



Dönem	Hisse Fiyatı (Ortalama AOF - TL)	Piyasa Değeri (TL)
Son 1 Aylık	42,01	10.685.218.809
Son 12 Aylık	36,54	9.295.268.747

## Son 1 Aylık Ağırlıklı Ortalama Fiyatlar



Kaynak: Borsa İstanbul ve İş Yatırım

## Şirket Profili

- AEP Anadolu Etap Penkon Gıda ve Tarım Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. («Anadolu Etap»), 1974 yılında kurulmuştur.
- Şirket yerel ve uluslararası pazarlar için meyve suyu konsantresi ve püresi üretim faaliyetleri yürütmektedir. Şirket'in üretim yaptığı fabrikalar Mersin, Denizli'de ve Ağustos 2017'de açılmış olan Isparta'da bulunmaktadır. Şirketin Balıkesir'de bir paketleme tesisi de bulunmaktadır.
- Şirket 2009 yılından itibaren meyve ağaçları dikmeye başlamıştır. Halihazırda, Balıkesir, Denizli, Konya, Adana ve Urfa'da toplam 7 çiftliği bulunmakta olup, 3,5 milyon meyve ağacı bulunmaktadır.
- Şirket ağaçlardan hasat edilen meyveleri, hem meyve suyu konsantresi hem de püre üretiminde kullanarak, hem de taze meyve olarak satışını gerçekleştirip gelir elde etmektedir.
- Şirket Anadolu Efes Biracılık ve Malt San. A.Ş.'nin, Burlingtown LLP.'nin ve Etap Endüstri ve Yatırım Holding A.Ş.'nin («Etap Holding») ortak girişimi olarak faaliyetlerini sürdürmüştür. 2010 yılında Etap Holding'in Özgörkey Holding A.Ş. tarafından devir alınması sonucunda, Özgörkey Holding, Şirket'in hissedarı konumuna gelmiştir.

Ortaklık Yapısı	Sermayedeki payı TLM	Sermayeyedeki payı %
Anadolu Efes Biracılık ve Malt San.A.Ş.	113,34	%33,3
Burlingtown LLP	113,34	%33,3
Özgörkey Holding A.Ş.	113,34	%33,3
Diğer	0,00	%0,0
<b>Toplam</b>	<b>340,00</b>	<b>%100</b>

## Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	Firma Değeri / FAVÖK			Firma Değeri / Net Satış		
				2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T
LIMONEIRA CO	ABD	Tarımsal Faaliyetler	312	30,8x	20,4x	17,4x	4,0x	3,7x	3,5x
TEJON RANCH CO	ABD	Tarımsal Faaliyetler	430	-	-	-	11,6x	-	-
FRESH DEL MONTE PRODUCE INC.	ABD	Gıda Dağıtım ve Toptancılığı	2.414	8,2x	8,3x	8,1x	0,7x	0,6x	0,6x
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC.	İngiltere	Tarımsal Gıda Üretim ve Ticareti	32.338	14,6x	13,4x	12,5x	1,7x	1,6x	1,5x
ROYAL HAWAIIAN ORCHARDS	ABD	Tarımsal Faaliyetler	52	35,2x	-	-	2,7x	-	-
ARCHER-DANIELS-MIDLAND COMPANY	ABD	Tarımsal Faaliyetler	23.694	12,0x	9,9x	9,2x	0,5x	0,5x	0,5x
ALICO INC.	ABD	Tarımsal Faaliyetler	256	11,8x	-	-	3,0x	-	-

Kaynak: Bloomberg, Şirket İnternet Siteleri Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.

## Şirket Profili

- Migros Ticaret A.Ş.'nin («Şirket» veya «Migros») ana faaliyet konusu, yiyecek ve içecekler ile dayanıklı tüketim mallarının, sahibi bulunduğu Migros, 5M, M-Jet ve Macrocenter mağazaları, alışveriş merkezleri, yurtdışındaki Ramstore'lar ve internet üzerinden satışını kapsamaktadır. Şirket, aynı zamanda diğer ticari şirketlere alışveriş merkezlerinde yer kiralamaktadır. Perakendecilik ana iş kolu olup brüt satışların %97'sini oluşturmaktadır.
- Şirket, 30 Haziran 2017 itibariyle 1.419.340 m2 perakende satış mağazası alanı ve 9.086m2 toptan satış mağaza alanı ile toplam 1.428.426 m2 satış alanına sahip, 1.829 perakende mağazası ve 15 toptan satış mağazası olmak üzere toplam 1.844 mağazada faaliyet göstermektedir. 170 perakende mağazası Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Lojistik ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin satın alımından gelmiştir.
- Migros'un 30 Haziran 2017 itibariyle toplam çalışan sayısı 27.358'dir.
- Migros'un ortaklık yapısı:

Ortaklık Yapısı	Sahip olunan pay	Pay Oranı (%)
MH Perakendecilik ve Ticaret A.Ş.	89.015	%50,0
Moonlight Capital S.A.	27.371	%15,4
Kenan Investments S.A.	26.937	%15,1
Halka açık kısım	34.707	%19,5
<b>Toplam</b>	<b>178.030</b>	<b>%100,0</b>

## Özet Konsolide Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
Satışlar	8.122,7	9.389,8	11.059,2	7.036,9
Satışların Maliyeti	(5.956,4)	(6.864,2)	(8.097,7)	(5.205,1)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.166,3</b>	<b>2.525,6</b>	<b>2.961,5</b>	<b>1.831,9</b>
Operasyonel Giderler	(1.838,3)	(2.154,3)	(2.525,0)	(1.667,1)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler), net	(92,7)	(107,7)	(96,4)	(111,9)
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>235,3</b>	<b>263,6</b>	<b>340,2</b>	<b>52,8</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler/(giderler), net	(1,8)	(210,1)	(43,1)	1.065,2
Finansman Gelirleri / Giderleri, Net	(49,5)	(399,5)	(524,2)	(320,2)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>184,0</b>	<b>(346,0)</b>	<b>(227,1)</b>	<b>797,8</b>
Dönem Vergi Gideri	(85,5)	(24,5)	(65,8)	(11,2)
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>98,5</b>	<b>(370,5)</b>	<b>(292,9)</b>	<b>786,6</b>

