

**MATAŞ MATBAACILIK AMBALAJ  
SANAYİ VE TİCARET A. Ş.  
DEĞERLEME RAPORU**

**İstanbul, 24 Haziran 2011**

## İÇİNDEKİLER

<b>I. GİRİŞ</b>	3
1.1. Konu ve Amaç	3
1.2. Eti Yatırım'ın Beyanı	3
1.3. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar	3
1.4. Değerlemede Yararlanılan Bilgi Kaynakları	4
<b>II. ŞİRKETİN TANITIMI</b>	5
2.1. Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri	5
2.2. Şirketin Ortaklık Yapısı	8
<b>III. DÜNYA VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE BAKIŞ</b>	9
3.1. Dünyadaki Gelişmeler	9
3.2. Türkiye'deki Gelişmeler	12
<b>IV. SEKTÖREL GÖRÜNÜM</b>	17
4.1. Sektörün Genel Tanımı	17
4.2. Türkiye'de Basım Yayım Sektörünün Gelişimi	17
4.3. Türkiye'de Basım Yayım Sektörünün Yapısı	18
4.4. Basım Yayım Sektörünün Pazar Dağılımı	21
4.5. Basım Yayım Sanayinin Üretim Kapasitesi	24
4.6. Basım Yayım Sanayinin Üretim Büyüklüğü	25
4.7. Basım Yayım Sanayisi Makine Yatırımları	26
4.8. Basım Yayım Sanayisi Dış Ticareti	27
4.9. Basım Yayım Sektörü Yurtiçi Firmaların Ciro ve Pazar Büyüklüğü	27
4.10. Türkiye'de Korsan Yayınların Yayıncılık Sektöründeki Yeri	28
4.11. Kağıt Sektörü	28
4.12. Basım Yayım Sektörü ile İlgili Beklentiler	29
4.13. Sektörün SWOT Analizi	30
<b>V. ŞİRKET DEĞERLEMESİ</b>	32
5.1. Değerleme Kavramları	32
5.1.1. Değerlemenin Yürürlük Tarihi	32
5.1.2. Değer Tanımı	32
5.1.3. Hak Sahipleri	32
5.1.4. Değerlemenin Amacı ve Kullanımı	32
5.1.5. Etkin Değerleme Tarihi	32
5.1.6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	33
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA)	33
5.2.1. Tanım	33
5.2.2. İskonto Oranı	34
5.2.3. INA'ya Göre Şirket Değeri	34
5.2.4. Varsayımlar ve Kabuller	35
5.3. Emsal Karşılaştırma	39
5.3.1. Tanım	39
5.3.2. IMKB Çarpanlarına Göre Karşılaştırma	39
5.4. Şirket Değeri	41
5.4.1. Şirketin Toplam Değeri	41
5.4.2. Halka Arzda Birim Hisse Değeri	42
5.4.3. Tahmini Bilanço ve Gelir Tablosu	43
5.4.4. Tahmini Nakit Akım Tablosu	44

## 1. GİRİŞ

### 1.1. Konu ve Amaç

Eti Yatırım A.Ş. tarafından düzenlenen bu "Şirket Değerleme Raporu" (Kısaca "Rapor"); matbaacılık sektöründe faaliyette bulunan Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Kısaca, "Mataş" veya "Şirket" ) sermayesini oluşturan hisselerinin 23 Haziran 2011 tarihi itibarıyla ("değerleme tarihi") Pazar Değeri hakkında görüş vermek amacıyla düzenlenmiştir.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDES), "Pazar Değeri"ni şöyle tanımlamaktadır:

Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır. (UDES 1, paragraf 3.1.)

Mataş'ın özkaynak değeri, Şirket'in halka açılmasına yönelik değer tespiti amacıyla, finansal tablolar ve destekleyici belgeler esas alınarak, Uluslararası Değerleme Standartları (UDES)'e uygun olarak tahmin edilmiştir.

### 1.2. Eti Yatırım'ın Beyanı

Eti Yatırım A.Ş., Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'nın ahlaki ve mesleki gereklerine uygunluk çerçevesinde aşağıdaki hususları beyan eder:

- Bu Rapor'da sunulan bulgular değerlemeyi yapan Eti Yatırım uzmanlarının sahip oldukları bilgilerle sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Analizler ve sonuçlar yalnızca Rapor'da belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlıdır.
- Değerleme uzmanlarının ve Eti Yatırım'ın değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisi yoktur.
- Eti Yatırım'ın bu değerlemeye ait ücreti Rapor'un herhangi bir bölümüne veya değerlemenin sonucuna bağlı değildir.
- Değerleme ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir.
- Eti Yatırım değerlendirme uzmanları, meslekî eğitim şartlarına haizdir.
- Değerleme uzmanlarının değerlemesi yapılan mülkün yeri (Türkiye) ve türü (şirket) konusunda önceden deneyimi vardır.
- Değerleme uzmanları veya Eti Yatırım değerlemeye konu mülkü kişisel olarak denetlememiştir.
- Rapor'da belirtilenlerin dışında hiç kimse bu Raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmamıştır.

### 1.3. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme raporu aşağıda belirtilen genel varsayımlara ve sınırlayıcı koşullara tabidir:

- Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.

- Duran varlık ve çeşitli aktiflerin yasal durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer yasal konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiştir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmaktadır.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan ve bu değerlemenin tümü ya da bir bölümüne esas teşkil eden bilgilerin güvenilir olduğu varsayılmış ve Rapor'da belirtilenlerin dışında doğruluğu denetlenmemiştir.
- Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir.
- Eti Yatırım veya bu Rapor'u imzalamış ya da Rapor'la ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu Rapor'la ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya tanıklık yapmaları istenemez.
- Çalışmamız, hisse değeri, projeksiyonların gerçekleştirilebilirlikleri veya bu projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle, olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabilmektedir.
- Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla Rapor'un revize edilmesi konusunda bir yükümlülük bulunmamaktadır.
- Bu Rapor'daki değer hesaplamalarına temel teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, onay belgesi veya bir kamu ya da özel kurumdan alınan yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
- Aksi belirtilmedikçe Şirket'i ilgilendiren tüm yasalara ve ilgili mevzuata tam uygunluk varsayılmaktadır.
- Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Değerleme sonucu oluşan değer, değerlendirme tarihindeki finansal yapıya dayandırılmıştır. Ayrıca, Şirket için tarafımızdan özel bir mali durum tespit çalışması yapılmamıştır.
- Raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Eti Yatırım veya çalışanları sorumlu tutulamaz.
- Eti Yatırım'ın yazılı onayı olmaksızın, bu rapor herhangi bir şekilde tamamen veya kısmen yayımlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerlendirme rakamlarının veya Eti Yatırım ve değerlendirme uzmanlarının unvan ve adları ya da mesleki nitelikleri referans verilemez.

#### 1.4. Değerlemede Yararlanılan Bilgi Kaynakları

Bu Rapor'un hazırlanması esnasında, çalışmalarımız aşağıda belirtilen hususları içerecek şekilde sürdürülmüştür:

- a. Şirketin ortak ve yöneticilerinden Ahmet Kavak, Ali Haslet Dizdar, Hüsnü Nihat Tabanlı ile yapılan görüşmeler,
- b. Şirketin 31 Aralık 2008, 2009 ve 2010 yılına ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları,
- c. Matbaacılık sektörüne ilişkin şirket yetkililerinden ve halka arz izahnamesinde de belirtilen çeşitli kaynaklardan elde edilen genel istatistikler ve ekonomik bilgiler.

## 2. ŞİRKETİN TANITIMI

### 2.1. Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri

Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket veya Mataş"), eski adıyla Zebra Matbaacılık ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2006 yılında kurulmuştur. Zebra Matbaacılık ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvan değişikliğine gitmeden önce, 30.12.2010 tarihinde yapılan genel kurulunda unvanı Mataş Matbaacılık Ticaret ve Sanayi A.Ş. olan şirketi tüm aktif ve pasifi ile küll halinde devir almak sureti ile Türk Ticaret Kanunu'nun 451. ve diğer ilgili maddeleri hükümleri ile Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19-20. maddeleri hükümleri çerçevesinde birleşme kararı almıştır. 08.02.2011 tarihli olağan genel kurul toplantısı neticesinde Zebra Matbaacılık ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin unvanı Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş olup değişiklik 10.02.2011 tarihinde TTSG'ne tescil edilmiştir. Şirket'in konsolidasyona tabi bağlı ortaklığı bulunmamaktadır.

Şirket'in üretim tesisleri ve yönetim merkezi 100.Yıl Mahallesi Matbaacılar ve Ambalajcılar Sanayi Sitesi 2.Cadde 193-194 Bağcılar / İstanbul adresinde yer almaktadır. Şubesi bulunmayan şirketin ödenmiş sermayesi 2010 yılı sonuna göre 1.750.000 TL, 31.03.2011 tarihi itibarıyla ise 5.000.000 TL olup ana ortakları Kavak, Dizdar ve Tabanlı aileleridir ve her üç ortak 1977 yılından beri matbaacılık sektöründe sanayici ve şirket ortağı olarak faaliyet göstermektedirler. Basım yayın ve ambalaj sektöründe yer alan Şirket, Bağcılar Matbaacılar ve Ambalajcılar Küçük Sanayi Sitesi'nde bulunan toplam 2.000 m<sup>2</sup> alanda, ofset teknolojisini kullanarak her türlü afiş, broşür, katalog, dergi, kitap, insert, leaflet vb. basımı ve bunların kurumsal müşterileri nezdinde dağıtımını faaliyetinde bulunmaktadır.

Mataş Matbaacılık, elindeki yeni teknolojiye sahip genç makinelerle afiş, broşür, katalog, dergi, kitap, cut-out, leaflet, dönkart gibi işlerin baskısını, katlamasını, kesimini, yapıştırmasını gerçekleştirmektedir. Telekomünikasyon sektöründe, önde gelen mobil hizmet sağlayan Vodafone ile geliştirilen iş ilişkileri sonucu, POP (satın alma noktası) malzemelerinde baskı konusunda sözleşmeli önemli bir üretici konumuna gelen Mataş, bir kısmı diğer tedarikçilerden gelen promosyon malzemelerini de, kendi baskılarıyla birleştirip uzman personeliyle yaklaşık 2000 adres için paketleyip, etiketleyip, kısmen kendi araçlarıyla, kısmen de kargo şirketleriyle son tüketim noktasına ulaştırmaktadır.

Gıda sektöründe Çelebi Grubu'na bağlı Little Caesars Pizza ile çalışılmaktadır. Bu şirketin düzenli olarak gerçekleştirdiği kampanyaların baskı işlerinin çok büyük bir oranı Mataş tarafından yapılmakta ve İstanbul içinde 50'ye yakın adrese Mataş araçlarıyla dağıtılmaktadır. Anadolu dağılımını ise çözüm ortağı şirketler yapmaktadır. Uluslararası bir reklam ajansı olan ve HSBC'nin kampanyalarını hazırlayan Grey Worldwide İstanbul Reklam Ltd. Şti. ile kurulan iş ilişkileri ile Mataş, bankacılık sektöründe HSBC Bank ile çalışmaktadır.

