

MATAŞ MATBAACILIK AMBALAJ
SANAYİ VE TİCARET A. Ş.



DEĞERLEME RAPORU

15 Haziran 2012



İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
1. RAPORUN AMACI	2
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER	2
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR	2
4. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ	3
5. ÇAĞRI YOLUYLA PAYLARI TOPLANACAK ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	7
6. FİNANSAL TABLOLAR	9
7. MATAŞ DEĞER TESPİTİ	11
7.1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARINA GÖRE ŞİRKET DEĞERİ	11
7.2. BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ	11
7.3. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ	13
7.4. İMKB KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ ENDEKSİ VE BASIM VE YAYIN ENDEKSİ ÇARPANLARINA GÖRE ŞİRKET DEĞERİ	14
7.5. DEFTER DEĞERİ YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ	15
8. SONUÇ	16

1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin ("Mataş" veya "Şirket") ortaklarından Ahmet Kavak, Fulya Kavak, Hüsnü Nihat Tabanlı, Gülnur Tabanlı, Can Kurt Tabanlı, Ali Haslet Dizdar, İpek Nükhet Dizdar ve Zeynep Dizdar Sönmez'in sahip olduğu Yönetim Kurulu seçiminde imtiyaza sahip A Grubu nama yazılı 900.000 adet ve B grubu hamiline yazılı 2.850.000 adet olmak üzere Şirket sermayesinin %46,88'ine tekabül eden toplam 3.750.000 TL nominal değerli payların 23.03.2012 tarihinde yapılan hisse satış sözleşmesine istinaden VBG Holding A.Ş. tarafından 06.04.2012 tarihinde IMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda satın alınması sebebiyle doğmuş olan zorunlu çağrı yükümlülüğü çerçevesinde uygulanacak çağrı fiyatının belirlenmesinde kullanılmak üzere Turkish Yatırım A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Turkish Yatırım A.Ş., ("Turkish Yatırım") VBG holding ("Çağrıda Bulunan") ve Turkish Yatırım A.Ş. arasında 22.05.2012 tarihinde imzalanmış olan değerleme sözleşmesi ile değerleme çalışmasını yapmak üzere yetkilendirilmiştir.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Turkish Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar müşteriye ve Mataş hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış bilgilerden ve talebimiz üzerine Çağrıda Bulunan tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Turkish Yatırım'a sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsayılmıştır.

Gazete /dergilerin yayın bölgesine göre sayısı, 2008-2009

Yayın Türü		Toplam		Yerel		Bölgesel		Ulusal	
Toplam	2008	5.665	100	3.543	62,5	316	5,6	1.806	31,9
	2009	6.073	100	3.652	60,1	351	5,8	2.070	34,1
Gazete	2008	2.479	100	2.304	92,9	58	2,3	117	4,7
	2009	2.604	100	2.368	90,9	73	2,8	163	6,3
Dergi	2008	3.186	100	1.239	38,9	258	8,1	1.689	53,0
	2009	3.469	100	1.284	37,0	278	8,0	1.907	55,0

Kaynak: TÜİK Yazılı Medya Araştırması

2009 yılında gazete ve dergilerin sayısı 2008 yılına göre % 7,2 artmıştır. 2009 yılında 6.073 gazete ve dergi yayımlanmıştır. Bu yayınların % 57,1'ini dergiler oluşturmaktadır. Ülkemizde 2009 yılında yayımlanan gazetelerin %90,9'u yerel, %2,8'i bölgesel ve %6,3'ü ise ulusal yayın yapmaktadır. Dergilerin ise %37'si yerel, %8'i bölgesel iken, %55'i ulusal yayın yapmaktadır.

2 - Basım Pazarı

Basım yayım sanayisinde basım pazarı her türlü gazete, kitap, dergi, magazin, periyodik yayın vb. gibi ürünlerin basım öncesi, baskı ve baskı sonrası yapılan tüm işleri kapsamaktadır.

3 – Ambalaj Baskı Pazarı

Basım yayım sektöründe üçüncü büyük alt pazarı ambalaj baskı pazarı oluşturmaktadır. Basım sanayii ile ambalaj sanayii içice geçmiş durumdadır. Nihai üreticiler büyük ölçüde baskılı ambalaj malzemesi kullandıkları için basım firmaları baskılı ambalaj malzemesi üretiminde de bulunmaktadır.

Ambalajlı ürünlerin tüketimi hızlı kentleşme, nüfus artışı, yaşam standartlarının artması, kadınların iş hayatına katılımı, tüketim alışkanlıklarının değişimi, alışveriş merkezlerinin yaygınlaşması, perakende alışveriş eğilimi, dayanıksız ve yarı dayanıklı tüketim malları harcamalarında artış ve hızlı ihracat artışı gibi nedenlerle sürekli ve düzenli olarak genişlemektedir. Buna bağlı olarak ambalaj baskı pazarı da genişlemektedir.

4 – Reklam ve Yaratıcı Sektör Basılı Ürünleri

Basım yayım sektöründe beşinci alt pazarı reklam ve yaratıcı sektör için üretilen basılı malzemelerin yer aldığı pazarı oluşturmaktadır. Reklam ve yaratıcı sektör basılı ürünlerini insert ilanlar, el ilanları, kataloglar, broşürler ve her türlü basılı ilan gibi ürünler oluşturmaktadır. Özellikle perakende pazarındaki gelişmeye bağlı olarak basılı ürünler daha çok kullanılmaya başlamıştır ve bu eğilimin hızlanarak süreceği açık seçik görülmektedir.