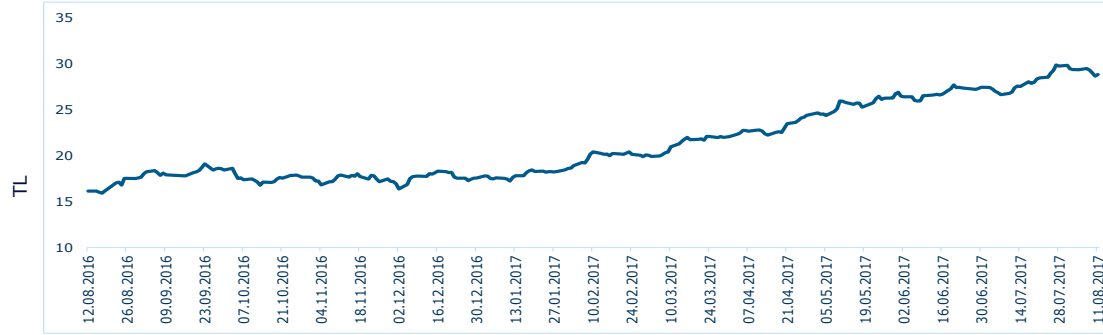
Özet Bilanço (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>5.593,5</b>	<b>5.760,7</b>	<b>6.337,4</b>	<b>8.904,2</b>
Dönen Varlıklar	1.729,2	2.035,5	2.532,0	3.218,5
Duran Varlıklar	3.864,3	3.725,2	3.805,4	5.685,7
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>5.593,5</b>	<b>5.760,7</b>	<b>6.337,4</b>	<b>8.904,2</b>
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>4.674,3</b>	<b>5.244,7</b>	<b>6.096,2</b>	<b>7.855,5</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.715,9	2.725,7	3.320,8	4.922,1
Finansal Borçlar	570,0	212,9	340,5	901,8
Ticari Borçlar	1.896,4	2.227,8	2.663,7	3.463,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	249,6	285,0	316,6	557,1
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.958,4	2.519,1	2.775,5	2.933,5
Finansal Borçlar	1.782,8	2.380,2	2.623,0	2.697,0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	175,6	138,8	152,5	236,5
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>919,2</b>	<b>516,0</b>	<b>241,2</b>	<b>1.048,7</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

## Piyasa Değeri

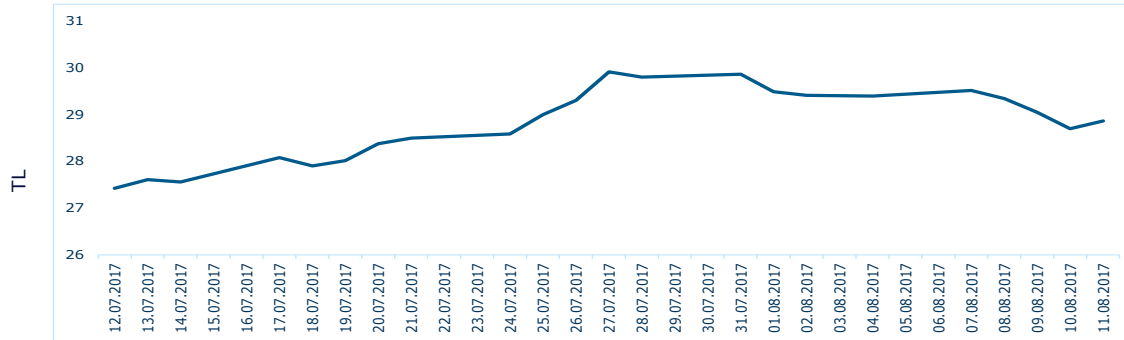
- Migros'un 11 Ağustos 2017 tarihinden itibaren son 12 aylık ve son 1 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Kullanılan hisse fiyatları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

### MİGROS Son 12 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Dönem	Hisse Fiyatı (Ortalama AOF - TL)	Piyasa Değeri (TL)
Son 1 Aylık	28,83	5.131.892.803
Son 12 Aylık	21,27	3.786.639.466

### MİGROS Son 1 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Kaynak: Borsa İstanbul ve İş Yatırım

## Şirket Profili

- Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin («Şirket» veya «Adel») 17 Temmuz 1967'de İstanbul'da kurulmuştur.
- Şirket'in faaliyet konusu, ağaç cidarlı kurşun kalem, boya kalemleri ve diğer kırtasiye ürünleri üretimi, tesislerde imal edilen mamullerin satışını ve ihracatını yapmak, bununla ilgili her türlü iptidai, yarı mamul ve mamul maddeler ithal etmek, satın almak ve satmaktır.
- Adel'in müşterek yönetim ortaklığı olan LLC Faber-Castell Anadolu Rusya Federasyonu'nda kayıtlıdır. Ayrıca, Şirket'in %7,67 hisse pay oranına sahip iştiraki Ülkü Kırtasiye Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin diğer ortağı Anadolu Endüstri Holding A.Ş. olup, hisse pay oranı %68,81'dir.
- 2017 Ocak-Haziran döneminde Şirket'in cirosu 221,7 milyon TL ve net dönem karı ise 34,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Adel'in ortaklık yapısı:

Adel - Ortaklık Yapısı	Sahip olunan pay	Pay Oranı (%)
Anadolu Endüstri Holding A.Ş.	13.439.154	%56,89
Faber-Castell Aktiengesellschaft	3.637.941	%15,40
Halka açık kısım	6.547.905	%27,72
<b>Toplam</b>	<b>23.625.000</b>	<b>%100,00</b>

## Özet Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
<b>Satışlar</b>	<b>221,3</b>	<b>251,6</b>	<b>272,3</b>	<b>221,7</b>
Satışların Maliyeti	(111,4)	(134,5)	(142,9)	(119,6)
<b>Brüt Kar</b>	<b>110,0</b>	<b>117,1</b>	<b>129,4</b>	<b>102,1</b>
Operasyonel Giderler	(58,5)	(70,3)	(74,5)	(40,1)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler), net	(2,6)	(3,8)	(2,5)	(9,9)
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>48,8</b>	<b>43,0</b>	<b>52,5</b>	<b>52,1</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler/(giderler), net	(0,1)	54,6	(0,1)	(0,0)
Özkaynak yönt. Değ. Yat. Zararlar. paylar (-)	(1,8)	-	0,2	(0,3)
Finansman Gelirleri / Giderleri, Net	(10,5)	(18,5)	(23,9)	(9,2)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>36,5</b>	<b>79,1</b>	<b>28,6</b>	<b>42,6</b>
Dönem Vergi Gideri	(8,4)	(7,6)	(9,7)	(8,5)
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>28,1</b>	<b>71,5</b>	<b>18,9</b>	<b>34,1</b>