#### Ortaklıkların Sektör Deneyimleri

Ahmet Kavak'ın şahıs şirketi olduğu Marsaş Matbaacılık 20 Haziran 1977 tarihinde kurulmuştur. Marsaş Matbaacılık ilk yıllarında etiket ve çeşitli kırtasiye malzemelerinin üretimiyle ilgilenip, kurumsal müşterilerle çalışmaya gayret etmiştir. Mataş Matbaacılık, Ali Haslet Dizdar - Hüsnü Nihat Tabanlı adi ortaklığı ise 21 Şubat 1978 tarihli noter sözleşmesiyle tescil edilmiştir. O zamanın geçerli teknolojisi olan tipo sistemine sahip 4 adet baskı makinesi ile ticaret hayatına atılan Mataş, ilk yıllarda fatura, antelli kağıt, antelli zarf, kart adres, kartvizit, stok kartları gibi işlerin üretimiyle ilgilenmiştir. Enflasyon nedeniyle çok sık değişen ilaç fiyatları da (eski fiyatların kapatılıp üzerine yeni fiyat basılmasını gerektiren sürşarj işlemi) Mataş'ın önemli baskı kalemleri arasına girmiştir.

İlk beş seneden sonra işlerin iyi gitmesiyle doğan kurumsallaşma ve yatırım ihtiyacı, 20.06.1983 yılında Mataş A.Ş.'nin kuruluşu ile sonlanmıştır. Aynı dönemde Türkiye'de yıldızı parlamaya başlayan ofset sistemine geçiş için de bu teknolojiye sahip makinelere yatırım yapılmasına ve yetersiz olan üretim alanının genişletilmesi amacıyla yine Sultanahmet semtinde daha büyük bir alana taşınmasına karar verilmiştir. Kaliteye önem veren hizmet ve zamanlamaya önem veren servis anlayışı ile canlanan iş temposu, üretim alanının yeniden büyütülmesini zorunlu kılmıştır. 1987 yılında Topkapı semtinde bir hanın üst katına taşınan Mataş A.Ş. burada, ticaret hayatına devam etmiştir. Aynı dönemde piyasanın köklü matbaalarının da ortak olduğu MASSİT Matbaacılar, Ambalajcılar Sanayi Yapı Kooperatifi'nin kuruluşu yapılmış, Mataş A.Ş. de bu yapı içinde yerini almış ve ortak olarak kaydını yaptırmıştır. 1992 yılına kadar inşaat süren bu kooperatif binaları tamamlandığından bu yana 193 kapı nolu binada Mataş A.Ş.'ye ev sahipliği yapmaktadır.

Marsaş Matbaacılık da müşteri portföyüne İlançılık Reklam Ajansı, Türkiye Jokey Kulübü, Pepsi, Grey Reklam Ajansı, Güzel Sanatlar Reklam Ajansı gibi kurumsal müşteriler eklemiştir. 1995 yılında Marsaş Matbaacılık, Güzel Sanatlar Reklam Ajansı ve Med Yapım A.Ş'nin ortaklarından Yiğit Şardan'la ortaklık yaparak konumunu kuvvetlendirmeye çalışmıştır. 1988 yılına gelindiğinde Pepsi ve Tamek'in ortaklarından Selda Sipahioğlu, Sema Kızıl, Nilgün Delikan ile birlikte Sesan Plastik ve Etiket A.Ş. kurulmuştur. 2003 yılında Türkiye'nin önde gelen matbaalarından biri iken özel nedenlerden dolayı firma, diğer ortak Yiğit Şardan'na devredilmiştir. Ahmet Kavak üç yıl aradan sonra (2006 yılında) İlançılık Reklam Ajansı ortaklarından Yakup Barouh, İker Barouh ve Atılay Bingöl ile birlikte yönetim kurulu başkanlığını da yürüteceği Zebra Matbaacılık A.Ş.'yi kurmuştur.

2007 yılında sektörün önde gelen kuruluşlarından Mataş Matbaacılık A.Ş. ile birleşme kararı alan Zebra Matbaacılık Güneşli semtinde kiralık bir mekanda üretimine devam etmiştir. 2008 yılına gelindiğinde, Mataş A.Ş'nin mülkünde olan 1.200 m<sup>2</sup> olan üretim alanı, 194 nolu 800 m<sup>2</sup>'lik işyerinin kiralanması ve eklenmesiyle 2.000 m<sup>2</sup> bir üretim alanına ulaşmış ve bu günkü konuma gelmiştir.

#### Şirketin Kilometre Taşları

- 2006 yılı: Mataş Matbaacılık, Zebra Matbaacılık Ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ünvanıyla kuruldu. Mataş Matbaacılık, Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ünvanını 2010 yılı birleşme işleminden sonra aldı.
- 2007 yılı: Güneşli semtinde kiralık bir mekanda üretimine devam etti.
- 2008 yılı: Bağcılar Matbaacılar Sitesi'ne geçildi.
- 2010 yılı: Zebra Matbaacılık, Mataş Matbaacılık Ticaret ve Sanayi A.Ş. ünvanlı şirketi tüm aktif ve pasifi ile devralmak suretiyle birleşti.
- 2011 yılı: Zebra Matbaacılık ve Baskı Hizmetleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olan ünvanını Mataş Matbaacılık, Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirdi.

#### Tesislere İlişkin Bilgiler

	Tesis
Tesis Adı	:
Adres	: Yüzüncü Yıl Mahallesi Matbaacılar ve Ambalajcılar Sanayi Sitesi 2 . Cadde No:193 -194 Bağcılar- İstanbul
Büyüklüğü	: 2.000 m <sup>2</sup> - Bitişik 2 bina şeklinde
Açık Alan	: 500 m <sup>2</sup>
Kapalı Alan	: 1.500 m <sup>2</sup>
Kullanım Amacı	: Üretim, Hizmet, Depo aynı adrestedir.
Mülkiyet Durumu	: - Mülkiyeti şirkete ait bölüm kapalı alan 900 m <sup>2</sup> , açık alan 300 m <sup>2</sup> - Kiralık bölüm: 600 m <sup>2</sup> kapalı alan, 200 m <sup>2</sup> açık alan ( Kira tutarı: Aylık 7.000 TL )
Sigorta Durumu (Var/Yok)	Var
Tesisle İlgili Alınan Yasal İzin, Onay, Ruhsat v.b. Belgeler	14/12/2010 Tarih ve 46238 sayılı evrakla Bağcılar Belediye Başkanlığı'na yapılan ruhsat başvurusu şirketin 2010 sonunda yaptığı unvan değişikliği nedeniyle henüz bekleme aşamasında

#### Üretimde Kullanılan Başlıca Makinalar

	Fatura Tutarı
1 Wohlenberg (Giyotin Makinası)	45.000 Euro
2 Komori (5 Renk Baskı Makinası)	850.000 Euro
3 Komori (4 Renk Baskı Makinası)	325.000 Euro
4 MBO (Katlama Makinası)	55.000 Euro
5 CTP (Film Çıkış Makinası)	110.000 USD

## Sertifikalar

ISO 14001:2004  
Çevre YönetimiISO 9001: 2008  
Kalite YönetimiOHSAS 18001: 2007  
İş Sağlığı ve Güvenliği

## Başlıca Müşteri Portföyü

**Vodafone Telekomünikasyon A.Ş.:** Vodafone, şirkete çeşitli kampanya ve her türlü baskı işleri yaptırmaktadır.

**Grey Worldwide İstanbul Reklam Ltd. Şti.:** Grey Ajans müşteri portföyünün talepleri doğrultusunda her türlü baskı işi yaptırmaktadır.

**Gram Reklamcılık Ltd. Şti.:** Gram Ajans müşteri portföyünün talepleri doğrultusunda her türlü baskı işi yaptırmaktadır.

**Çelebi Hiz. Gıda İşlet. Tur. İnş. San. Tic. A.Ş.:** Little Caesars Pizza'nın kampanyaları ve her türlü baskı işleri yaptırmaktadır.

**Derya Matb. Hizm. San. Tic. Ltd. Şti.:** Çeşitli baskı işleri yaptırmaktadır.

**Güzel Sanatlar Reklamcılık A.Ş.:** Çeşitli baskı işleri yaptırmaktadır.

**Çağatay Çetiner Unitech Tasarım:** Çeşitli baskı işleri yaptırmaktadır.

**Tamaris Turizm A.Ş.:** Tamaris grubu (Trabzon, Eskişehir, Gaziantep, Kayseri, Bursa) çeşitli baskı işleri yaptırmaktadır.

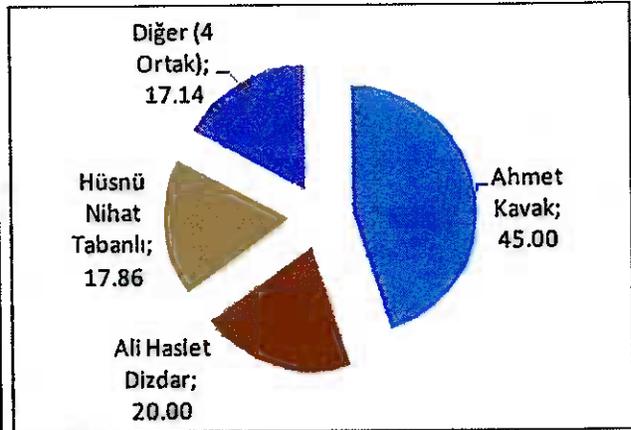
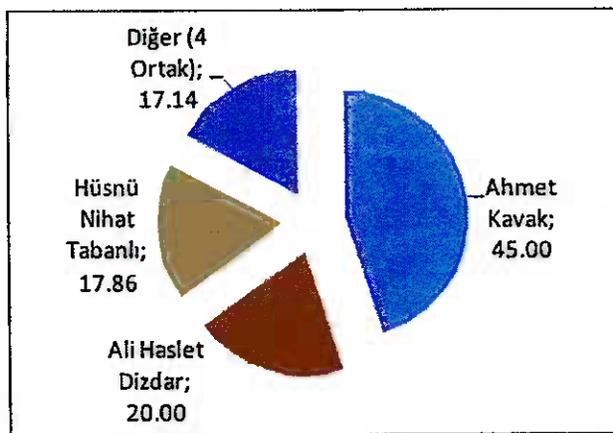
	MÜŞTERİ ÜNVANI	2008		2009		2010	
		SATIŞ TUTARI (TL)	ORAN (%)	SATIŞ TUTARI (TL)	ORAN (%)	SATIŞ TUTARI (TL)	ORAN (%)
1	VODAFONE TELEKOMÜNİKASYON	503,174	8.6%	1,421,000	24.3%	2,404,149	30.1%
2	GREY WORLWIDE	900,761	15.5%	420,483	7.2%	517,225	6.5%
3	CELEBİ HIZ.GIDA	212,560	3.6%	166,576	2.8%	324,321	4.1%
4	GÜZEL SANATLAR REKLAM		0.0%	112,832	1.9%	256,483	3.2%
5	DERYA MATBAA	208,192	3.6%	201,111	3.4%	179,368	2.2%
6	ÇAĞATAY ÇETİNER		0.0%		0.0%	141,280	1.8%
7	GRAM REKLAMCILIK	90,990	1.6%	365,352	6.2%	129,392	1.6%
8	DERYA BURO MALZ.	195,921	3.4%	263,170	4.5%	95,422	1.2%
9	TAMARIS TURİZM A.Ş.	119,762	2.1%	88,987	1.5%	88,730	1.1%
10	EDENRED KURUMSAL ÇÖZÜMLER		0.0%		0.0%	85,774	1.1%