	2008	2009	2010	2011
Reklam Yayım Harcaması	1.901	2.540	2.540	1.820
Reklam Yapım Ajans ve Basılı Malzeme Harcamaları	633	770	740	545
-Reklam Yapım Hizmetleri	470	564	540	400
-Ajans Komisyonları	93	121	103	66
-Basılı Malzeme Harcamaları	70	85	97	79
TOPLAM	2.534	3.310	3.190	2.365

Kaynak: Reklamcılar Derneği ve Reklamverenler Derneği

4. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

Türk Basım Yayım Sanayii'nin gelişimi 1950'li yıllarda başlamıştır. 1950 yılından itibaren ulaştırma ve iletişim odaklı kamu yatırımlarının önemli ölçüde genişlemesi ve özel sektörün sermaye birikimine başlaması ile birlikte basım yayım sektörü bir sanayi niteliğinde gelişme sürecine girmiş ve dönemin tipik teknolojisine dayalı büyümeye başlamıştır. 1960'lı yılların ortasında ofset teknolojisi kullanılmaya başlanmış ancak ofset teknolojisine yoğun olarak geçiş 1985 yılından itibaren başlamıştır.

Türk Basım Yayım Sektörü iç pazar büyüklükleri ve nitelikleri itibariyle 5 büyük alt pazardan oluşmaktadır. Bu alt pazarlar:

- Yayım, gazete kitap, dergi vb. yayım işleri
- Basım, gazete, kitap, dergi vb. basım işleri
- Ambalaj baskıları
- Reklam ve yaratıcı sektör ürünleri
- Diğer basılı ve baskılı ürünler

Basım yayım sektörünün büyüklüğü 2009 yılında 3,3 milyar dolar iken, 2010 yılında %10,6 artışla 3,7 milyar dolara yükselmiştir. Basım yayım sektöründe en büyük payı yayım pazarı almaktadır. Yayım pazarının büyüklüğü 2009 yılında 1,67 milyar dolar iken, 2010 yılında %10 artışla 1,84 milyar dolara yükselmiştir. Yayım pazarının sektördeki payı ise 2009 yılında %49 iken, 2010 yılında %49,6'ya yükselmiştir. Sektörde ikinci sırada %30 pazar payı ve 1,11 milyar dolar pazar büyüklüğü ile basım pazarı almaktadır. Sektörde üçüncü sırada ise %10 pazar payı ve 370 bin dolar pazar büyüklüğü ile ambalaj baskıları yer almaktadır.

Basım Yayım Sanayi Pazar Dağılımı ve Büyüklükleri

Alt Pazar	Oran (%)	2008	2009	2010
Yayım	50,0%	1.515,0	1.667,3	1.835,6
Basım	30,0%	910,0	1.003,0	1.112,8
Ambalaj Baskıları	10,0%	303,0	335,2	369,7
Diğer Basılı ve Baskılı Ürünler	7,0%	212,0	236,4	263,5
Reklam ve Yaratıcı Sektör Ürünleri	3,0%	90,0	99,8	114,8
Toplam	100,0%	3.030,0	3.341,7	3.696,4

Kaynak: TÜİK İş İstatistikleri

1 - Yayım Pazarı

Basım yayım sanayisinin en önemli alt pazarını yayım pazarı oluşturmaktadır. Yayım pazarını oluşturan ana ürün grupları gazeteler, kitaplar ve dergilerdir. Türkiye'de yayınlanan gazete, kitap ve dergi sayılarının yüksekliği yayım sektörünün büyüklüğünü meydana getirmektedir.

6 – Diğer Basılı ve Baskılı Ürünler

Diğer basılı ve baskılı ürünler içinde en önemli pay eğitim, iş dünyası ve günlük kullanım için üretilen basılı ve baskılı kırtasiye ürünleri almaktadır. Bu ürünlerin basım ve baskı işleri basım yayım sanayisinin önemli bir alt pazarını oluşturmaktadır.

Basım Yayım Sanayii Üretim Kapasitesi

Basım Yayım Sanayii'nin üretim kapasitesine ilişkin bilgiler Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin sanayi veri tabanından elde edilmiştir. Ancak TOBB sanayi veri tabanında yer alan kapasite bilgileri sadece 10 kişi ve üzerinde çalışan olan orta ve büyük ölçekli işletmeleri kapsadığı için eldeki veriler bu şirketlerle sınırlıdır. Aşağıdaki tabloda üretim kapasitesi bilgileri firmaların makine parkı ve yaptıkları işin özelliklerine göre adet, m², kg, m ve ton olarak ayrı ayrı belirtilmektedir.