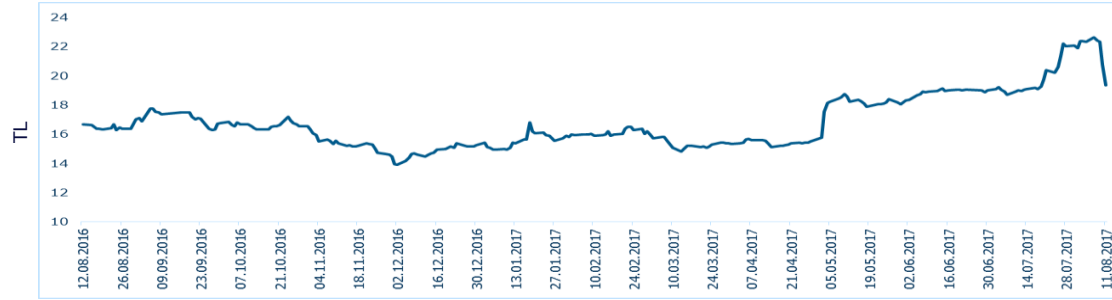
Özet Bilanço (Milyon TL)	2014	2015	2016	2017 Ocak-Haziran
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>282,1</b>	<b>379,8</b>	<b>316,0</b>	<b>525,0</b>
Dönen Varlıklar	192,5	263,4	201,4	407,8
Duran Varlıklar	89,6	116,4	114,6	117,3
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>282,1</b>	<b>379,8</b>	<b>316,0</b>	<b>525,0</b>
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>133,7</b>	<b>174,0</b>	<b>120,5</b>	<b>312,3</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	108,0	168,0	90,1	286,0
Finansal Borçlar	79,3	139,6	62,4	197,7
Ticari Borçlar	11,6	18,5	12,7	19,5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,1	9,9	15,0	68,8
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,7	6,0	30,4	26,2
Finansal Borçlar	20,0	-	23,8	19,4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,7	6,0	6,6	6,8
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>148,3</b>	<b>205,7</b>	<b>195,5</b>	<b>212,8</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

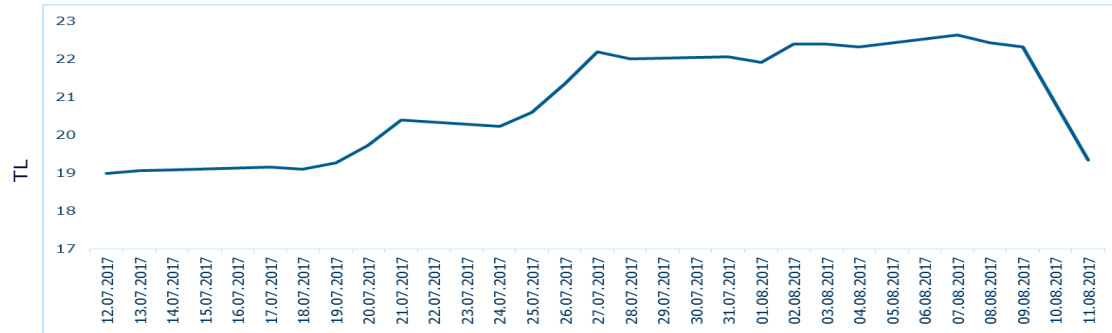
## Piyasa Değeri

- Adel'in 11 Ağustos 2017 tarihinden itibaren son 12 aylık ve son 1 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Kullanılan hisse fiyatları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

### ADEL Son 12 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



### ADEL Son 1 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Dönem	Hisse Fiyatı (Ortalama AOF - TL)	Piyasa Değeri (TL)
Son 1 Aylık	20,85	492.667.529
Son 12 Aylık	16,78	396.441.520

Kaynak: Borsa İstanbul ve İş Yatırım

## Şirket Profili

- Anadolu Restoran İşletmeleri Limited Şirketi («Şirket» veya «Anadolu Restoran»), 1986 yılında İstanbul'da kurulmuştur.
- Şirket, Türkiye'de McDonald's restoranları işletmenin yanı sıra, McDonald's ismi altında üçüncü şahıslarca açılması istenilen restoranlar için bu şahıslara alt lisans verme, alt lisansiyerlere teknik bilgi aktarma, kontrol ve danışmanlık hizmetlerini yürütmektedir.
- 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Anadolu Restoran'ın kendi işlettiği ve alt lisansiyerler tarafından işletilen restoran sayıları sırasıyla 181 ve 78 olup, yıl içerisinde istihdam edilen ortalama personel sayısı 4.792'tür.
- Şirket'in %39,22 hisse pay oranına sahip iştiraki Hamburger Restoran İşletmeleri A.Ş.'nin diğer ortağı Anadolu Endüstri Holding A.Ş. olup, hisse pay oranı %60,78'dir.
- Anadolu Restoran İşletmeleri Limited Şirketi'nin tek ortağı Anadolu Endüstri Holding A.Ş.'dir.

## Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	Firma Değeri / FAVÖK			Firma Değeri / Net Satış		
				2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T
ARCOS DORADOS-A	Uruguay	Restoran İşletmeciliği	1.875	8,4x	8,6x	8,0x	0,8x	0,7x	0,7x
DOMINO'S PIZZA E	Avustralya	Restoran İşletmeciliği	3.593	31,3x	20,3x	16,0x	5,6x	4,2x	3,6x
AMREST HOLDINGS	Polonya	Restoran İşletmeciliği	2.040	17,0x	12,9x	10,3x	2,2x	1,6x	1,3x
MINOR INTERNATIO	Tayland	Restoran İşletmeciliği	5.175	24,4x	18,0x	16,7x	4,6x	3,9x	3,6x
KUWAIT FOOD CO	Kuveyt	Restoran İşletmeciliği	2.710	7,2x	-	-	0,8x	-	-
JUBILANT FOODWOR	Hindistan	Restoran İşletmeciliği	1.334	31,6x	32,0x	26,2x	3,6x	3,2x	2,9x

Kaynak: Bloomberg, Şirket İnternet Siteleri  
Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.

## Şirket Profili

- Çelik Motor Ticaret A.Ş. («Çelik Motor»)\*, Anadolu Endüstri Holding'in %100 bağlı ortaklığı olarak, Türkiye'de operasyonel kiralama ve otomotiv distribütörlüğü alanlarında faaliyet göstermektedir.
- Çelik Motor, Garenta Day ve Garenta Pro markaları altında sunduğu kısa ve uzun vadeli operasyonel kiralama faaliyetlerinin yanı sıra 2002 yılından bu yana KIA markasının da Türkiye distribütörlüğünü yürütmektedir. Ayrıca hem Garenta markalarının hem de grup dışı bireysel ve kurumsal müşterilerin ikinci el araçlarının satışına ikinciye.com markası altında aracılık etmektedir.
- Çelik Motor'un Garenta markaları altında kiralama faaliyetlerinde kullandığı araç filosu toplamı 30 Haziran 2017 itibarıyla 35.000 adedi aşmıştır.
- 2017 yılının ilk 6 ayında, Kia distribütörlüğü kapsamında 6.404 adet sıfır araç satışı, ikinciye.com sitesi üzerinden 6.395 adet araç satışı gerçekleştirilmiştir.
- 2017 Ocak-Haziran döneminde Çelik Motor'un konsolide cirosu 816 milyon TL, net dönem zararı ise 55 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