## Cironun Ürünlere Göre Dağılımı

	Mamul Grubu	Tutar (TL)			
		2008	2009	2010	2011/03
1	MUHTELİF	1,490,420	1,742,591	1,600,240	273,870
2	BROŞÜR	985,070	1,154,268	1,336,283	189,476
3	INSERT	239,392	491,877	637,441	147,758
4	ZARF	159,957	155,191	489,100	324,356
5	KATALOG	300,035	141,859	390,818	84,030
6	LEAFLET	79,911	207,286	369,801	169,172
7	AFİŞ (POSTER)	230,205	324,606	360,374	130,339
8	DEFTER	100,996	73,708	274,369	67,446
9	KARTVİZİT (KART)	202,107	178,353	269,380	47,043
10	TAKVİM	171,111	96,135	184,482	17,810
11	DİĞER	1,764,008	1,244,833	2,041,606	360,298
	TOPLAM	5,723,210	5,810,707	7,953,892	1,811,598

## 2.2. Şirketin Ortaklık Yapısı

	31.12.2010		06.05.2011 Tarihli Genel Kurul'a Göre	
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)
Ahmet Kavak	45.00	787,500	45.00	2,250,000
Ali Haslet Dizdar	20.00	350,000	20.00	1,000,000
Hüsnü Nihat Tabanlı	17.86	312,500	17.86	892,858
Fulya Kavak	5.00	87,500	5.00	250,000
Gölnur Tabanlı	3.57	62,500	3.57	178,571
Can Kurt Tabanlı	3.57	62,500	3.57	178,571
İpek Nükhet Dizdar	3.57	62,500	3.57	178,571
Zeynep Dizdar Sönmez	1.43	25,000	1.43	71,429
Toplam	100.00	1,750,000	100.00	5,000,000



### 3. DÜNYA VE TÜRKİYE EKONOMİSİNE BAKIŞ

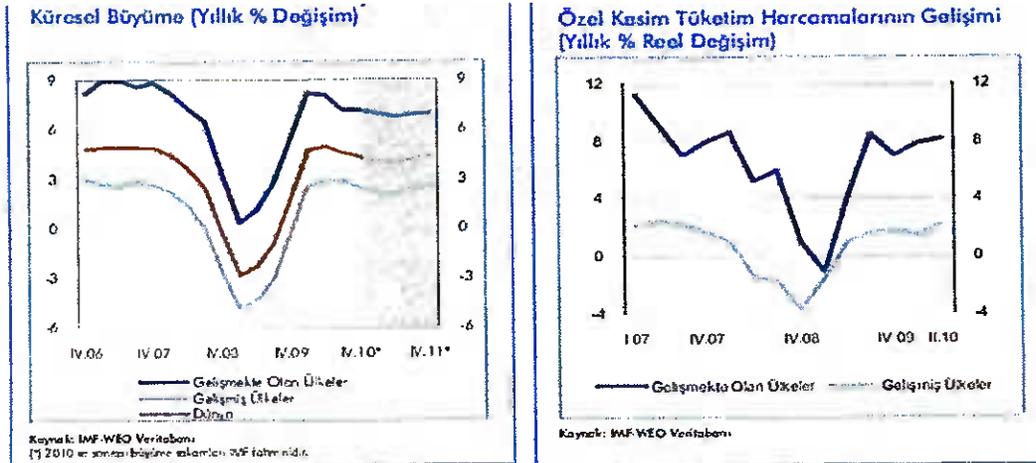
#### 3.1. Dünyadaki Gelişmeler

2008 yılındaki finansal krizin ardından ekonomide ve piyasalarda 2009 yılında başlayan toparlanma, 2010 yılında da devam etmiştir. Global mali krizin etkilerinin azalmaya devam ettiği 2010 yılı, tüm dünya ekonomileri için tüketici güveninin tazelenmeye başladığı ve ekonomi yönetimlerinin yeniden büyüme stratejileri üzerine odaklandığı bir yıl olmuştur. Merkez bankalarının faiz indirimlerine devam etmesi ve alınan ilave likidite önlemleri sayesinde 2010 yılında piyasalarda genel olarak olumlu bir görünüm hakim olmuştur.

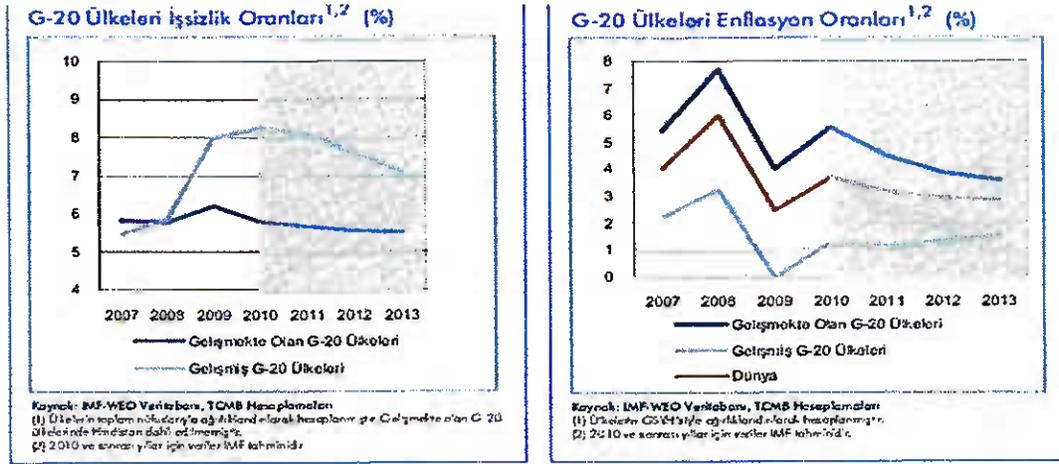
2010 yılında krizle mücadele amacıyla özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan genişleyici para ve maliye politikalarının tüketici güveni ve toplam talep üzerindeki olumlu etkileri hissedilmeye başlanmıştır. Bu tedbirlerin etkisiyle gelişmiş ülkelerde başlayan toparlanma ve gelişmekte olan ülkelerin başı çektiği bu büyüme süreci sonunda, IMF verilerine göre 2009 yılında %0,6 daralan dünya ekonomisinin 2010 yılında %4,8 büyümüş olduğu tahmin edilmektedir.

#### Artan risk iştahı sermaye akımlarını hızlandırdı...

Gelişmiş ülkelerde artan işsizlik oranları ve özellikle Avrupa'da belirginleşen borç sorunları nedenleriyle ekonomideki canlılık kriz öncesi seviyelere yaklaşmakta zorlanırken; özellikle Asya ülkelerinin etkin olduğu gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda kriz öncesi seviyeler yakalanmış durumdadır. Uygulanan gevşek maliye ve genişletici para politikalarının özellikle gelişmiş ülkelerde işsizlik ve büyüme üzerinde istenilen sonuçları vermediği görülmüştür. Politika faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşüren gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançoları aşırı büyürken, küresel likidite artmış ve varlık fiyatları yükselmiştir. Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre düşük kalacağına yönelik beklentiler ve artan risk iştahına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları artmıştır. Bu ülkelerin yerel para birimlerinde hızlı değerlenmeler yaşanırken, buna bağlı olarak cari dengenin bozulması, dış kredilerde hızlı artış ve varlık fiyatlarında balon oluşumu gibi riskler gündeme gelmiş, bazı ülkeler finansal istikrarı korumak adına rezervlerini artırırken, sermaye girişlerine yönelik önlemler almaya başlamışlardır.



Güçlü büyüme performansı sergileyerek küresel krizden çıkışın lokomotif gücü olan gelişmekte olan ülkelere enflasyondaki yükselişe paralel sıkı para politikalarına doğru eğilim artarken, finans sektörüne kamu kaynaklarından sermaye aktarmak durumunda kalan gelişmiş ülkelerin para ve maliye politikalarını gevşetme yoluna gitmeleri küresel ölçekte yoğun bir para arzı genişlemesine yol açmıştır. Artan küresel likidite gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmış, bu gelişmeler sonucunda yerel para birimlerinin aşırı değerlenmesini engellemek ve uluslar arası rekabet gücünü korumak amacıyla gelişmekte olan ülkeler tedbirler almaya başlamışlardır. Gelişmiş ülkelerdeki kırılganlıklar sürerken, kamu maliyesi ve finansal yapıları görece olarak güçlü gelişmekte olan ekonomiler krizin etkilerini hızla atlatarak ciddi bir toparlanma sürecine girmiş ve küresel büyümenin motoru konumuna gelmişlerdir. Ancak, küresel ekonominin bütünleşik yapısı dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sorunlar tam anlamıyla çözülmediği sürece, gelişmekte olan ülkelerin söz konusu büyümeyi ne kadar sürdürebilecekleri belirsizliğini korumaktadır.



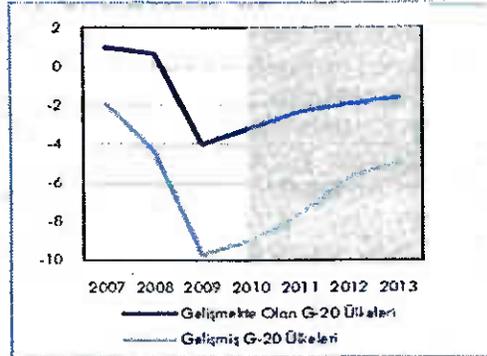
### Euro Bölgesi'nde borç krizi ikinci dip endişelerini tetikledi....

ABD ve Euro Bölgesi ekonomileri zor bir yılı geride bırakmıştır. Düşük istihdam seviyeleri, 2010 yılında da ABD ve Euro Bölgesi ekonomilerinin temel sorunlarından biri olmayı sürdürmüştür. Euro'nun değerindeki olağanüstü yükseliş de Euro Bölgesi'ni olumsuz yönde etkileyen diğer bir gelişme olmuştur. Dünya geçen yıl tam da küresel krizden çıktı ve ekonomilerde toparlanma başladı denilirken, özellikle Avrupa'daki borç krizi dünya ekonomisinin gündemini ciddi biçimde meşgul etti. Avrupa'daki borç kriziyle mücadele için Avrupa Birliği'nin (AB) 27 üyesi Avro Bölgesi için acil yardım paketi oluşturdu. AB 9 Mayıs 2010'da, zor durumdaki Avro Bölgesi ülkelerine finansal yardım sağlayarak, Avrupa'da finansal istikrarı korumayı amaçlayan Avrupa Finansal İstikrar Olanağı (EFSF) paketini oluşturdu. Toplam 750 milyar avro tutarındaki pakete Avrupa Komisyonu'nun katkısı 60 milyar avro, avro bölgesinin katkısı 440 milyar avro ve IMF'nin katkısı ise 250 milyar avro olarak belirlendi. Finansal operasyona ihtiyaç duyulmazsa EFSF'nin uygulama süresi, üç yıldan sonra 30 Haziran 2013'te sona erecek.