Basım Yayım Sanayi Ana Kollara Göre Üretim Kapasitesi

Ürün Kodu	Ürün Adı	Adet	m ²	kg	m	ton
34210101,00	GAZETE	101,0	2447,0	8493,0		
34210102,00	KİTAP, DERGİ, BROŞÜR VE MECMUA	545,0	579,0	9005,0		
34210103,00	ÇEŞİTLİ REKLAM AMAÇLI BASKILAR (DUVAR VE FLA FİŞLERİ, TAKVİM VB.)	233,0	102,0	1749,0		1428,0
34210104,00	AMBALAJ BASKILARI (METAL VE PLASTİK ÜZERİNE YAPILANLAR DAHİL) ALÜMİNYUM FOLYO BASKI	272,0	580,0	3900,0		1432,0
34210105,00	FATURA, MAKBUZ VB. EVRAK, FORMÜLER BASKI, BİLET	117,0		511,0		980,0
34210107,00	REPRODÜKSİYON BASKILAR, KARTPOSTAL, DAVETİYE, OFSET BASKI, ETİKET, SPOR FOTO, OYUN KA.	278,0	1450,0	1478,0	57,0	
34210115,00	BAŞKA YERDE SINIFLANDIRILMAMIŞ DİĞER BASKI İŞLERİ (BASKILI ETİKET, SELOFAN BASKI, BASKI MALZ.	571,0	1262,0	8670,0		23631,0
TOPLAM		2117,0	6420,0	33806,0	57,0	27470,0

Kaynak: TOBB Sanayi Veri tabanı

Basım Yayım Sanayii Üretim Büyüklüğü

Türkiye'de sanayi kollarının üretim büyüklüklerinin değersel verilerine ilişkin olarak resmi veri açıklanmamaktadır. Bununla birlikte sanayi üretimindeki gelişmeleri TÜİK aylık ve yıllık bazda hesaplamakta ve açıklamaktadır. TÜİK sanayi üretimi ile ilgili hesaplamalarda baz yıl olarak 2005 yılını kullanmaktadır. Aşağıdaki tabloda Türk basım yayım sanayiindeki üretim gelişmeleri 2005 yılından bu yana yıllık gelişmeler olarak yer almaktadır.

Basım Yayım Sanayi Yıllık Üretim Endeksi 2005=100

Yıl	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Endeks	100,0	107,4	118,8	122,7	126,8	127,0
Değişim (%)	-	7,4%	10,6%	3,2%	3,3%	0,2%
Endeks	100,0	107,2	114,4	112,7	99,9	114,3
Değişim (%)	-	7,2%	6,7%	-1,5%	-11,3%	14,4%

Kaynak: TÜİK Sanayi Üretim Endeksi

Basım Yayım Sektörü Ciro ve Pazar Büyüklüğü

Basım yayım sanayinde reklam gelirleri çıktıktan sonra ciro büyüklüğü 2004 yılındaki 4.25 milyar TL seviyesinden 2009 yılında yaklaşık 6 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon TL)

Yıl	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon TL)	Reklam Gelirleri (milyon TL)	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon TL)
2004	4.932	682	4.250
2005	6.155	890	5.265
2006	6.346	1.020	5.326
2007	6.311	1.113	5.198
2008	7.079	1.066	6.013
2008	6.815	818	5.997

Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon Dolar)

Yıl	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon Dolar)	Reklam Gelirleri (milyon Dolar)	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon Dolar)
2004	3.449	477	2.972
2005	4.559	659	3.900
2006	4.407	708	3.699
2007	4.855	856	3.999
2008	5.530	833	4.697
2008	4.425	531	3.894

Kaynak: TÜİK Yıllık Sanayi Hizmet İstatistikleri, Türkiye Reklamverenler Derneği

Kağıt Sektörü

Türkiye’de 1936 yılında kurulan kağıt sektörü, 1980’li yıllara kadar talebi yurtiçi üretimle karşılama amacı doğrultusunda faaliyet göstermiştir. 1963-79 dönemi Türk kağıt sektörü için tam bir büyüme ve gelişme dönemi olmuştur. Uzun yıllar dış rekabete kapalı olarak gelişen sektör, AB ile Türkiye arasındaki gümrük duvarlarının kaldırılması ile yeni bir döneme girmiştir.

Dünya kağıt-karton üretimi 2009 yılında 382 milyon ton’dur. Türkiye yaklaşık 3 milyon ton kurulu kapasitesi ile dünya kâğıt-karton üretiminde 25. sırada yer almaktadır. Türkiye, yılda ortalama 2 milyon ton kağıt üretmekte, tüketim ise 4.3 milyon tonu bulmaktadır. Dünya kağıt tüketiminde 18. sırada yer almaktadır. Amerika 'da kişi başına yıllık kağıt tüketimi 350 kg., Avrupa'da 150 kg., Türkiye’de ise 55,4 kg.’dır.

Türkiye’de kağıt üretimi selüloz ithal edilerek ve geri dönüşümlü kağıtların değerlendirilmesi ile yapılmaktadır. SEKA, özelleştirilmeden önce hammadde sağlayan tek kuruluş özelliğini taşımaktaydı. SEKA özelleştirildikten sonra bu sektörün temel hammadde kaynakları, selüloz ithalatı ve atık kağıtların yeniden değerlendirilmesi olmuştur.

Dünya kağıt-karton ticaretinin büyük bir kısmı gelişmiş ülkeler arasında olmaktadır. Kağıt ürünlerinin en önemli ithalatçıları başta ABD olmak üzere İngiltere, Almanya, Fransa ve İtalya gibi gelişmiş ülkelerdir. En

önemli ihracatçılar ise büyük orman kaynaklarına sahip Kanada, Finlandiya, İsveç gibi ülkeler yanında Batı Avrupa ülkeleri ve ABD'dir.