## Özet Konsolide Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Bin TL)	2014	2015	2016	2017 Oca-Haz
Satışlar	1.053.139	1.435.471	1.797.834	815.941
Satışların Maliyeti	(862.137)	(1.203.364)	(1.521.869)	(650.913)
<b>Brüt Kar</b>	<b>191.002</b>	<b>232.107</b>	<b>275.965</b>	<b>165.028</b>
Operasyonel Giderler	88.151	90.517	99.231	61.140
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>102.851</b>	<b>141.590</b>	<b>176.734</b>	<b>103.888</b>
Finansman Giderleri, net	42.267	147.276	281.131	172.323
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>60.584</b>	<b>(5.686)</b>	<b>(104.397)</b>	<b>(68.435)</b>
Dönem Vergi Gideri	(10.524)	(1.368)	20.526	13.580
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>50.060</b>	<b>(7.054)</b>	<b>(83.871)</b>	<b>(54.855)</b>

Özet Bilanço (Bin TL)	2014	2015	2016	2017 Oca-Haz
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.134.604</b>	<b>1.716.063</b>	<b>2.356.139</b>	<b>2.866.651</b>
Dönen Varlıklar	326.238	562.680	744.160	1.118.335
Duran Varlıklar	808.366	1.153.383	1.611.979	1.748.316
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1.134.604</b>	<b>1.716.063</b>	<b>2.356.139</b>	<b>2.866.651</b>
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>967.034</b>	<b>1.494.453</b>	<b>2.212.496</b>	<b>2.774.714</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	516.116	901.035	1.242.755	1.921.842
Finansal Borçlar	438.710	789.403	998.762	1.735.188
Ticari Borçlar	61.269	84.352	208.776	131.641
Diğer K.V. Yükümlülükler	16.137	27.280	35.217	55.013
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	450.918	593.418	969.741	852.872
Finansal Borçlar	410.196	546.530	942.421	840.452
Diğer U.V. Yükümlülükler	40.722	46.888	27.320	12.420
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>167.570</b>	<b>221.610</b>	<b>143.643</b>	<b>91.937</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları



Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	Fiyat / Kazanç			Fiyat / Defter Değeri			Fiyat / Arac (€ bazında)
				2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T	
Astra International	Endonezya	Otomotiv Distribütörü	23.553	20,7x	16,0x	14,5x	2,8x	2,5x	2,3x	-
China Grand Auto	Çin	Otomotiv Distribütörü	7.917	18,8x	13,8x	11,4x	2,3x	1,8x	1,6x	-
ALD Automotive	Fransa	Operasyonel Kiralama	6.597	11,6x	10,0x	9,4x	-	1,5x	1,4x	4.679
ZhongSheng Group	Çin	Otomotiv Distribütörü	4.854	17,3x	13,2x	11,1x	2,8x	2,4x	2,1x	-
Localiza	Brezilya	Operasyonel Kiralama	3.633	28,8x	23,1x	20,2x	-	-	3,9x	25.384
Sixt	Almanya	Operasyonel Kiralama	3.160	20,1x	17,9x	16,4x	3,2x	3,8x	3,5x	14.645
Avis Budget Group	A.B.D.	Operasyonel Kiralama	2.669	16,4x	12,2x	10,8x	-	-	-	5.047
Element	Kanada	Operasyonel Kiralama	2.600	8,3x	9,6x	9,8x	1,0x	1,0x	0,9x	867
D'Ieteren	Belçika	Otomotiv Distribütörü	2.589	46,9x	9,9x	9,4x	1,5x	1,2x	1,1x	-
Europcar	Fransa	Operasyonel Kiralama	2.209	16,7x	14,3x	11,0x	3,3x	2,6x	2,2x	10.756
Car Inc	Çin	Operasyonel Kiralama	1.971	9,0x	15,6x	13,2x	1,7x	1,5x	1,4x	20.431
Hertz Global	A.B.D.	Operasyonel Kiralama	1.540	-	-	15,9x	1,4x	1,8x	2,0x	1.849
Group 1 Auto	A.B.D.	Otomotiv Distribütörü	1.178	8,0x	7,9x	7,8x	1,3x	1,1x	1,0x	-
Eclixp	Avusturalya	Operasyonel Kiralama	896	26,5x	16,9x	13,1x	1,8x	1,7x	1,7x	9.027
SG Fleet Management	Avusturalya	Operasyonel Kiralama	736	21,5x	14,8x	13,3x	4,9x	4,4x	4,0x	5.663
Northgate Plc	İngiltere	Operasyonel Kiralama	732	7,9x	9,3x	9,4x	1,1x	1,2x	1,0x	7.873
EHİ Car Services	Çin	Operasyonel Kiralama	658	131,8x	19,4x	11,6x	1,1x	1,0x	0,9x	15.396
Movida	Brezilya	Operasyonel Kiralama	599	49,1x	15,9x	8,9x	2,7x	0,4x	0,4x	9.355
Budget Saudi	Suudi Arabistan	Operasyonel Kiralama	431	9,3x	9,6x	9,2x	1,6x	1,4x	1,3x	17.966
AutoHellas	Yunanistan	Operasyonel Kiralama	295	11,8x	-	-	1,4x	-	-	12.838
Locamerica	Brezilya	Operasyonel Kiralama	295	52,2x	14,5x	10,1x	3,2x	-	-	204
Vertu Motors	İngiltere	Otomotiv Distribütörü	223	7,1x	7,5x	6,8x	0,7x	-	-	-
AJ Rent a Car	Güney Kore	Operasyonel Kiralama	220	-	-	-	1,1x	1,0x	1,0x	3.660
Stern Group	Hollanda	Operasyonel Kiralama	165	13,2x	8,9x	7,0x	1,0x	0,9x	0,8x	12.566
Marshall Motors	İngiltere	Operasyonel Kiralama	143	5,9x	5,1x	5,0x	0,8x	-	-	23.041
Prime Car Management	Polonya	Operasyonel Kiralama	106	11,5x	9,6x	8,7x	1,0x	0,8x	0,8x	3.428
Beyaz Filo	Türkiye	Operasyonel Kiralama	89	11,9x	-	-	3,4x	-	-	12.771
Phatra Leasing	Tayland	Operasyonel Kiralama	67	10,8x	-	-	0,9x	-	-	6.710
Assa	Endonezya	Operasyonel Kiralama	53	11,3x	7,9x	6,1x	0,8x	0,7x	0,7x	2.859
Ucar	Fransa	Operasyonel Kiralama	38	30,0x	21,7x	18,3x	2,4x	2,1x	2,0x	5.396
Garanti Bankası	Türkiye	Bankacılık	12.469	7,4x	7,2x	6,1x	1,2x	1,1x	0,9x	-
Akbank	Türkiye	Bankacılık	11.536	7,7x	7,1x	6,3x	1,3x	1,1x	0,9x	-
İş Bankası	Türkiye	Bankacılık	9.483	6,1x	6,3x	5,7x	0,9x	0,8x	0,7x	-
Yapı Kredi Bankası	Türkiye	Bankacılık	5.391	5,5x	5,5x	4,8x	0,7x	0,6x	0,6x	-
Halkbank	Türkiye	Bankacılık	5.226	6,2x	4,7x	4,3x	0,9x	0,7x	0,6x	-
Vakıfbank	Türkiye	Bankacılık	4.851	5,4x	5,1x	4,2x	0,9x	0,8x	0,7x	-
Albarak Türk	Türkiye	Bankacılık	364	5,0x	-	-	0,6x	-	0,0x	-

Kaynak: Bloomberg, Şirket İnternet Siteleri  
Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.