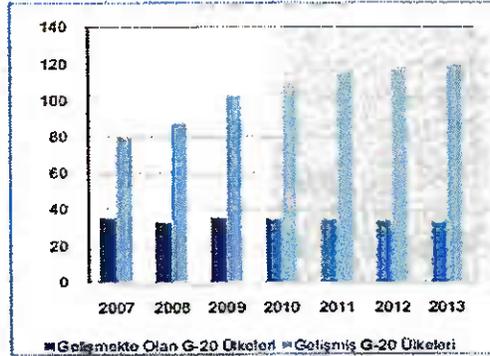
Avro Bölgesi'nde önce Yunanistan, ardından İrlanda AB ve Uluslararası Para Fonunun (IMF) kurtarma paketlerini kabul etmek zorunda kaldı. AB ve IMF büyük borç ve bütçe sıkıntısı yüzünden iflasın eşiğine gelen Yunanistan için 110 milyar avro tutarında kurtarma paketi hazırladı. Avro Bölgesi ülkelerinin 80 milyar avroluk ikili kredilerine ilaveten IMF'nin vereceği 30 milyar avrodan oluşan ve en az 3 yılda kullanılmasını öngörülen 110 milyar avroluk kurtarma paketi şimdiye kadar bir ülke için hazırlanan en büyük kurtarma paketi oldu. AB ve IMF, Yunanistan'dan sonra İrlanda için de 85 milyar avroluk kurtarma paketi hazırladı. Bazı Avrupa ülkelerinde mali disiplinde görülen bozulma kredi notlarında indirim ve CDS oranlarında rekor seviyelerde yükselişi beraberinde getirdi. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları PIIGS olarak bilinen Portekiz, İrlanda, İtalya, Portekiz, Yunanistan ve İspanya'nın kredi notlarını mali sorunlar nedeniyle düşürdü. 2010'da Euro Bölgesi'nin yüzde 1, ABD ekonomisinin ise yüzde 2.5 mertebelerinde büyümesi beklenmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerin ise, ortalama yüzde 5'lik bir büyüme kaydedeceği ve yüzde 9'luk bir oran ile Çin'in şampiyonluğu elinde tutmayı sürdüreceği öngörülmektedir.

### Gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme krizin etkilerini hafifletti...

Gelişen piyasaların güçlü büyüme performansı, OECD bölgesindeki zayıf performansa rağmen, küresel ekonominin beklentiler doğrultusunda yavaş da olsa büyümesini sağladı. 2010 yılında, özellikle Euro bölgesine ilişkin belirsizlikler gündemdeki yerini korumasına rağmen, yılın son çeyrek döneminde ABD'nin yürürlüğe koyduğu mali destek paketi ve parasal genişleme, stres testlerinin Avrupa bankacılık sistemine ilişkin endişeleri gidermesi, Japonya'nın iç tüketimi teşvik edici önlemleri ve Almanya'nın büyüme performansı, OECD bölgesi büyüme rakamlarını olumlu yönde etkileyerek ikinci dip kaygıları büyük ölçüde geride bırakılmıştır. Ancak, gelişmiş ekonomilerin devlet teşvikleri yardımıyla beklenenin üzerinde iyileşme göstermiş olmasına rağmen, büyümenin krizin etkilerini ortadan kaldıracak boyutta olmaması, yüksek işsizlik oranlarının devam etmesi ve Euro bölgesindeki zayıf büyüme halen dikkatli olunması gerektiğini açıkça göstermektedir. Krizden çıkışta dikkati çeken özelliklerden birisi de büyümede bölgesel ayrışmaların yaşanmasıdır. Başta Çin, Hindistan olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin giderek canlanan iç taleplerinin de etkisiyle, beklentilerin üzerinde büyüme oranlarını gerçekleştirmeleri krizden çıkıştaki ayrışmayı tam olarak yansıtmaktadır. Ticaret hacminin %12 oranında arttığı 2010 yılında dünya GSYİH'sı yaklaşık %5 oranında büyürken, gelişmiş ülkelerde büyüme %3 düzeyinde kalmış buna mukabil gelişmekte olan ekonomiler ortalama %7 oranında büyümüştür. Türkiye ise %8'lik gibi önemli bir büyüme elde etmiştir.

Kamu Bütçe Açığı / GSYH<sup>1,2</sup>

Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
 (1) Ülkelerin GSYH'sine göre hesaplanmıştır.  
 (2) 2010 ve sonrası için veriler IMF tahminidir.

Kamu Borç Stoku / GSYH<sup>1,2</sup>

Kaynak: IMF-WEO Veritabanı, TCMB Hesaplamaları  
 (1) Ülkelerin GSYH'sine göre hesaplanmıştır.  
 (2) 2010 ve sonrası için veriler IMF tahminidir.

### FED'in tahvil alım programı piyasaların stabilize edilmesinde etkili oldu....

ABD Merkez Bankası (FED) ve AB ülkeleri, küresel kriz sırasında piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla trilyonlarca dolar kredi desteğinde bulundu. Kriz sırasında, ABD'li ve yabancı bankalara, başka ülkelerin merkez bankalarına, General Electric'den Harley-Davidson'a kadar çeşitli şirketlere, ayrıca emeklilik fonlarına kredi veren Fed, 1 Aralık 2007 ile 21 Temmuz 2010 tarihleri arasında 11 farklı programla 21 bin işlem yaparak verdiği kredi 3,3 trilyon doları buldu. AB ülkeleri, bankacılık krizinin patlak vermesinden bu yana finansal sektörlerine 4,5 trilyon avro (5,9 trilyon dolar) yardım etti. Yardım, garantiler, varlık kurtarma ve hibeleri de içerdi. İngiltere, Ekim 2008 ile Ekim 2010'da finansal sektörüne 850,3 milyar avro destek vererek listenin başında yer aldı. İngiltere'yi, 723,3 milyar avro ile İrlanda, 599,7 milyar avro ile Danimarka izledi. 2011 yılında teşvik paketlerinin büyüme üzerindeki olumlu etkisinin azalacak olması, OECD ülkelerinin bütçe dengeleri, gelişmekte olan ülkelere yüksek emtia fiyatlarından kaynaklanan enflasyonist baskı gibi faktörler dikkate alındığında küresel büyümede geçtiğimiz yıla göre yavaşlama olacağı öngörülmektedir. Tüm bunlarla birlikte sağlam temellere dayalı bir büyüme için kısa vadede Euro bölgesinin finansal sorunlarına ve gelişmiş ülkelerin ulusal borçlarına karşı kapsamlı ve acil önlemlerin alınması gerekmektedir. Orta vadede ise gelişmiş ülkelerin mali sistemlerinin onarılarak yeniden yapılandırılması gerekmektedir.

Küresel ekonomideki toparlanmaya katkı anlamında gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere göre daha zayıf kalması büyük ülkelerin merkez bankalarının gevşek para politikası beklentisini artırdı. Gösterge faiz oranlarını sıfır seviyesine yakın tutmaya devam eden ABD Merkez Bankası (FED), 16 Aralık 2008 tarihinde yüzde 0 ile 0,25 aralığına çektiği gösterge faiz oranını, o tarihten bu yana değiştirmede. Yavaş büyüyen ekonomiye destek vermek amacıyla 3 Kasım'da 600 milyar dolar tutarında Hazine tahvili alımı programı başlatan Fed, bu programı her ay yaklaşık 75 milyar dolar olmak üzere 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar sürdürme eğiliminde olduğunu vurguladı.

İstihdam artışına destek veremeyen zayıf büyüme ve deflasyonist baskılar, ABD ve Avrupa Birliği üyesi ekonomilerin 2010 yılındaki ortak sorunları olmuştur. Bu süreçte ABD Merkez Bankası (FED) tercihini gevşek ve rahatlatıcı politikalardan yana yaparken, piyasaları ve özellikle bankacılık sistemini fonlamaya devam eden Avrupa Merkez Bankası (ECB) kamu açıklarını daraltmayı hedefleyen sıkılaştırıcı politikalar izlemiştir. Yunanistan başta olmak üzere, Avrupa Birliği üyesi bir kısım ülkede kamu borçlarının gayrisafi yurt içi hasıllarına oranının çok hızlı bir şekilde yükseldiği, bu ülkelerin risk derecesinin arttığı ve kredi notlarının düşürüldüğü gözlenmiştir. 2011'in hemen başında ise, Portekiz ve İspanya'nın Yunanistan'a benzer sorunlarla karşı karşıya kalabileceğine dair öngörüler Portekiz'in IMF'den 90 milyar Euro civarında yardım talebinde bulunduğuyla ilişkin haberlerle teyit edildi.

### IMF İşsizlik ve enflasyon riskine dikkat çekti...

Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) 2011 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda, küresel toparlanmanın geniş biçimde büyümeye devam ettiği, ancak işsizliğin hala yüksek düzeyde olduğu belirtildi. Gelişmiş ekonomilerde ekonomik büyümenin küçük bir düzeyde seyrettiği, ancak işsizliğin yüksek kalmaya devam ettiği ifade edilen raporda, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerde ise sağlam bir büyüme ve düşük işsizlik oranlarının görüldüğü kaydedildi. Ancak, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerde de gençler arasındaki yüksek işsizlik oranının özel kaygı oluşturduğu kaydedildi. Raporda, yükselen piyasa ekonomilerinde yeni makroekonomik risklerin ortaya çıkmakta olduğuna dikkat çekildi. Finansal koşulların,

olağan olmayan biçimde kırılgan halini sürdürse de gelişmeyi sürdürdüğü belirtilen raporda, Japonya'daki depremin makroekonomik etkisinin sınırlı olacağı öngörüldüğü, ancak belirsizliklerin yüksek olmaya devam ettiği bildirildi. Rapora göre, küresel ekonomik büyümenin bu yıl yüzde 4,4, gelecek yıl da yüzde 4,5 olması bekleniyor. Gelişmiş ekonomilerde bu oranın bu yıl yüzde 2,4, gelecek yıl da yüzde 2,6, yükselen ve gelişmekte olan ekonomilerde ise bu oranın 2011 ve 2012 yıllarında yüzde 6,5'er artmasının beklendiği belirtildi. Küresel düzlemde gelişmiş ekonomilerde ve gelişmekte olan ekonomilerde olmak üzere iki farklı hızda toparlanmanın sürdürülmesine dikkat çekildi.

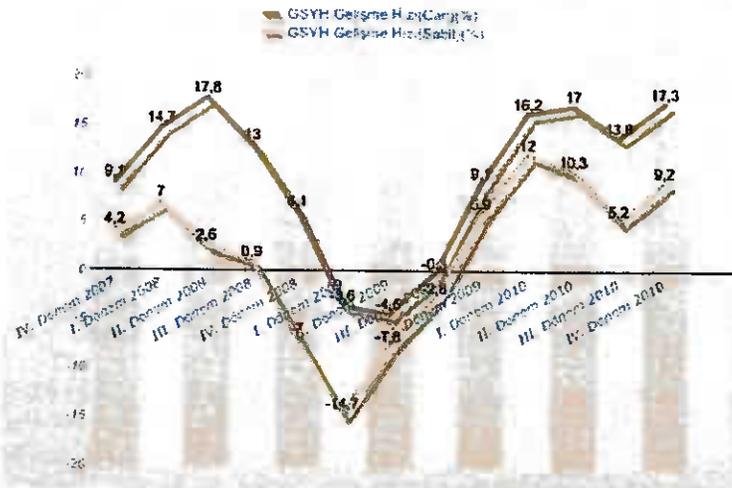
Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) verilerine göre, global doğrudan yabancı yatırım akışı 2010 yılında yüzde 13 artarak 1.3 trilyon Dolar olarak gerçekleşti. Ancak bu miktar halam kriz öncesi ortalamasının yüzde 10 ve 2007 yılında görülen tepe noktanın yüzde 40 altında. UNCTAD'ın raporunda doğrudan yabancı yatırımlarının gelişmiş Batı ekonomilerinden Asya ve Latin Amerika ekonomilerine ve Rusya'ya kaydığını da ifade edildi. 2010 yılında gelişmekte ve kalkınmakta olan ekonomilerden şirketlerin yaptıkları yurtdışı doğrudan yatırımlar, global toplamın yüzde 28'ine ulaşarak 377 milyar Dolar oldu. Bu, geçen yıla göre yüzde 23 artışı ifade ediyor. Gelişmekte ve kalkınmakta olan şirketlerin global doğrudan yatırımlardaki payı, 2010'da 2007 yılına göre iki kat artmış oldu.