Türkiye'de kağıt karton tüketiminin yurtiçi üretim yoluyla karşılanan bölümünün haricinde kalan kısmı ithalatla karşılanmaktadır. Kağıt karton sektöründeki ithalat, genel olarak talebin karşılanamadığı türlerde ve lüks kağıtlarda olmakta, döviz kurlarının düşük kaldığı dönemlerde, kağıt ürünleri ithalatının cazibesi artmaktadır. Gazete, baskı ve yazı tabı kağıtları, sıvanmamış ya da emdirilmiş kağıt kartonlar, kraft torba kağıdı ve yağ geçirmez kağıtlar başlıca ithal kalemleridir. Türkiye'de Kağıt sektöründe genelde Almanya, Amerika, Avusturya, Brezilya, Hindistan, Hollanda, Finlandiya, Fransa, İspanya, İsrail, İsveç, İtalya, Mısır, Portekiz, Rusya ve Uzakdoğu ülkeleri gibi yerlerden ithalat yapılmaktadır.

5. ÇAĞRI YOLUYLA PAYLARI TOPLANACAK ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Mataş" veya "Şirket"), eski adıyla Zebra Matbaacılık ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. "Zebra Matbaacılık" 2006 yılında kurulmuştur.

Zebra Matbaacılık 30.12.2010 tarihinde yapılan genel kurulunda unvanı Mataş Matbaacılık Ticaret ve Sanayi A.Ş. olan şirketi tüm aktif ve pasifi ile kül halinde devir almak sureti ile birleşme kararı almıştır.

Söz konusu birleşmenin ardından Zebra Matbaacılık'ın unvanı 08.02.2011 tarihli olağan genel kurul toplantısında alınan karar ile Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirket'in üretim tesisleri ve yönetim merkezi 100.Yıl Mahallesi Matbaacılar ve Ambalajcılar Sanayi Sitesi 2. Cadde 193-194 Bağcılar / İstanbul adresinde yer almakta olup, toplam tesis büyüklüğü 2.000m²'dir.

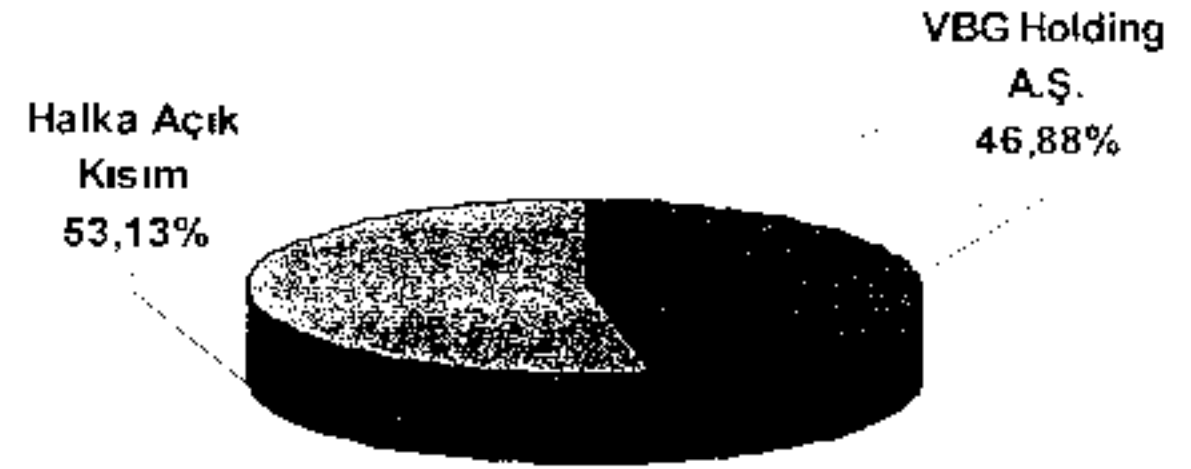
Mataş'ın 5.000.000 TL olan sermayesi 22.07.2011 tarihinde İMKB Birincil Piyasa'da 3.000.000 TL nominal değerli payların halka arzı ile 8.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Şirketin halka açıklık oranı da bu doğrultuda %37,5 olarak gerçekleşmiştir. Halka arzın ardından Şirket ortaklarından Ahmet Kavak, 28 – 29 Kasım 2011 tarihlerinde 1.250.000 adet payı İMKB'de satmış ve böylece şirketin halka açıklık oranı %53,13'e yükselmiştir.

Mataş'ın ortaklarından Ahmet Kavak, Fulya Kavak, Hüsnü Nihat Tabanlı, Gülnur Tabanlı, Can Kurt Tabanlı, Ali Haslet Dizdar, İpek Nükhet Dizdar ve Zeynep Dizdar Sönmez'in sahip olduğu Yönetim Kurulu seçiminde imtiyaza sahip A Grubu nama yazılı 900.000 adet ve B grubu hamiline yazılı 2.850.000 adet olmak üzere Şirket sermayesinin %46,88'ine tekabül eden toplam 3.750.000 TL nominal değerli paylar, 23.03.2012 tarihinde yapılan hisse satış sözleşmesine istinaden imtiyaz farkı gözetmeksizin beher hisse başına 2,50 TL bedel ile VBG Holding A.Ş. tarafından 06.04.2012 tarihinde İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda yapılan satış işlemi ile satın alınmıştır.