## Şirket Profili

- Anadolu Isuzu Otomotiv San. ve Tic. A.Ş. («Anadolu Isuzu»), Isuzu Motors Ltd. ile lisans anlaşması doğrultusunda, Türkiye’de Isuzu marka araçların üretimini yapmaktadır.
- Anadolu Isuzu, Anadolu Grubu (%55,4), Isuzu Motors Ltd. (%16,99), Itochu Corporation (%12,75) ortaklığında faaliyetini sürdürmekte olup, firmanın %14,49 hissesi borsada işlem görmektedir.
- Şirketin ürün gamı, kamyon, kamyonet, midibüs, otobüs ve pick-up segmentlerinden oluşmaktadır.
- 2016 yıl sonu itibariyle toplam 823 çalışan sayısı ile belirtilen segmentlerde 25 farklı model üretimi yapılmaktadır.
- Anadolu Isuzu’nun 2016 yılı itibariyle Türkiye’de 25 satış, 114 servis noktası, yurtdışında ise 30 ülkede 19 distribütörü bulunmaktadır.
- 300 bin m2 arazi üzerine kurulu, 97 bin m2 kapalı alana sahip üretim tesisinin yıllık toplan üretim kapasitesi tek vardiyada 19 bin adettir.
- 2015 ve 2016 yıllarında sırasıyla 11.162 adet ve 5.240 adet araç üreten Anadolu Isuzu, yine bu yıllarda sırasıyla 9.907 adet ve 7.333 adet araç satışı gerçekleştirmiştir.
- Anadolu Isuzu, 2017 yılı ilk yarısı itibariyle toplam 2.548 adet araç satışı gerçekleştirmiştir.

## Özet Konsolide Finansallar

Özet Gelir Tablosu (Bin TL)	2014	2015	2016	2017 Oca-Haz
Satışlar	729.144	935.495	829.811	351.013
Satışların Maliyeti	(603.857)	(779.196)	(721.710)	(300.042)
<b>Brüt Kar</b>	<b>125.287</b>	<b>156.298</b>	<b>108.101</b>	<b>50.971</b>
Operasyonel Giderler	(90.469)	(129.408)	(114.403)	(48.341)
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>34.818</b>	<b>26.890</b>	<b>(6.302)</b>	<b>2.630</b>
Finansman Gelirleri / (Giderleri), net	3.872	(8.885)	(54.600)	(28.872)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>38.690</b>	<b>18.005</b>	<b>(60.901)</b>	<b>(26.242)</b>
Dönem Vergi Gideri	(4.347)	(262)	14.565	7.204
<b>Net Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>34.342</b>	<b>17.744</b>	<b>(46.337)</b>	<b>(19.038)</b>

Özet Bilanço (Bin TL)	2014	2015	2016	2017 Oca-Haz
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>692.637</b>	<b>881.203</b>	<b>885.067</b>	<b>909.873</b>
Dönen Varlıklar	577.974	733.734	718.133	732.693
Duran Varlıklar	114.663	147.470	166.934	177.180

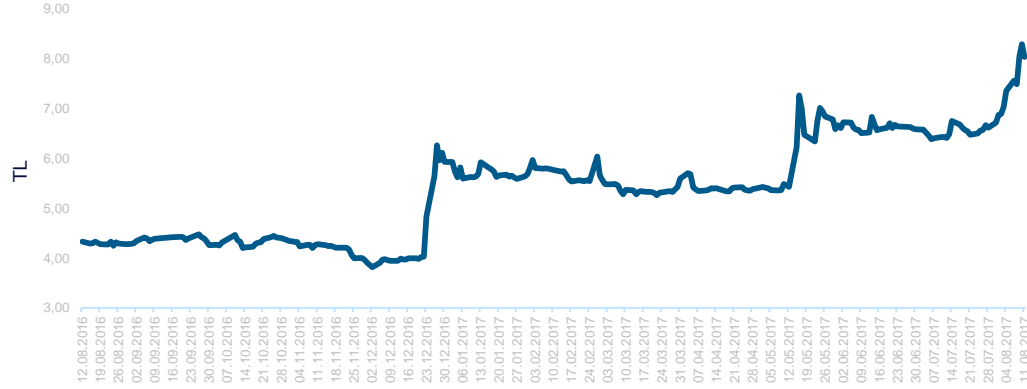
TOPLAM KAYNAKLAR	692.637	881.203	885.067	909.873
<b>A) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>358.735</b>	<b>557.842</b>	<b>622.602</b>	<b>669.770</b>
i) Kısa Vadeli Yükümlülükler	314.052	406.816	387.477	387.138
Finansal Borçlar	75.805	138.477	149.750	131.653
Ticari Borçlar	216.143	244.940	211.966	224.788
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.104	23.399	25.760	30.698
ii) Uzun Vadeli Yükümlülükler	44.683	151.026	235.125	282.632
Finansal Borçlar	28.207	134.019	220.495	263.105
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	16.476	17.007	14.630	19.527
<b>B) Özkaynaklar</b>	<b>333.902</b>	<b>323.362</b>	<b>262.465</b>	<b>240.103</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

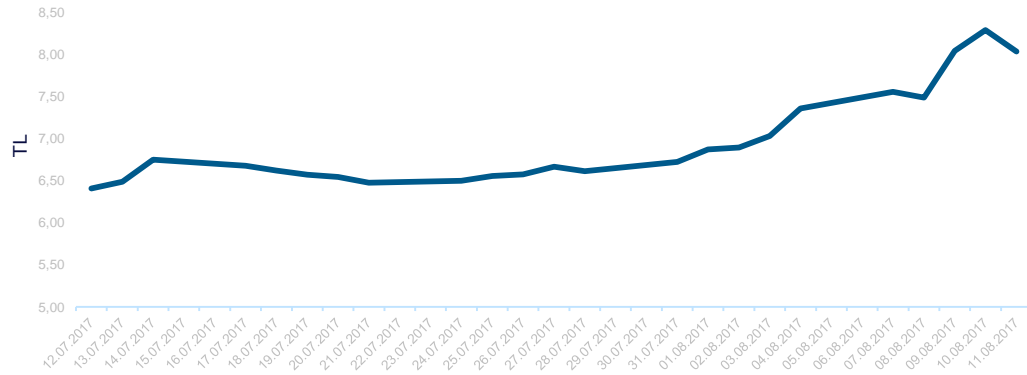
## Piyasa Değeri

- Anadolu Isuzu'nun 11 Ağustos 2017 tarihinden itibaren son 12 aylık ve son 1 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Kullanılan hisse fiyatları aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir.