Önümüzdeki dönemde; gelişmekte olan ülkelere doğru hızlanan sermaye hareketleri ve bu eğilimin olası değişimi ile başta AB ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki kamu maliyesi sorunları finansal istikrarı olumsuz etkileyebilecek en önemli konular olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının hızlanması bu ekonomilerin hızlı büyümesine katkı sağlarken, söz konusu ülkelerin para birimlerinin değer kazanmasına yol açmakta ve özellikle cari işlemler açığı veren ülkelerde açığın artmasına neden olmaktadır. Hâlihazırda özellikle bazı AB ülkelerinde yaşanan kamu maliyesi sorunlarının diğer gelişmiş ülkelere de yayılması durumunda piyasalarda yaşanabilecek olumsuz gelişmelerin risk iştahını azaltması beklenmektedir. Ayrıca, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin genişletici para politikalarını terk etmesi gibi sebeplerle sermaye girişlerindeki e ilimin olası de işimi neticesinde söz konusu ülkelerin finansal sistemlerinde kırılganlıklar ortaya çıkabilecektir. Toplam talepteki bu toparlanmaya rağmen, işsizlik, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu ve yüksek bütçe açıkları, artan gıda ürünleri, hammadde ve petrol fiyatları ile yeniden gündeme gelen enflasyon, önümüzdeki dönemde dikkatle izlememizi gerektiren önemli riskler olarak gündemdeki yerlerini koruyorlar.

### 3.2. Türkiye'deki Gelişmeler

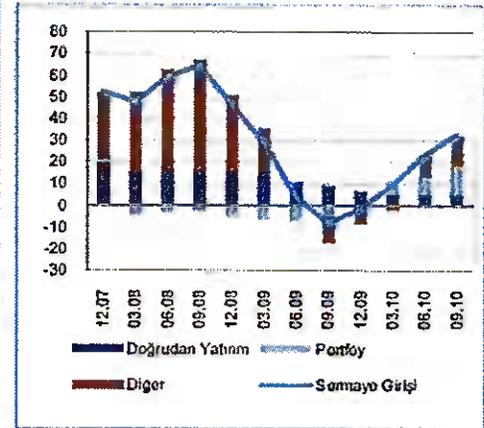
2010 yılı, dünya ekonomisinin yaşadığı derin krizin ardından toparlanma sinyallerinin giderek belirginleştiği bir yıl olmuştur. Kriz döneminde bozulan likidite koşulları iyileşmiş, belli başlı ülke ekonomileri büyüme performanslarını devam ettirmişlerdir. Global konjonktürdeki daralmadan görece az etkilenen ülkelere bir olan Türkiye, canlı iç talep ve artan reel sektör üretim gücü sayesinde, 2010 yılında güçlü bir büyüme performansı sergilemiştir. Canlanan ticari hayat ve yüksek yatırım harcamaları ile kriz öncesi seviyelerine yaklaşan sanayi üretimi 2010 yılında %8 civarında büyümeye işaret etmektedir. Tüketim kaynaklı büyüme performansında, ülkemizin genç nüfusunun önemli bir itici güç olduğu görülmektedir. İç talebin güçlü bir tablo çizdiği ortamda, dış talebe ilişkin risklerin sürmesine karşın, ihracatçı firmalarımızın fiyat rekabeti ile birlikte yeni pazar arayışlarını devam ettirmeleri ihracat performansımızda önemli bir düşüş görülmesini engellemiştir.

Küresel krizin Türkiye ekonomisine etkisi sınırlı ve kısa süreli olmuştur. Konuyu Türkiye ekonomisi açısından irdelediğimizde, küresel krizin finans sektöründen çok reel sektörü ve özellikle KOBİ'leri etkilediği görülmektedir. Diğer taraftan Türkiye ekonomisinin makro dinamikleri ve güçlü finans piyasası, krizin etkisinin kısa süreli olmasında büyük rol oynamıştır. Türkiye ekonomisi, 2008'in son çeyreği ile 2009'un ilk üç çeyreğinde negatif büyüme kaydetmiş ve işsizlik oranında artış görülmüştür.

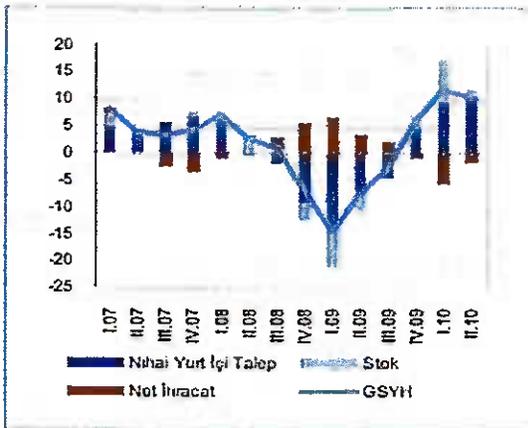


Küresel krizi büyük bir ustalıkla yöneten Türkiye, en hızlı toparlanmaya başlayan ülkelerden biri olmuş, 2009'un son çeyreğinden itibaren hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. 2009 yılının son çeyreğinde %6 büyüyen Türkiye ekonomisi 2010 yılının dört çeyrek döneminde sırasıyla; %11,8, %10,2, %5,5 ve %9,2'lik büyüme hızlarına ulaşmıştır. 2010 yılının tamamında ise büyüme %8.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisinin yakaladığı bu performans uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlarda yansımaları bulmuş, değişik kuruluşlar, Türkiye'nin kredi notunu kriz sonrasında dört defa yükseltmişlerdir. 2010 yılında kaydedilen ekonomik büyümeye paralel olarak işsizlik oranlarında da gerileme yaşanmış; 2009 yılı Nisan ayında %14,9'a kadar yükselen işsizlik, 2010 yılında %11,9'a düşmüştür. 2009 sonunda %5'lere kadar gerileyen yıllık enflasyon, 2010 yılında arz yönlü baskılar (gıda ve emtia fiyatları) ve baz etkisine bağlı olarak yükseldikten sonra, yıl sonuna doğru son 32 yılın en düşük seviyesine gerilemiş ve 2010 yılı TÜFE değeri yıllık bazda %6,40 oranıyla %6,50 olan Merkez Bankası hedefinin altında gerçekleşmiştir. 2011 yılı tahminleri, enflasyonun düşüş eğilimini sürdüreceği doğrultusundadır.

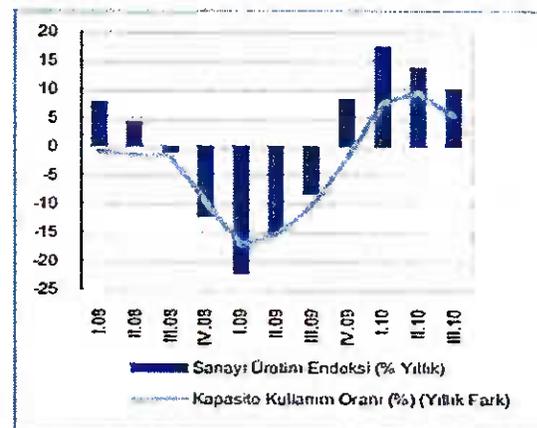
2010 yılının bir diğer önemli gelişmesi, Türkiye'ye sermaye girişinde yaşanan artış olmuştur. IIF verilerine göre, 2010'da Türkiye; gelişmekte olan ülkelere olan net portföy yatırımlarının %17,2'sini, doğrudan yatırımların ise %2,5'ini çekebilmiştir. Bir diğer ifadeyle piyasalarda artan güvene ve azalan ülke riskine paralel olarak, Türkiye'ye 2010 yılında 16,3 milyar doları net portföy yatırımı, 8,9 milyar doları doğrudan yabancı yatırım olmak üzere toplam 25,2 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir. Bu durum, Türk Lirası'nın güçlenmesiyle sonuçlanmış olup 2010 yılında Türk Lirası, 2009 yılsonuna göre, TÜFE endeksi bazında %8,06 değerlenmiştir. Küresel kriz sürecinde daralan dış ticaret açığı, 2010 yılında iç talepteki artışa karşın, dış talepteki toparlanmanın sınırlı kalması ve emtia enerji fiyatlarındaki artış nedeniyle genişlemiştir. 2010 yılında 71.563 milyon dolara ulaşan dış ticaret açığı, cari işlemler dengesini olumsuz etkilemiştir. 2009 yılı sonunda milli gelirin %2,3'üne kadar gerileyen cari açık, 2010 yılının Eylül ayında milli gelirin %6'sına ulaşmıştır. Doğrudan sermaye girişi azalırken, kısa vadeli sermaye girişi ve portföy yatırımlarının artması finansman kalitesinin bozulmasında rol oynayan başlıca unsurlar olmuştur. 2011 yılında petrol fiyatlarının ve Türk Lirası'nın seyri, cari işlemler dengesinin seyrinde etkili olacaktır. Yıl içinde faiz indirimlerine devam eden Merkez Bankası, yılın sonuna doğru sıcak para girişinin hızlı bir şekilde artması karşısında finansal istikrara yönelik bazı önlemler açıklamıştır. Bu kapsamda, gecelik borçlanma faiz oranını 5 puan düşüren Merkez Bankası, bankacılık sistemine uygulanan munzam karşılık oranlarını uzun vadeli teşvik edecek şekilde gözden geçirmiş ve artırmıştır.

Sermaye Girişi Tutarı (Yıllık, Milyar ABD Doları)<sup>1</sup>

Kaynak: TCMB  
(1) Sermaye girişi, net doğrudan yatırım, net portföy yatırımları ve net diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Diğer yatırımlarda banka ve diğer sektörlerin döviz varlıklarından hariç tutulmuştur.



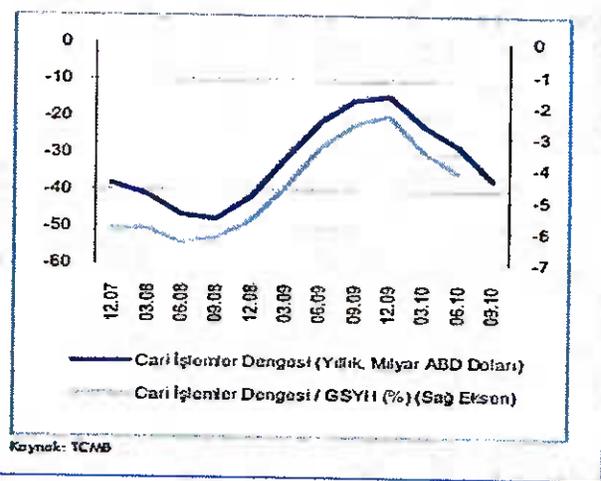
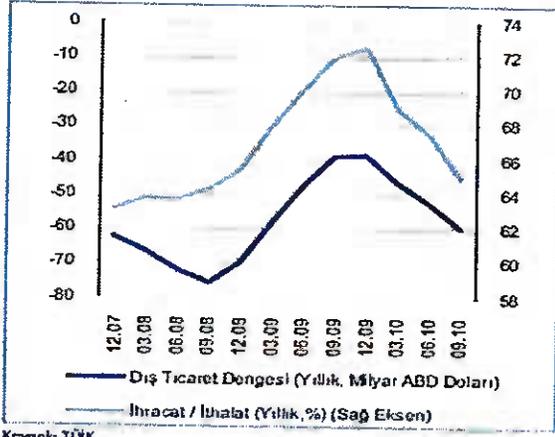
Kaynak: TÜİK



Kaynak: TÜİK, TCMB

2010 yılında makroekonomik konjonktürü belirleyen bir diğer önemli faktör, Merkez Bankası'nın para politikası kararları olmuştur. Kriz dönemini kararlı ve doğru politikalar ile başarıyla yöneten Merkez Bankası, 2010 yılı politikalarında, fiyat istikrarı önceliğini korumuştur. Yılın son çeyreğinde ise Merkez Bankası fiyat istikrarına yönelik risklerin azalması ile birlikte finansal istikrarı ön plana çıkarırken, cari dengede bozulmanın ve kısa vadeli fon akışlarındaki sert yükselişin önüne geçmeyi amaçlamıştır.

İktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden hızlı olması, orta vadeli programın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi, finansal sistemin istikrarı, kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu değerlendirmeleri, risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin de altında seyretmesi ülkemiz ekonomisi açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Bu unsurlarla birlikte küresel risk iştahındaki artışın da etkisiyle sermaye girişi hızlanırken, piyasa faizleri düşmekte, varlık fiyatları yükselmekte ve Türk lirası güçlenmektedir. Bu gelişmeler



ise tüketim ve yatırım talebini uyararak hem firmaların hem de hane halkının kredi kullanımını artırmakta, ekonominin yurt içi talebe bağılı olarak büyümesine katkıda bulunmaktadır. Ekonomik büyüme istihdam piyasasına da olumlu yansımakta ve işsizlik oranları halen kriz öncesi seviyesinin üzerinde olmakla birlikte gerilemektedir. Güçlü iç talebe karşın temel enflasyon göstergeleri olumlu seyretmektedir. Bununla birlikte, dış talebin zayıf seyri, iç talebe dayalı büyüme ve Türk lirasının güçlenmesi dış ticaret dengesini olumsuz etkileyerek cari işlemler açığının artmasına neden olmaktadır. İktisadi faaliyetteki canlanmaya paralel olarak artan tüketim kaynaklı vergi gelirleri ve kontrol altında tutulan kamu harcamaları kamu maliyesini olumlu etkilemektedir.

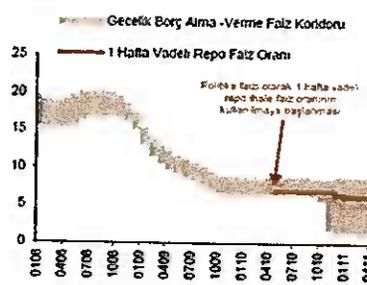
### 2011 Yılı Gelişmeleri

Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda hızlanan kredi genişlemesi ve artan cari açık gibi unsurlar finansal istikrara ilişkin riskleri artırmaktadır. 2010 yılının son çeyreğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olması TCMB'nin finansal istikrara görece olarak daha fazla ağırlık vermesine olanak tanımıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amacıyla bir yandan politika faizlerini düşürürken diğer yandan faiz koridorunu genişleterek kısa vadeli faizlerin oynaklığını artıran TCMB kredi genişlemesini yavaşlatmak amacıyla da zorunlu karşılık oranlarını artırmaya başlamış ve bankacılık sisteminin yükümlülük vadesini uzatabilmek için, zorunlu karşılık oranlarını kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırmıştır. Bütün bu tedbirler sonrasında net kısa vadeli sermaye girişlerinde azalma gözlenmiş, kredi artış hızındaki ivmelenme durmuş ve mevduatın ortalama vadesi uzamaya başlamıştır.

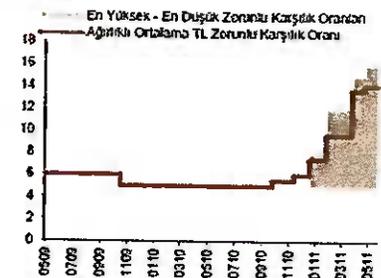
2011 yılının ilk çeyreğinde ise gerek petrol fiyatlarının öngörülerin de üzerinde hızlı artışlar sergilemesi gerekse iç talebin güçlü seyri, enflasyon görünümüne ilişkin endişeleri gündeme getirmiştir. Petrol fiyatlarındaki artışın tahminlerin üzerinde gerçekleşmesi maliyet baskılarını artıran bir unsur olmasının yanı sıra özel tüketim ve özel yatırım harcamalarının hızla büyümeye devam etmesi, iç talebin yavaşlatılmasının önemini artırmıştır.

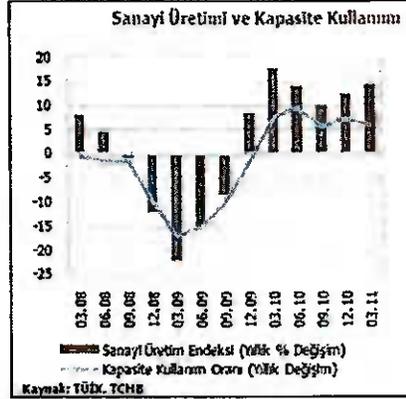
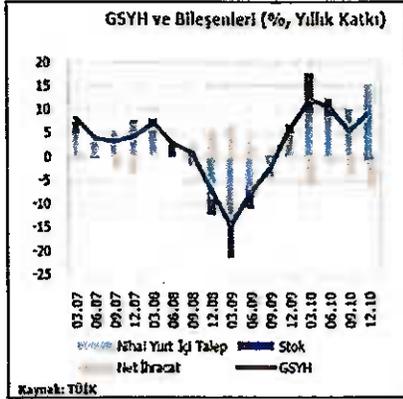
Bu gelişmeler sonucunda ilk çeyrekte enflasyonun yüzde 4 gibi tarihi olarak düşük düzeylere inmesine rağmen, orta vadede enflasyona dair yukarı yönlü risklerin artmasına bağlı olarak TCMB politika faizini sabit tutarken Mart ve Nisan aylarında Türk lirası yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını 410 baz puan artırmıştır.

TCMB Faiz Oranları (Yüzde)



TL Zorunlu Karşılık Oranları\* (Yüzde)



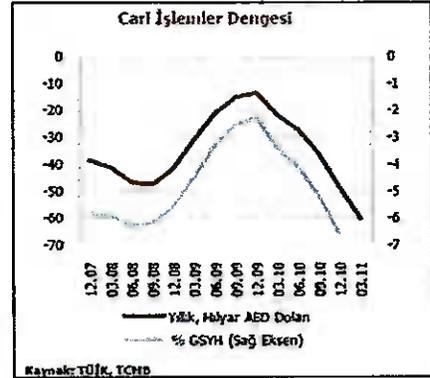
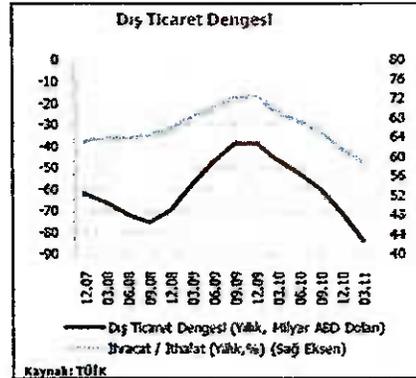


2011 yılının birinci çeyrek dönemine ait sanayi üretim ve kapasite kullanım verileri, ekonomideki büyümenin devam ettiğine işaret etmektedir. 2011 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre sanayi üretimi yüzde 14,2, kapasite kullanım oranı ise 5,7 puan artmıştır.

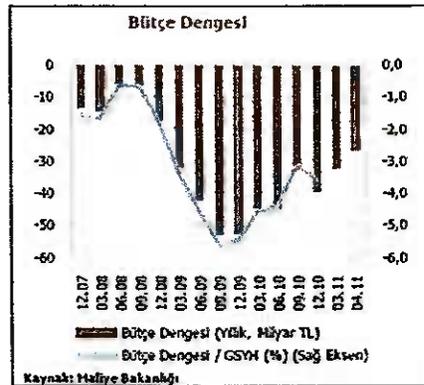
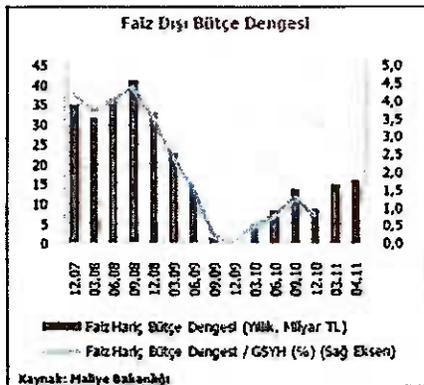
Küresel kriz ve ekonomideki daralmayla birlikte artan işsizlik oranları mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerle 2009 yılı ilk

çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamış, 2011 yılı ilk çeyreğinden itibaren ise istihdamda görülen güçlü artışların etkisiyle hızla azalarak kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır.

Küresel kriz sonucunda iktisadi faaliyetlerdeki durgunlaşma ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle daralan ve 2009 yılı sonunda 38,8 milyar ABD dolarına gerileyen dış ticaret açığı, ekonomideki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve ihracattaki toparlanmaya rağmen ithal mallara yönelik talebin ivmelenmesi sonucu, 2011 yılı Mart ayı itibarıyla yıllık 83,7 milyar ABD dolarına ulaşmış ve iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma daha belirgin hale gelmiştir. Bu gelişmeler sonucunda 2009 yılı sonunda yüzde 72,5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2011 yılı Mart ayında yıllık yüzde 58,8'e gerilemiştir. Küresel kriz ve ekonomideki küçülmeye birlikte 2009 yılı sonunda milli gelirin yüzde 2,3'üne kadar gerileyen cari işlemler açığı, iktisadi faaliyetlerdeki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılı sonu itibarıyla milli gelirin yüzde 6,6'sına ulaşmıştır. 2011 yılında da artışı devam eden cari işlemler açığı, 2010 yılında 48,4 milyar ABD doları tutarında iken 2011 yılı Mart ayında yıllık 60,5 milyar ABD dolarına yükselmiştir.



2011 yılının ilk dört aylık döneminde bütçe performansındaki iyileşme devam etmektedir. Bu dönemde artan vergi gelirleri ve faiz harcamalarındaki gerileme bütçe gelişmelerine olumlu katkıda bulunurken, faiz dışı harcamaların artış hızının yavaşlaması bütçe performansındaki iyileşmeye destek vermiştir. Böylelikle 2011 yılı Nisan ayı itibarıyla faiz dışı bütçe fazlası yıllık 16,2 milyar TL'ye yükselmiş, bütçe açığı ise 26,9 milyar TL'ye gerilemiştir

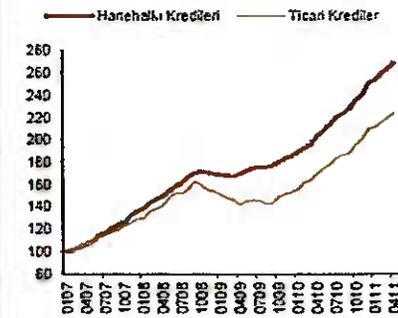


Merkezi Yönetim kapsamında 2011 yılı ilk üç aylık dönemde 1.864 milyon TL'si anapara, 1.693 milyon TL'si de faiz olmak üzere toplam 3.557 milyon TL dış borç servisi gerçekleştirilmiştir. Dış borç servisinin döviz kompozisyonu incelendiğinde ise %45,6'sının Euro, %36,3'ünün Dolar, %15,7'sinin SDR ve %1,9'unun ise Japon Yeni olduğu görülmektedir.