Satış işlemi sonrasında Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibi olmuştur:

MATAŞ ORTAKLIK YAPISI

Ortağın Ticaret Unvanı/Adı Soyadı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
VBG Holding A.Ş.	3.750.000	46,88%
Halka Açık Kısım	4.250.000	53,13%
TOPLAM	8.000.000	100,00%

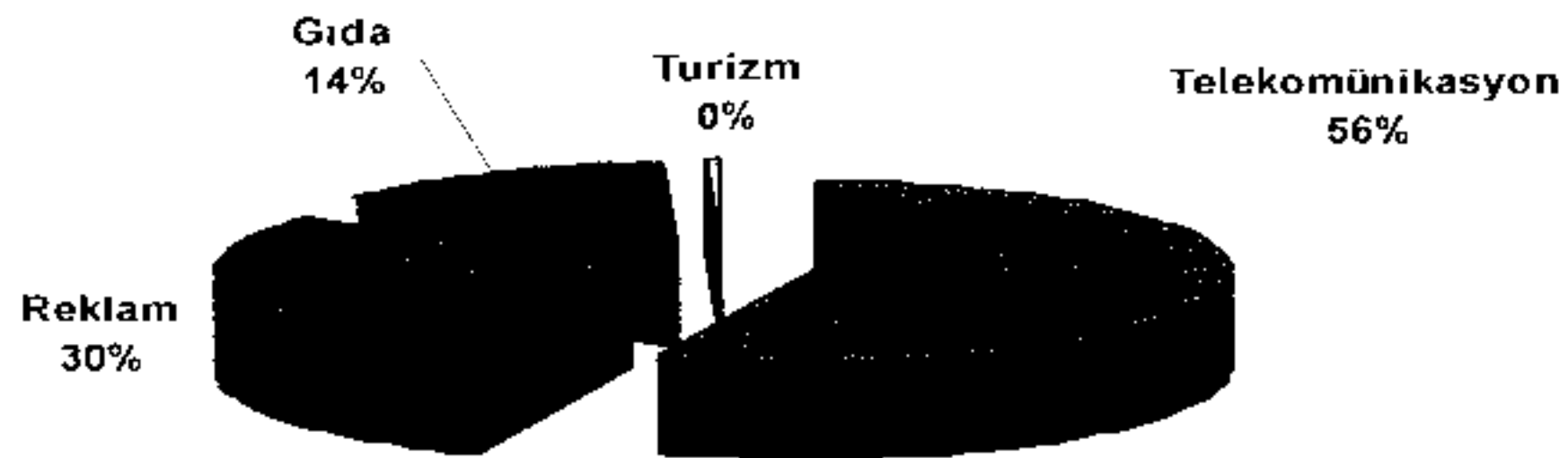


Basım yayım ve ambalaj sektöründe yer alan Mataş, afiş, broşür, katalog, dergi, kitap, cut-out, leaflet, dönkart gibi işlerin baskısını, katlamasını, kesimini ve yapıştırmasını gerçekleştirmektedir.

Başlangıçta, küçük müşteriler ve reklam ajanslarına hizmet veren MATAŞ daha sonra reklam ve halkla ilişkilere önem veren kurumsal firmalara hizmet vermeye başlamıştır.

Şirket satışlarının sektörlere göre dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir:

SATIŞLARIN SEKTÖREL DAĞILIMI (Mart 2012)



6. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in mali durumunu ve faaliyet sonuçlarını özetleyen finansal tablolar aşağıda gösterilmiştir:

	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.03.2012	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2011	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2010	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2009	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2008
VARLIKLAR					
Dönen Varlıklar	12.313.032	12.700.010	3.977.487	3.469.424	2.831.559
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.938.796	7.779.719	377.431	194.538	252.791
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	-
Ticari Alacaklar					
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	10.974	187.372
- Diğer Ticari Alacaklar	2.437.200	2.552.241	1.656.076	1.174.143	1.017.895
Diğer Alacaklar					
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	31.610	25.110	1.548	714.778	614.466
- Diğer Alacaklar	14.230	14.197	13.737	2.335	1.768
Stoklar	1.594.148	1.893.850	1.372.564	1.273.671	705.040
Diğer Dönen Varlıklar	297.048	434.893	556.131	98.985	52.228
Duran Varlıklar	4.485.005	3.733.878	4.059.604	2.147.711	2.377.400
Diğer Alacaklar	4.057	1.343	1.343	1.343	-
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	4.400.990	3.646.231	3.995.145	2.091.792	2.345.020
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.101	3.645	3.681	4.431	2.456
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	68.617	82.394	58.952	49.798	29.924
Diğer Duran Varlıklar	240	265	483	347	-
TOPLAM VARLIKLAR	16.798.037	16.433.888	8.037.091	5.617.135	5.208.959
KAYNAKLAR					
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.764.477	3.095.680	3.822.176	3.797.303	3.156.762
Finansal Borçlar	556.763	670.987	1.188.990	684.749	637.560
Ticari Borçlar	2.014.568	2.139.757	2.312.812	1.692.701	1.387.090
Diğer Borçlar					
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	266	536	-	1.296.423	1.003.915
- Diğer Borçlar	175.693	218.015	74.150	50.850	29.887
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	-	-	-	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.831	51.909	216.105	58.149	48.286
Borç Karşılıkları	-	-	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15.356	14.476	30.119	14.431	50.024
Uzun Vadeli Yükümlülükler	716.361	73.117	591.045	832.386	1.473.176
Finansal Borçlar	637.359	-	558.436	805.944	1.439.420
Ticari Borçlar	-	-	-	-	-
Diğer Borçlar	-	-	-	-	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	60.427	53.673	14.553	8.078	3.073
Borç Karşılıkları	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	18.575	19.444	18.056	18.364	30.683
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	-	-
ÖZKAYNAKLAR	13.317.199	13.265.091	3.623.870	987.446	579.021
Ödenmiş Sermaye	8.000.000	8.000.000	1.750.000	500.000	260.000
Hisse Senedi İhraç Primleri	5.048.738	5.048.738	-	-	-
Değer Artış Fonları	-	-	-	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	214.003	205.607	162.588	15.610	8.640
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	2.350	(81.737)	941.083	303.411	118.191
Net Dönem Karı / (Zararı)	52.108	92.483	770.199	168.425	192.190
TOPLAM KAYNAKLAR	16.798.037	16.433.888	8.037.091	5.617.135	5.208.959