## ISUZU Son 12 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



## ISUZU Son 1 Aylık Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatları



Dönem	Hisse Fiyatı (Ortalama AOF - TL)	Piyasa Değeri (TL)
Son 1 Aylık	6,95	583.485.904
Son 12 Aylık	5,38	451.618.915

Kaynak: Borsa İstanbul ve İş Yatırım

## Şirket Profili

- 1965 yılında Jawa marka motosikletlerin Türkiye’de üretilmesi amacıyla kurulan Anadolu Motor Üretim ve Pazarlama A.Ş. («Anadolu Motor» veya «Şirket»), 1972 yılında motor üretimine başlamıştır. %100 Anadolu Grubu şirkettir.
- Motor üretimini bir süre Lombardini lisansı altında gerçekleştiren Şirket, halihazırda kendi markası Antor’la üretimini devam ettirmektedir.
- Şirket ayrıca; Antrac marka çapa makineleri, Antor marka çim biçme makineleri, dal parçalayıcılar, motopomplar ve benzinli - dizel motorlu jeneratörlerin üretimini de gerçekleştirmektedir.
- Anadolu Motor üretim faaliyetlerinin yanı sıra; Honda güç Ürünleri, Honda Marine dıştan takma deniz motorları, Lombardini dizel motorlar ile Güney Koreli LS traktör, Hindistanlı Solis traktör ve İtalyan Landini traktörlerin Türkiye distribütörlüğünü yapmaktadır.
- Güç ürünleri, traktör ve yedek parça&servis iş birimleri ile toplam 240 çalışanı olan Anadolu Motor’un Türkiye genelinde 200 bayi ve 400 anlaşmalı servisi mevcuttur.
- Yıllık 20.000 adet motor üretim kapasitesine sahip olan Şirket, ürettiği motorları 50’nin üzerinde ülkeye ihraç etmektedir.

## Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	FD / FAVÖK		FD / Satışlar	
				2016	2017T	2016	2017T
CNH Industrial NV	İngiltere	Makine	15.715	5,6x	7,2x	0,8x	0,8x
Cummins Inc	Amerika	Makine	26.120	10,9x	9,3x	1,5x	1,4x
Weichai Power Co Ltd	Çin	Otomotiv Parça & Ekipman	7.942	8,8x	6,4x	1,0x	0,7x
Kubota Corp	Japonya	Makine	22.642	50,3x	12,8x	4,1x	1,9x
Brunswick Corp/DE	Amerika	Makine	4.794	9,4x	7,4x	1,1x	1,0x
First Tractor Co Ltd	Çin	Makine	926	14,3x	13,2x	1,0x	1,1x
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Türkiye	Makine	1.251	7,9x	9,4x	1,3x	1,3x
Doosan Engine Co Ltd	Güney Kore	Otomotiv Parça & Ekipman	239	4,8x	3,4x	0,2x	0,2x
Carraro SpA/Campodarsego	İtalya	Otomotiv Parça & Ekipman	324	13,9x	8,1x	0,8x	0,8x
Xinchen China Power Holdings Ltd	Çin	Otomotiv Parça & Ekipman	184	4,9x	5,1x	0,7x	0,8x
Greaves Cotton Ltd	Hindistan	Makine	580	13,3x	13,5x	2,3x	2,1x
Concentric AB	İngiltere	Makine	617	12,1x	10,6x	2,5x	2,2x
Tümosan Motor ve Traktör A.Ş.	Türkiye	Otomotiv Parça & Ekipman	249	11,5x	12,0x	1,6x	1,7x

Kaynak: Bloomberg  
Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.

## Anadolu Kafkasya Şirket Profili

- LLC Georgia – Urban Energy («GUE»), 1999 yılında Gürcistan’da kurulmuştur. Şirket’in %90 hissesi Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları Anonim Şirketi’ne aittir. Geri kalan %10 hisse 2011 tarihli sözleşmeye istinaden Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası’na («EBRD») aittir.
- Anadolu Kafkasya Enerji Yatırımları A.Ş.’nin %89,19’u Anadolu Endüstri Holding’e, geri kalan %10,81’i ise Paravani Energy B.V’ye aittir.
- GUE’nin ana faaliyeti, Gürcistan’da yer alan Paravani Hidroelektrik Santralinde elektrik üretimi ve üretilen elektriğin Gürcistan ve Türkiye’ye satışından oluşmaktadır. Santral Ekim 2014’ten itibaren ticari olarak üretime geçmiştir.
- Gürcistan Hükümeti ile yapılan Mutabakat Sözleşmesine göre 15 yıl boyunca üretilen elektrik Ocak, Şubat ve Aralık aylarında önceden belirlenen bir fiyattan Gürcistan’a satılacaktır. Diğer aylardaki satış profili yıllık bazda Gürcistan’la yapılan sözleşmelerle belirlenmektedir. Gürcistan’a satış yapılmayan aylarda Türkiye’ye satış yapılabilmektedir.
- GUE 2017’nin ilk 6 ayında 233,8 milyon kWh elektrik satışı gerçekleştirmiştir. Bu satışların 138,1 milyon kWh’i Gürcistan’a, geri kalanı ise Türkiye’ye yapılmıştır.

## Aslancık Elektrik Şirket Profili

- Aslancık Elektrik Üretim A.Ş. («Aslancık HES»), 1999 yılında, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmek amacıyla kurulmuştur.
- Şirket, 21 Şubat 2007 tarihinde Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü’nce Su Kullanım Anlaşması Yönetmeliği kapsamında ilan edilen, Giresun Aslancık Hidroelektrik Santrali Projesinin Hidroelektrik Kaynak Katkı Payı Verme İhalesi’ni kazanmıştır.
- İhalede verilen katkı payı bedeli 6,05 krş/kWh (2007) olmuştur.
- Üretim lisansı 20 Mart 2008 tarihinde alınmıştır ve 49 yıl süreyle geçerlidir.
- Tesis’in birinci kısmı (60 MW) 8 Mart 2014 tarihinde, ikinci kısmı ise (60 MW) 19 Eylül 2014 tarihinde devreye girmiştir. 2017 yılı ilk 6 ayda, 204,7 GWh elektrik satışı gerçekleşmiştir.
- Şirket’e ait, 30.06.2017 itibari ile ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Ortak	Pay Tutarı (Nom.TL)	Pay Oranı (%)
Anadolu Endüstri Holding A.Ş.	55.000.000	%33,3
D-Enerji Üretim ve Yatırım A.Ş.	54.999.975	%33,3
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	41.250.000	%25,0
Doğan Enerji Yatırımları San. ve Tic. A.Ş	13.750.000	%8,3
Doğuş İnşaat ve Ticaret A.Ş.	25	<%1
<b>Toplam Sermaye</b>	<b>165.000.000</b>	<b>100,0%</b>

## Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri	FD / FAVÖK			FD / Satışlar		
			(milyon ABD \$)	2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T
Albioma SA	Fransa	Yenilenebilir Elektrik Üretim	692,2	10,0x	9,2x	7,7x	3,5x	3,2x	2,8x
Futuren SA	Fransa	Rüzgar Enerjisi Elektrik Üretim	301,7	21,2x	11,5x	11,5x	7,2x	6,4x	6,4x
Terna Energy SA	Yunanistan	Yenilenebilir Elektrik Üretim	504,2	7,4x	7,2x	5,7x	4,2x	4,1x	3,5x
Falck Renewables	İtalya	Yenilenebilir Elektrik Üretim	472,9	7,6x	6,6x	6,3x	3,8x	3,3x	3,2x
Infigen Energy	Avustralya	Yenilenebilir Elektrik Üretim	597,1	11,5x	9,1x	8,7x	8,0x	6,4x	6,3x
Greentech Energy	Danimarka	Yenilenebilir Elektrik Üretim	113,9	7,2x	6,3x	6,1x	5,4x	4,7x	4,6x
Rattanindia Power	Hindistan	Elektrik Üretim	271,2	12,7x	6,4x	-	5,5x	3,5x	-
Alerion	İtalya	Yenilenebilir Elektrik Üretim	132,3	8,5x	-	-	6,1x	-	-
Aksa Enerji	Türkiye	Elektrik Üretim	674,7	10,4x	7,9x	5,4x	1,4x	1,8x	1,3x
Zorlu Enerji	Türkiye	Elektrik Üretim	793,6	16,0x	11,7x	7,9x	5,7x	3,8x	2,4x
Akenerji	Türkiye	Elektrik Üretim	231,9	13,9x	19,5x	19,6x	2,2x	2,5x	2,3x
Ayen Enerji	Türkiye	Elektrik Üretim	229,6	16,1x	9,5x	8,3x	5,5x	5,2x	4,7x

Kaynak: Bloomberg

Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.

## Şirket Profili

Anadolu Grubu gayrimenkul sektöründeki faaliyetlerine 2011 yılında «AND» markası altında başlamış olup, marka altındaki üç şirket Anadolu Endüstri Holding'in %100 bağlı ortaklığı olarak kurulmuştur.

### 1. AND Anadolu Gayrimenkul Yatırımları A.Ş. («AND Anadolu»),

Şirket portföyünde yer alan gayrimenkul, «AND Kozyatağı» ofis binası, E-5 Karayolu'nun hemen bitişiğinde, Kozyatağı Metro istasyonuna 80 metre mesafede bulunmakta olan A+ bir ofis binasıdır. 25 kattan oluşan binanın inşaat alanı 73.325 m<sup>2</sup>, kiralanabilir alanı ise 35.418 m<sup>2</sup>'dir.

### 2. AND Kartal Gayrimenkul Yatırımları A.Ş. («AND Kartal»):

«AND Pastel», AND Kartal'ın inşaat ve satışı devam eden konut projesidir. Proje bünyesinde toplam 26 blokta 1.361 adet bağımsız bölüm yer almaktadır. Bağımsız bölümlerin 1.243 adedi konut, kalan 38 adedi ise ticari niteliğindedir. Toplam inşaat alanı 248.366 m<sup>2</sup> olan projedeki, brüt satılabilir alan ise 164.594 m<sup>2</sup>'dir. AND Kartal portföyünde yine Kartal'da yer alan ve üzerinde henüz inşaat başlamamış olan 9.843 m<sup>2</sup> büyüklüğünde bir arsa («Adel Arazisi») bulunmaktadır. Arsa, AND Pastel projesine komşu durumdadır. Arsa üzerinde içinde proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

### 3. AND Ankara Gayrimenkul Yatırımları A.Ş. («AND Ankara»):

Şirket portföyünde Ankara ili Çankaya ilçesinde yer alan bir arsa bulunmaktadır. Arsa, 5.964 ve 3.815 m<sup>2</sup>'lik 2 parselden oluşmaktadır. Henüz inşaat başlamamış olup, bir ofis projesi gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Projeler	İnşaat Baş. Tarihi	İnşaat Bitiş Tarihi	Diğer
AND Anadolu	May.14	Ara.15	Doluluk Oranı*: ~%60
AND Kartal - Paste	Ağu.16	Ara.18	Satılan m <sup>2</sup> /toplam m <sup>2</sup> *: %40
AND Kartal - Adel	Haz.18	Ara.21	Henüz inşaat başlamadı
AND Ankara	-	-	Henüz inşaat başlamadı

\* 30.06.2017 itibari ile

## Benzer Şirket Listesi

Türkiye'de faaliyet gösteren 31 GYO arasından, faaliyetleri ve portföy yapısı AND Gayrimenkul ile benzerlik gösteren şirketler seçilmiştir. Seçilen benzer şirketlere ait çarpanlar alttaki tabloda sunulmaktadır.

TL mn	NAD	Piyasa Değeri	Prim / İskonto
Torunlar GYO	5.604	2.720	-%51
İş GYO	3.431	1.316	-%62
Sinpaş GYO	1.652	486	-%71
Özak GYO	1.553	688	-%56
NuroI GYO	861	390	-%55
<b>Benzer Şirketler</b>	<b>13.101</b>	<b>5.600</b>	<b>-%57</b>
Minimum			-%71
Maksimum			-%51

Kaynak: İş Yatırım, KAP

NAD Değerleri Sinpaş GYO ve Özak GYO için 31.03. 2017, diğer şirketler için 30.06.2017 finansalları kullanılarak hesaplanmıştır. Veriler 11 Ağustos 2017 tarihi itibari ile güncellenmiştir.

## Şirket Profili

- Efestur Turizm İşletmeleri A.Ş. («Efestur»), Anadolu Endüstri Holding'in %100 bağlı ortaklığı olarak, Anadolu Grubu Şirketleri'nin yanısıra diğer grup dışı müşterilere seyahat ve kurumsal etkinlik çözümleri sunmaktadır.
- Efestur, organizasyon çözümleri kapsamında müşterilerinin bayi toplantısı, lansman, kongre ve gala organizasyonları gibi çeşitli ihtiyaçlarına yönelik çözümler sunmaktadır.
- Seyahat çözümleri kapsamında ise, kurumsal ve bireysel müşterilerine otel ve uçak rezervasyonları ve vize hizmetleri sunmaktadır.