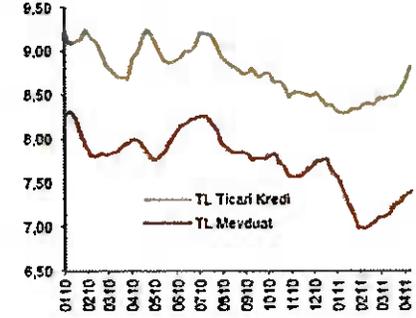
## MERKEZİ YÖNETİM TOPLAM BORÇ STOKUNUN YAPISI

Merkezi Yönetim	Milyon TL			Milyon Dolar			%		
	2009	2010	2011 Mart	2009	2010	2011 Mart	2009	2010	2011 Mart
<b>Toplam Borç Stoku</b>	<b>441,508</b>	<b>473,549</b>	<b>485,945</b>	<b>293,224</b>	<b>306,306</b>	<b>313,857</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Sabit	235.947	265.239	278.364	156.703	171.565	179.787	53.4%	56.0%	57.3%
Değişken	205.561	208.310	207.581	136.522	134.741	134.070	46.6%	44.0%	42.7%
TL	312.847	347.347	354.397	166.525	207.768	224.674	56.8%	67.8%	71.6%
Döviz Cinsinden	128.671	126.202	131.548	85.456	81.631	84.963	29.1%	26.7%	27.1%
İç Borç Stoku	330.005	352.841	359.900	219.170	228.228	232.448	74.7%	74.5%	74.1%
Dış Borç Stoku	111.503	120.708	126.045	74.054	78.077	81.409	25.3%	25.5%	25.9%

Yılın ilk çeyreğinde kredi büyümesinde bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlama gözlenirse de kredilerin artış hızının devam ettiği görülmektedir. Kredilerdeki artış eğiliminde istihdam koşullarındaki iyileşme ve iktisadi faaliyetlerin olumlu seyri etkili olmaktadır. Uygulamakta olan parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımının ivme kaybetmeye devam edeceği tahmin edilmektedir.

Kredi Endeksleri  
(Nominal, Ocak 2007=100)

Kaynak: TCMB.

TL Ticari Kredi ve Mevduat Faizlerindeki Gelişmeler\*  
(Yüzde)\*Yıllık faiz oranları, dört haftalık hareketli ortalamadır.  
Kaynak: TCMB.

Enflasyon gelişmelerini alt gruplar bazında incelediğimizde, enflasyondaki hızlı düşüşte işlenmemiş gıda, enerji ve tütün fiyatlarındaki baz etkisinin ortadan kalkması ve hizmet fiyatlarındaki olumlu seyir etkili olurken, ithalat fiyatlarındaki hızlı artış ve Türk lirasının değer kaybı nedeniyle temel mal grubu fiyat artışlarının hızlandığı görülmektedir. Nitekim, yılın birinci çeyreğinde temel mal grubu dışındaki bütün alt kalem fiyatlarının değişim oranları geçmiş yılların aynı dönem ortalamasının altında kalmıştır.

## 4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

### 4.1. Sektörün Genel Tanımı

Türk Dil Kurumu sözlüğüne göre basım, "mürekkeplenen bir yaprak ya da kalıbı kâğıda, kumaşa bastırarak bir metnin, bir resmin suretini çıkarma, bunları çoğaltma işlemi"dir. Matbaa ise bu çoğaltma işleminin yapıldığı yer, basımevi anlamına gelmekte olup, Arapçadan dilimize geçmiştir.

Basım yayım ve matbaa, eğitimden sosyal hayata kadar her türlü faaliyet alanında kullanılan yazılı her türlü metnin dağıtılmasını sağlamaktadır. Okunacak kitaplardan ya da kitlelere ulaştırılacak birçok konuda basım yayım, olmazsa olmaz bir yardımcı konumundadır. Matbaa ayrıca birçok sektörün gelişimine ve bilgi akışının hızlanmasına yardımcı olmuş ve günümüzde en çok kullanıma yolunda hızla ilerleyen bilgisayar / internet gibi kaynakların da alt yapısını oluşturma fonksiyonunu üstlenmiştir. Sinema ve tiyatro afişleri, sanayi /pazarlama gibi sektörler için katalog-kartvizit basımları ve endüstri alanında faaliyet ara hizmetleri matbaanın önemli katkılarından bazılarıdır.

### 4.2. Türkiye'de Basım Yayım Sektörünün Gelişimi

Modern anlamda ilk baskı işlerinin 1455 yılında Gutenberg tarafından yapılmasından yaklaşık 300 yıl sonra ülkemizde ilk matbaa 1727 yılında padişah III. Ahmet'in sadrazamı Nevşehirli Damat İbrahim Paşa'nın izni ile İbrahim Müteferrika tarafından kurulmuştur. İbrahim Müteferrika tarafından kurulan ve "basmahane" diye anılan bu matbaada ilk olarak Vankulu Lügatı basılmıştır. Toplam 23 kitabın basıldığı bu matbaa 1794'te kapanmıştır. 1795'te Hasköy'deki mühendishanede ikinci, 1802'de de Sultan III. Selim Han tarafından Darü'l-tıbaatî'l-Cedide adıyla üçüncü bir matbaa kurulmuştur. Bu matbaa daha sonra Sultan II. Mahmud Han zamanında 1831'de Takvim-i Vekayi adlı resmi gazetenin basılması için kurulan Takvimhane-i amire matbaasıyla birleşerek Matbaa-i amire adını almıştır. Mısır'da kurulan Bulak Matbaası ve İstanbul'da kurulan Matbaa-i Bab-ı Hazret-i Seraskeriyeye Matbaası, Maçka Mekteb-i Harbiye Matbaası, Ceridehane Matbaası, Mekteb-i Tıbbiyye-i Adliye Matbaasından başka yeni matbaalar da kurulmuştur. 1860'tan sonra basım ve yayım çalışmaları daha da hız kazandığından 100'den fazla matbaa kurulmuştur. Bunu takip eden senelerde de matbaa kurma çalışmaları artarak devam etmiştir. Dönemlere göre kurulan matbaa sayısı ise; 1729-1875 arasında 151, 1876-1892 arasında 172, 1893-1907 arasında 199, 1908-1917 arasında 368 adettir.

Osmanlı Devleti döneminde uzun yıllar hizmet vermiş olan Matbaa-i amire, Cumhuriyetin kuruluşundan sonra Milli Matbaa ve Devlet Matbaası adını alarak faaliyetini sürdürmüştür. 1 Kasım 1928'de yapılan harf inkılabından sonra matbaacılık bir bunalım dönemine girmiş, bazı matbaalar kapanmıştır. Daha sonra İstanbul dışında Ankara, İzmir, Bursa ve Adana gibi şehirlerde çeşitli matbaalar açılmıştır. İlk zamanlar linotip, rotatif baskı tekniklerinin kullanıldığı matbaalarda 1950'li yılların sonunda tıfdruk, 1960'lı yılların sonunda ise ofset baskı tekniğine geçilmiştir.

Türk Basım Yayım Sanayisi'nin bir sanayi niteliğinde 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 tipolojisine dayalı büyümeye başlamıştır. 1950'li yılların başında çoğu küçük ölçekli 1.000'e yakın basım yayım sektörü işletmesi bulunmaktaydı. Bu sayı 1960 yılında yaklaşık 1.500 olmuş, orta ve büyük ölçekli işletmeler oluşmaya başlamıştır.

Gelişme sürecinde ikinci önemli aşama 1960'lı yılların ortasında ofset teknolojisinin kullanılması ile başlamıştır. Bununla birlikte tipolojisi ile karşılaştırıldığında daha yüksek yatırım ve işletme sermayesi gerektiren ofset teknolojisi kullanımının yaygınlaşması ilk önceleri sınırlı kalmıştır.

1970 yılına gelindiğinde basım yayım sektöründe yer alan toplam firma sayısı ağırlığı küçük firmalar olmak üzere toplam 2.471 adede ulaşmıştır. 1970-1980 yılları arasında ise Türk Basım Yayım Sanayisi'nde iki ana eğilim belirleyici olmuştur. Bunlardan ilki ofset teknolojisinin kullanımının daha yaygın hale gelmeye başlamasıdır. Özellikle tüketim ürünleri sanayi ve pazarının genişlemesi ile büyüyen reklam sektörünün etkisi basım yayım sanayisinde daha temiz, renkli ve kaliteli baskılar için rekabet ortamı yaratmış ve sektörde ofset teknolojisinin kullanımını hızlandırmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerdeki tipolojili makinelerin gelişmekte olan ülkelere transfer edilmesi Türkiye'yi de etkileyerek, ikinci el makineli küçük işletme sayısını artırmıştır. Bu durum sektörü olumsuz etkilemiş, yeni teknoloji kullanımını geciktirmiş ve sektörün katma değer ve kalite düzeyinin gelişimini sınırlandırmıştır.

1985 yılından itibaren Türk Basım Yayım Sanayisi üçüncü önemli ve teknoloji odaklı yeni bir gelişme aşamasına girmiştir. Sektörde kullanılan tipoloji sisteminin tamamen eskimesi, sarf malzemelerinin pahalı hale gelmesi ve makinelerin parçalarının artık bulunamaz hale gelmesi ile birlikte tipoloji sisteminden ofset teknolojiye yoğun bir geçiş başlamıştır. 1985 sonrası başlayan bu teknoloji odaklı yeni gelişme aşaması sektörde önemli etkiler yaratmıştır. Sermaye ve yatırım olanakları bulunan mevcut ve yeni firmalar sektörde gelişirken, bu olanakları kısıtlı olan firmaların rekabet güçleri ve pazar payları daralmıştır.

1985 yılından sonraki dönemde faaliyet gösteren işletme sayısı artmaya devam etmiştir. 1985 yılında 4.137 olan işletme sayısı 1990 yılında 5.564'e 1995 yılında 6.269'a, 2002 yılında da 9.435'e yükselmiştir. Teknoloji odaklı bu yeni dönemde, sektörde küçük ve büyük firmalar arasında ölçek ve verimlilik farklarının daha da açıldığı görülmüştür. Bu tarihten sonra sektördeki şirket sayısının ve istihdamın istikrarlı artışı aşağıdaki tabloda da görülmektedir.

#### *İstihdam*

Türkiye'de 2008 yılında 9500 matbaa faaliyet gösteriyordu. 9500 firmanın 1599'u 10'un üzerinde eleman çalıştırmakta olup, geriye kalan 7400 firma ise küçük ölçekli firmalardır. Bu verilere göre, basım sektöründe 62 bin kişinin istihdam edildiği düşünülmektedir. Kayıt dışı matbaalarla birlikte basım sektöründeki istihdamın 90 binleri bulduğu belirtilmektedir. Bununla birlikte 2009 yılının son çeyreğinde yaşanan global krizle birlikte Türkiye'deki matbaa sayısının 6-7 binlere gerilediği tahmin edilmektedir.