	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.03.2012	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.03.2011	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2011	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2010	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2009	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2008
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER						
Satış Gelirleri	1.560.414	1.811.598	7.627.223	7.953.892	5.810.707	5.723.210
Satışların Maliyeti (-)	(1.416.677)	(1.239.020)	(5.394.112)	(6.018.436)	(4.791.372)	(4.544.014)
BRÜT KAR/(ZARAR)	143.737	572.578	2.233.111	1.935.456	1.019.335	1.179.196
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	-	-	(19.665)	-	-	-
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	(3.410)	(6.725)	(44.391)	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(337.118)	(356.836)	(2.102.165)	(903.677)	(576.258)	(389.294)
Diğer Faaliyet Gelirleri	140.655	12.995	87.322	114.125	54.580	7.403
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(103.328)	(8.359)	(58.637)	(115.141)	(13.253)	(9.620)
FAALİYET KAR/(ZARARI)	(156.054)	216.968	133.241	986.372	484.404	787.685
Finansal Gelirler	277.056	9.352	419.091	209.693	62.194	403.341
Finansal Giderler (-)	(54.155)	(109.913)	(429.994)	(219.223)	(352.217)	(940.270)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/(ZARARI)	66.847	116.407	122.338	976.842	194.381	250.756
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)						
-Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(1.831)	(30.525)	(51.909)	(216.105)	(58.149)	(48.286)
-Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	(12.908)	8.408	22.054	9.462	32.193	(10.280)
NET DÖNEM KAR/(ZARARI)	52.108	94.290	92.483	770.199	168.425	192.190
Hisse Başına Kazanç	0,007	0,029	0,016	0,440	0,337	0,384

7. MATAŞ DEĞER TESPİTİ

Gerek literatürde, gerekse uygulamada kullanılan pek çok değerlendirme yaklaşımı olmakla birlikte, şirket değerlemesinde en sık kullanılan yöntemlerin aşağıdaki yöntemler olduğu görülmektedir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi

7.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARINA GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

Basım, yayım ve ambalaj sektöründe faaliyet gösteren Mataş'ın, mevcut faaliyetlerine devam etmekle birlikte, çağrı işlemini takiben, Şirket'in unvan değişikliğine gideceği, bunun yanısıra, büyüme potansiyeli taşıyan alanlarda strateji geliştireceği ve yatırım alanlarının genişletilmesi suretiyle kaynaklarını farklı alanlarda kullanma planı bulunduğu VBG Holding tarafından belirtilmiştir. Bu nedenle Şirketin mevcut basım, yayım ve ambalaj sektöründeki faaliyetlerine ek olarak yeni faaliyet alanlarının eklenebileceği düşüncesinden hareketle, Mataş tarafından mevcut faaliyetlerini kapsayan geleceğe dönük gelir projeksiyonları hazırlanamamıştır. Bu doğrultuda Şirketin geleceğe dönük projeksiyonlarından hareketle elde edeceği nakit akımlarının bugüne indirgenmesini esas alan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi bu değerlendirme çalışmasında uygulanamamıştır.

7.2 BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

Mataş'ın benzer şirket çarpanlarına göre değer tespiti yapılabilmesi amacıyla, halihazırda üretimini ve satışını gerçekleştirdiği ürünler dikkate alınarak IMKB'de işlem gören şirketlerden Saray Matbaacılık (SAMAT), Prizma Pres Matbaacılık (PRZMA) ve Duran Doğan Ofset (DURDO) benzer şirket olarak belirlenmiştir.

Şirket değerinin hesaplanmasında Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri/ Faiz-Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/S) çarpanları esas alınmış ve çarpanlar aşağıda gösterilmiş olan oranlarda ağırlıklandırılmıştır.

Çarpanlar	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Ağırlıklandırma	50%	25%	25%

Mataş'ın benzer şirketleri olarak belirlenmiş olan Saray Matbaacılık, Prizma Pres Matbaacılık ve Duran Doğan Ofset'in verileri aşağıda gösterilmiştir.

	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar
DURDO	29.504.902	72.583.258	5.113.284	16.859.731	15.017.001	85.848.021
PRZMA	56.712.000	57.059.208	686.566	19.152.468	-84.929	9.725.790
SAMAT	60.512.000	73.566.348	1.101.147	19.654.210	2.187.120	51.492.242
Matbaa Şirketleri	146.728.902	203.208.814	6.900.997	55.666.409	17.119.192	147.066.053

Benzer şirketlerin bazı faaliyet çarpanları uç değerlere sahip olduğu için söz konusu şirketlerin çarpanlarını elde etmek için endeksleme yapılmıştır. Bu doğrultuda benzer nitelikteki 3 şirketin toplam verilerinden hareketle matbaacılık şirketlerine ait endeks çarpanları elde edilmiştir. Benzer şirketlerin 14.06.2012 tarihli verilerden hareketle PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanları aşağıdaki gibi oluşmuştur.