## Benzer Şirket Listesi

Benzer Şirketler	Ülke	Sektör	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	FD / FAVÖK			FD / Satışlar			Fiyat / Kazanç		
				2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T	2016	2017T	2018T
TUI AG	Almanya	Seyahat Hizmetleri	9.052	6,5x	5,4x	4,9x	0,5x	0,4x	0,4x	8,1x	12,8x	11,3x
H.I.S CO LTD	Japonya	Seyahat Hizmetleri	2.019	47,8x	9,0x	7,3x	0,5x	0,4x	0,3x	-	21,1x	19,4x
Corporate Travel	Avusturalya	Seyahat Hizmetleri	1.909	36,3x	23,9x	19,0x	9,8x	6,6x	5,7x	61,3x	36,3x	28,0x
Al Tayyar Travel	Suudi Arabistan	Seyahat Hizmetleri	1.862	6,5x	7,3x	7,2x	0,9x	0,9x	0,9x	8,4x	9,0x	8,8x
CVC Brasil	Brezilya	Seyahat Hizmetleri	1.509	14,9x	8,9x	7,8x	-	4,4x	3,9x	-	20,0x	16,3x
Hana Tour	Güney Kore	Seyahat Hizmetleri	847	21,9x	12,0x	8,9x	2,0x	1,1x	1,0x	97,4x	33,7x	17,9x
Cox & Kings	Hindistan	Seyahat Hizmetleri	804	26,2x	8,9x	7,4x	13,4x	3,2x	2,9x	28,3x	17,9x	13,1x
Zhangjiajie	Çin	Seyahat Hizmetleri	607	24,6x	23,9x	20,0x	7,7x	7,1x	6,6x	65,4x	52,5x	48,0x
Modetour Network	Güney Kore	Seyahat Hizmetleri	451	16,4x	10,8x	9,5x	2,1x	1,5x	1,4x	27,9x	19,1x	16,1x
Hogg Robinson	İngiltere	Seyahat Hizmetleri	310	4,4x	4,4x	4,5x	0,7x	0,8x	0,8x	11,1x	9,8x	11,0x
Rainbow Tours	Polonya	Seyahat Hizmetleri	157	17,8x	10,3x	8,8x	0,5x	0,4x	0,4x	23,4x	13,2x	11,5x
Panorama Sentraw	Endonezya	Seyahat Hizmetleri	59	8,6x	-	-	0,6x	-	-	-	-	-
Design Hotels AG	Almanya	Seyahat Hizmetleri	57	18,0x	-	-	2,5x	-	-	31,0x	-	-
Destinasi Tirta	Endonezya	Seyahat Hizmetleri	51	11,4x	-	-	1,6x	-	-	27,4x	-	-
Travel Expert	Hong Kong	Seyahat Hizmetleri	46	4,1x	-	-	0,5x	-	-	10,6x	-	-
Bayu Buana TBK	Endonezya	Seyahat Hizmetleri	32	2,9x	-	-	0,1x	-	-	15,5x	-	-
International Travel	Hindistan	Seyahat Hizmetleri	31	5,0x	-	-	0,7x	-	-	13,6x	-	-
Amaya Leisure PLC	Sri Lanka	Seyahat Hizmetleri	20	6,2x	-	-	2,5x	-	-	8,9x	-	-
Unlimited Travel	İsveç	Seyahat Hizmetleri	18	5,0x	-	-	0,2x	-	-	9,3x	-	-

Kaynak: Bloomberg, Şirket İnternet Siteleri  
Veriler 11.08.2017 itibarıyla güncellenmiştir.



## Ek 2: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

48

- Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında, firmaya olan nakit akışları Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") ile bugüne indirgenmiştir<sup>(1)</sup>.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, (A) özsermaye maliyeti ve (B) borçlanma maliyetinin, (d) hedef finansal borç / özsermaye oranlarına göre ağırlıklandırılması ile hesaplanmıştır.
- (A) Özsermaye maliyeti, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM)'ne göre hesaplanmış olup, bileşenlerine ilişkin varsayımlar altta sunulmuştur:
  - a) Risksiz getiri oranı<sup>(2)</sup> olarak, 24.02.2027 vadeli Devlet İç Borçlanma Senedi'nin bileşik faizi (%10.79) kullanılmıştır.
  - b) Her şirkete ait beta katsayısı, New York Üniversitesi, Stern School of Business bünyesinde, Prof. Dr. Aswath Damodaran tarafından periyodik olarak sunulan veri setinden<sup>(3)</sup> alınmış olup; şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerdeki benzer şirketlerin incelenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
  - c) Risk primi, pazar portföyünün beklenen getirisi ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı temsil etmekte olup, halka açık şirketler için %6, halka açık olmayan şirketler için %7 olarak varsayılmıştır.
- (B) Borçlanma maliyeti, şirketlerin TL cinsinden uzun vadeli borçlanma maliyetini temsil etmekte olup, vergi etkisi düşülerek AOSM hesaplamasında kullanılmıştır<sup>(2)</sup>.
- (d) Borç / özsermaye oranları belirlenirken; şirketlerin geçmiş sermaye yapıları da göz önünde bulundurularak, öncelikli olarak Damodaran veri setinden<sup>(3)</sup> alınan ilgili sektöre ait borç / özsermaye oranı kullanılmıştır.
- AOSM hesaplamasında kullanılan piyasa verileri 11.08.2017 tarihi itibarıyla güncellenmiştir.

Referans	Bileşen
<b>(A)</b>	<b>Özsermaye Maliyeti</b>
(a)	Risksiz Getiri Oranı
(b)	Beta Katsayısı
(c)	Risk Primi
<b>(B)</b>	<b>Borçlanma Maliyeti</b>
(d)	Hedef Özsermaye / (Borç + Özsermaye)
(d)	Hedef Borç / (Borç + Özsermaye)
<b>=</b>	<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>

- (1) Hissedarlara olan nakit akışlarının indirgenmediği durumlarda, AOSM yerine Özsermaye Maliyeti kullanılmıştır.
- (2) Nakit akışlarının Türk Lirası dışındaki başka bir para birimi cinsinden hesaplandığı durumlarda, AOSM ilgili para birimine ilişkin veriler kullanılarak hesaplanmıştır.
- (3) Damodaran verilerinin kullanılmasının mümkün olmadığı durumlarda, ilgili sektördeki halka açık şirketlere ait veriler veya Şirket Yönetimi öngörülleri kullanılmıştır.

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = \text{Özsermaye Maliyeti}^{(A)} \times \text{Özsermaye} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye})^{(d)} + \text{Borçlanma Maliyeti}^{(B)} \times (1-t) \times (\text{Borç} / (\text{Borç} + \text{Özsermaye}))^{(d)}$$