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Benzer Şirket Çarpanları	2,64	11,87	1,38

Diğer taraftan Mataş'ın 2012 yılı ilk çeyrek verilerini de kapsayan yıllıklandırılmış (31 Mart 2011-31 Mart 2012) faaliyet sonuçları (Net Kar, FAVÖK ve Satışlar) ile 31 Mart 2012 tarihi itibarıyla geçerli olan Özkaynaklar ve Net Borç tutarları aşağıda gösterilmiştir.

Şirket Verileri - Kaydırılmış	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar	Net Borç
Mataş Şirket Verileri	50.301	13.317.199	267.441	7.376.039	-6.744.674

Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Mataş'ın Değeri	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Hesaplanan Şirket Değeri	35.102.282	9.919.261	16.936.531
Ağırlıklandırma	50%	25%	25%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	17.551.141	2.479.815	4.234.133

Mataş Şirket Değeri	24.265.089
Mataş Ödenmiş Sermaye	8.000.000
Mataş Birim Pay Değeri	3,03

İMKB'de işlem gören benzer şirketlerinin çarpanlarından hareketle Mataş'ın ağırlıklandırılmış şirket değeri 24.265.089 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL olup, birim pay değeri 3,03 TL'ye denk gelmektedir.

7.3 PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

Şirket payları İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem görmekte olduğundan, İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin çarpanlarının da Şirket değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden biri olması benimsenmiştir. İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi çarpanlarından hareketle Mataş'ın piyasa çarpanları analizine göre şirket değeri tespit edilmiştir.

Piyasa çarpanları yöntemine göre şirket değerinin hesaplanmasında İMKB II. Ulusal Pazar Endeksine ait PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır.

Endeks çarpanları hesaplamasında:

- 14.06.2012 kapanış verileri esas alınmıştır.
- PD/DD oranı hesaplanırken İMKB II. Ulusal Pazar'daki tüm şirketlerin verileri kullanılmıştır.
- FD/FAVÖK ve FD/S oranları hesaplanırken İMKB Mali Kuruluşlar adı altında tasnif edilen ancak II. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri hesaplamada dikkate alınmamıştır.

Buna göre piyasa çarpanları analizinde kullanılan İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi'ne ait çarpanlar aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Piyasa Çarpanları	2,27	34,12	1,78

Şirket Verileri - Kaydırılmış	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar	Net Borç
Mataş Şirket Verileri	50.301	13.317.199	267.441	7.376.039	-6.744.674

Piyasa Çarpanlarına Göre Mataş'ın Değeri	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Hesaplanan Şirket Değeri	30.208.223	15.871.059	19.844.711
Ağırlıklandırma	50%	25%	25%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	15.104.111	3.967.765	4.961.178

Mataş Şirket Değeri	24.033.054
Mataş Ödenmiş Sermaye	8.000.000
Mataş Birim Pay Değeri	3,00

Piyasa çarpanları analizine göre Mataş'ın ağırlıklandırılmış şirket değeri 24.033.054 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL olup, birim pay değeri 3,00 TL'ye denk gelmektedir.

7.4 İMKB KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ ENDEKSİ VE BASIM VE YAYIN ENDEKSİ ÇARPANLARINA GÖRE ŞİRKET DEĞERİ:

Mataş'ın şirket değerinin belirlenmesinde matbaacılık sektörünü bünyesinde barındıran İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri Endeksi ve Basım ve Yayın Endeksi çarpanlarının kullanılması da değerlendirilmiştir. Bu amaçla söz konusu endekslerde yer alan şirketlerin 14.06.2012 tarihli verilerinden hareketle değerlemede kullanılacak endeks çarpanları elde edilmiştir. İpek Doğal Enerji ve Koza Madencilik'in verileri söz konusu şirketlerin faaliyetlerinin farklı sektörlerde yoğunlaşması sebebiyle hesaplama dışında tutulmuştur.

	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar
ALKA	68.250.000	64.861.190	11.578.172	106.398.779	17.383.535	126.084.652
BAKAB	82.440.000	86.428.962	15.736.695	93.001.629	26.412.680	190.675.157
DENTA	151.900.000	274.774.966	15.839.758	93.832.284	45.665.593	285.222.379
DGZTE	160.650.000	155.290.814	25.653.421	213.983.692	10.409.458	196.421.576
DOBUR	56.134.832	47.697.620	5.263.524	36.763.933	8.914.362	99.224.196
DURDO	29.504.902	72.583.258	5.113.284	16.859.731	15.017.001	85.848.021
HURGZ	485.760.000	895.954.256	-59.666.310	698.566.251	88.692.671	877.523.967
IHGZT	106.400.000	108.214.308	554.558	208.197.343	-3.424.714	79.702.581
KAPLM	99.840.000	109.934.382	-3.140.809	26.925.996	1.501.905	91.145.629
KARTN	743.297.723	669.935.398	34.494.949	211.282.447	46.803.237	218.452.091
MATAS	26.800.000	20.055.326	50.301	13.317.199	174.205	7.376.039
TIRE	206.000.000	280.106.506	7.608.995	149.766.057	29.258.150	418.952.205
OLMKS	221.697.000	264.737.253	16.734.885	207.699.000	30.270.559	410.396.641
PRZMA	56.712.000	57.059.208	686.566	19.152.468	-84.929	9.725.790
SAMAT	60.512.000	73.566.348	1.101.147	19.654.210	2.187.120	51.492.242
TARAF	62.592.000	60.648.407	1.156.323	22.372.107	2.111.460	15.316.390
VKING	41.200.000	92.481.361	-21.701.872	31.860.112	1.326.833	103.590.064

İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi	2.659.690.457	3.334.329.563	57.063.587	2.169.633.238	322.619.126	3.267.149.620
---	----------------------	----------------------	-------------------	----------------------	--------------------	----------------------

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi Çarpanları	1,23	10,34	1,02

Şirket Verileri - Kaydırılmış	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar	Net Borç
Mataş Şirket Verileri	50.301	13.317.199	267.441	7.376.039	-6.744.674

İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi Çarpanlarına Göre Mataş'ın Değeri	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Hesaplanan Şirket Değeri	16.325.168	9.508.727	14.272.381
Ağırlıklandırma	50%	25%	25%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	8.162.584	2.377.182	3.568.095

Mataş Şirket Değeri	14.107.861
Mataş Ödenmiş Sermaye	8.000.000
Mataş Birim Pay Değeri	1,76

İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi çarpanlarından hareketle Mataş'ın ağırlıklandırılmış şirket değeri 14.107.861 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL olup, birim pay değeri 1,76 TL'ye denk gelmektedir.

7.5 DEFTER DEĞERİ YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

Aktif bazlı şirket değerlendirme yaklaşımlarında şirket değeri belirlenirken, aktiflerin değeri esas alınmaktadır. Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri şirketin muhasebe kayıtlarına dayanmaktadır. Bu yöntemlere göre bir şirketin değerini sahip olduğu varlıklar ve yükümlülükleri belirlemektedir.

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farkı ifade etmektedir.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı} = \text{Özkaynaklar}$$

Şirketin pay başına defter değeri, özkaynaklar toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.

Mataş'ın kamuya açıklamış olduğu bağımsız denetimden geçmemiş 31.03.2012 tarihli finansal tablolarına göre özkaynakları aşağıda gösterilmiştir:

Dönen Varlıklar	12.313.032
Duran Varlıklar	4.485.005
TOPLAM VARLIKLAR	16.798.037
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.764.477
Uzun Vadeli Yükümlülükler	716.361
ÖZKAYNAKLAR	13.317.199
Ödenmiş Sermaye	8.000.000
Hisse Senedi İhraç Primleri	5.048.738
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	214.003
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	2.350
Net Dönem Karı / (Zararı)	52.108
TOPLAM KAYNAKLAR	16.798.037

Mataş'ın 31.03.2012 itibariyle defter değeri 13.317.199 TL'dir. Şirketin çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL olup, pay başına defter değeri 1,66 TL'ye denk gelmektedir.

Defter değeri yöntemine göre elde edilmiş olan değer, mevcut muhasebe kayıtlarındaki tarihsel değerleri içerdiğinden bu yöntemle göre hesaplanan şirket değeri nihai değerlemede dikkate alınmamıştır.

8. SONUÇ

Bu değerleme çalışmasında;

- Benzer şirket çarpanları (Saray Matbaacılık (SAMAT), Prizma Pres Matbaacılık (PRZMA) ve Duran Doğan Ofset (DURDO))
- Piyasa çarpanları (II. Ulusal Pazar)
- Mataş'ın faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin endeks çarpanları (İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri Endeksi ve Basım ve Yayın Endeksi)
- Defter Değeri

yöntemlerine göre şirket değerleri hesaplanmış olup, nihai değerlemede Benzer Şirket Çarpanları Yöntemine göre hesaplanmış olan şirket değeri, Piyasa Çarpanları Yöntemine göre hesaplanmış olan şirket değeri ve Mataş'ın faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin endeks çarpanlarına göre hesaplanmış şirket değerleri kullanılmış ve hesaplanan şirket değerleri aşağıda gösterilmiş olan oranlarda ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Çarpanları	İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi Çarpanları
Ağırlıklandırma	40%	40%	20%

Mataş'ın benzer şirket çarpanları, piyasa çarpanları ve faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin endeks çarpanlarına göre ağırlıklandırılmış nihai şirket değeri 22.140.829 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL olup, Mataş'ın pay başına değeri 2,77 TL'ye denk gelmektedir.

	Benzer Şirket Çarpanlarına Göre	Piyasa Çarpanlarına Göre	İMKB Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Endeksi Çarpanlarına Göre
Hesaplanan Şirket Değeri	24.265.089	24.033.054	14.107.861
Ağırlıklandırma	40%	40%	20%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	9.706.036	9.613.222	2.821.572

Mataş Ortalama Şirket Değeri	22.140.829
Mataş Ödenmiş Sermaye	8.000.000
Mataş Birim Pay Değeri	2,77

Pay başına 2,77 TL'lik değer Mataş için adil ve makul değer olduğu düşünülmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.