#### **Basım Yayın Sanayi İşyeri Sayısı ve İstihdam**

	Şirket Sayısı	İşletme Sayısı	Çalışan Sayısı
2002	8,059	8,189	44,012
2003	8,407	8,948	44,176
2004	9,903	10,323	49,329
2005	13,652	14,129	70,225
2006	13,175	13,678	67,450
2007	13,940	14,684	72,075
2008	13,885	14,445	71,790
2009	13,473	14,012	69,656

Kaynak: TÜİK Yıllık Sanayi Hizmet İstatistikleri

#### **4.3. Türkiye'de Basım Yayım Sektörünün Yapısı**

Ülkemizde basım sanayinde faaliyet gösteren özel sektör kuruluşlarının tamamının modern teknoloji ile üretim yaptığı söylenemez. Son yıllarda pek çok matbaanın makine parkını yenilemiş olmasına, baskı öncesi ve baskı sonrası makine ve ekipmanlarda bilgisayar destekli üretim yapmasına rağmen, son yıllarda kullanılmış makine ve donanım satın alınmasına izin verilmesi, eski teknoloji ithalini ortaya çıkarmış ve pek çok matbaa Avrupalı meslektaşlarının kullanmadığı makineleri almak zorunda kalmıştır. Diğer taraftan, ülkemizdeki matbaacılığın temel karakteristiklerinden biri de küçük ölçekli işletmeciliğin çoğunlukta olmasıdır. Dünyada gözlenen küreselleşme eğilimine rağmen bu sektörde küçük işletmecilik ağırlığını korumaktadır. Basım işletmeciliğinin bu temel yapısı rekabet yapısını etkilediği gibi üretimin kalitesini, verimliliği, hammadde firesini ve işçilik kayıplarını da etkilemektedir.

Ülkemizde gerek özel sektör matbaalarında gerekse karton ambalaj üreticilerinde toplam talebi aşan bir kapasitenin varlığı bilinmektedir. Ancak kapasitenin ne kadar olduğu konusunda kesin bilgiler vermek imkânsızdır. Basım sanayinde talebe bağlı üretim yapıldığından, düzensiz bir pazar sistemi bulunmaktadır. Batı ülkelerinde ihtisaslaşmış kombine basımevleri (kitap, broşür, karton, katalog, basılı kâğıt vs.) yaygın olduğu halde, ülkemizde basımevleri sipariş üzerine çalışan karma bir talebe hitap etmektedir. Ancak, son yıllarda ülkemizde de ihtisas matbaaları hızla artmaktadır. Sektörde kullanılan ana malların bir kısmı ülkemizde üretilmekle birlikte bir kısmında dışa bağımlılık halen devam etmektedir.

#### **Matbaa-Basım Yayım Sektörü**

Türk basım yayım sektörü, bünyesinde 12 bin matbaa, ajans ve renk ayırmacısını bulunduran, her geçen gün artan yatırımları ile dünya liginde zirveye gözünü dikmiş durumdadır. Tüm dünya ülkeleri için en stratejik

sektörlerden biri olan matbaa sektörünün Türkiye'deki gelişimi hızını artırarak devam etmektedir. Bu anlamda matbaa sektörü dünya kalitesini yakalamış durumdadır ve birçok bakımdan en iyiler sınıfında yer almaktadır. Türk matbaa sektörü, dünya ile kıyaslandığında hızlı bir yükselme trendindedir. Türkiye'nin yatırımlar konusunda birçok Avrupa ülkesinin önünde yer almaktadır. Sadece geçtiğimiz altı ay içinde 30'un üzerinde çok üniteli ofset baskı yatırımının yapıldığı ve yeni bir teknoloji olarak tüm dünyanın dikkatle izlediği CTP teknolojisinde yapılan 40'a yakın sistem yatırımı, Türkiye'yi baskı sektöründe gelişmiş teknolojiyi takip açısından Avrupa'nın en ileri ülkesi haline getirmiştir.

Özellikle yapılan yeni yatırımlar ve tecrübe birikimi, sektörün bir çok başarıya imza atmasını ve ihracat rakamlarında ciddi artışın olmasını sağlamıştır. Bu nedenle teknoloji üreticileri için Türkiye, oldukça büyük potansiyele sahip bir ülkedir. Ayrıca dijital baskı teknolojilerinin de hızla yayılması, baskı maliyetlerini ve hızını klasik baskıya göre oldukça değiştirmiştir.

Rekabetin en yoğun yaşandığı ve teknolojinin inanılmaz bir hızla değiştiği kağıtçılık ve matbaa sektörü, son zamanlarda, dijital baskıların ve masaüstü yayınların artmasına rağmen değerinden hiç bir şey kaybetmemiştir. En son teknolojileri yakından takip eden ülkemiz, batı standartlarına ulaşmayı başarmıştır.

Bilgisayar ve bilgi teknolojileri alanındaki hızlı gelişim matbaacılık sektörünü de olumlu yönde etkilemiştir. Matbaacılık alanında bilgisayarı ve otomatik matbaa makineleri kullanmasını bilen nitelikli iş gücüne gereksinim her geçen gün artmaktadır. Matbaacılık; tasarım, baskı öncesi, baskı ve baskı sonrası bölümlerinden oluşmaktadır. Bilgisayar ve iletişim teknolojileri bu bölümlerin hepsinde çok yoğun olarak kullanılmaktadır.

Dijital sistemlerin kullanımı sektörde farklı açılımların ortaya çıkmasına vesile olmuştur. Bu sayede matbaa ve yayınevleri, stok maliyetinden kurtulmuş ve film almadan, renk ayrımı yapmadan yüksek kalitede renkli baskılar alabilme imkanına sahip olmuştur. Dolayısıyla düşük tirajlı işlerde de istenen iş, aynı birim baskı maliyetiyle müşterilere sunulabilecek duruma gelmiştir. Dijital baskı sistemleri ile matbaa sektörü, müşteri odaklı çalışan orta ve büyük ölçekli kuruluşlara, bire bir pazarlama imkanı sunarak farklı dokümantasyon hizmetleri verebilmektedir.

Teknolojik gelişmeler sonucunda imkanlar, kalite ve yapabilecek iş sayısında ilerleme kaydedilmiştir. Bugün çok daha ekonomik fiyatlarla, geçmiş ile kıyaslanmayacak kalitede ürünler, ortalama matbaalarda bile üretilebilir hale gelmiştir. Bu da sektörün genel ortalamasının yükselmesi sonucunu doğurmuştur.

#### *Sektör İle İlgili Son Gelişmeler*

Basım yayım sektörü halen emek yoğun bir sektör olarak yarattığı istihdam ile lokomotif sektörler arasında yer almaktadır. Sektördeki orta ölçekli bir işletme 3 ila 4 milyon USD, büyük ölçekli bir işletme ise 25 ila 30 milyon USD arasında bir yatırım ile kurulmaktadır. Bu rakamlar sektörün ciddi bir teknolojik makine parkına sahip olduğunu göstermektedir. Türk matbaa ve basım sektörü; gerek teknolojik yatırımı, gerek kalifiye insan kaynağı ile dünya standartlarını yakalamaya başlamıştır.

Ancak son yıllarda teknolojideki gelişmenin paralelinde, daha seri üretim, bilgisayarın kullanılmasıyla kâğıda olan talebin azalması gibi nedenlerden dolayı sektörde arz fazlası meydana gelmektedir. Sektörde oluşan arz fazlası, işletmelerin kapasite kullanımlarını azaltmalarına, ya da stok yaparak ek maliyet yüklenmenin yanı sıra, satamama riskiyle karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Ayrıca sektör hammadde açısından ithalata bağımlı olup, kurlar maliyetler üzerinde baskı yaratmaktadır.

Avrupa ülkelerinde, yüksek üretim maliyeti ve iş gücünün pahalı olması nedeniyle, son yıllarda matbaa sektöründeki firmalar birer birer kapanmaya, Avrupa ülkeleri de matbaa ve basım işlerini Çin, Singapur gibi uzak doğu ülkelerine yaptırmaya başlamıştır. Ancak, kitaplarda kullanılan boya gibi bazı ürünlerin kanserojen madde riski taşıması nedeniyle, Avrupa basım işlerini Uzakdoğu yerine Türkiye, Macaristan, Polonya, Çekoslovakya gibi diğer ülkelerde yaptırmının yollarını aramaktadır. Ciddi bir potansiyele sahip olan Türkiye, bu fırsatı kendi lehine çevirerek, Avrupa ülkelerinin basım sanayi üssü olabilir. Sektörün işletmeler olarak en büyük eksiği, birlikte iş yapma kültürünün olmamasıdır. Sektörde küçük işletmelerin birleşimi ile oluşacak sinerji ile daha büyük işler yapılabilme potansiyeli mevcuttur.

Türkiye'deki matbaa sektörünün makine ithalatları incelendiğinde, matbaa sektörünün gelişerek daha ileri teknolojileri kullandığı görülmektedir. Mekanik makinelerin yerini bilgisayar kontrollü ofset baskı teknolojilerine bırakmasıyla yapılan yatırımlar dijital ağırlıklı olmaya başlarken, makine açısından dışa

bağımlılık devam etmektedir. Makine parça ve toplam ithalatı 2001 yılında 97 milyon dolar seviyesindeyken bu rakam 2005 yılında 331 milyon dolara çıkmıştır. Ağırlıklı olarak bu rakamları ofset baskı ve dijital baskı makineleri ile kullanılan malzemeler oluşturmuştur. 2009 yılında ise ithalatın 210 milyon dolar seviyelerinde olduğu bilinmektedir. Basım sektöründe yatırımların önemli bir bölümü finansal kiralama yönünde gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle kiralama işlemlerindeki gelişmeler yatırım eğilimi açısından önemli bir göstere niteliği taşımaktadır. 2007 yılı sonuna kadar finansal kiralama işlem büyüklüğünde artış gözlenirse de 2008 yılından itibaren düşüş yaşanmaya başlamıştır. Kullanılan matbaa mürekkebi, sektörün gelişmesi için önemli bir faktördür. Türkiye'de tüketilen mürekkebin tamamına yakını ithal edilmektedir. 2001 yılında 4 bin ton olan mürekkep ithalatı 2007 yılında 10 bin tona çıkmıştır.

Türkiye'deki kâğıt üretimi tüketimini karşılayamamaktadır. Bu nedenle ithalata yönelen Türkiye dünya ölçeğinde kâğıt üreticileri için önemli bir pazar durumundadır. Kişi başı kâğıt verileri önemli bir uluslararası karşılaştırma göstergesidir. Kişi başı yıllık kâğıt tüketimi A.B.D'de 322 kg., Avrupa Birliği ortalamasında 150 kg., Türkiye'de ise 42 kg'dir. 2002 yılından itibaren hızlı artan tüketim 1,9 milyon tondan 2007 yılında 3,9 milyon tona, 2009 yılında da 4 milyon tona ulaşmıştır. Türkiye kâğıt sektöründe üretici firmaların toplam kurulu kapasitesi yaklaşık 3 milyon tondur. Basım sektörünün aynı dönemi incelendiğinde kitap kâğıdı üretiminde artış görülürken, gazete kâğıdı üretiminde önemli bir gerileme yaşanmaktadır. Kâğıt üretiminde en önemli sorunlardan bir tanesi hammadde teminidir. Türkiye kâğıt yan sanayisi konusunda da dışa bağımlıdır. Atık kâğıt konusunda ise önemli gelişmeler yaşanmaktadır. 30 geri dönüşüm işletmesinde 600 bin ton kâğıt atığı geri kazanılmaktadır.

2008 yılının son çeyreğinde küresel finans etkileri özellikle ithalat yapan tedarikçiler üzerinde etkisini derin göstermiştir. Kâğıt ithalat yapan bazı şirketlerin bankalarla yaşadığı sorunlar nedeniyle iflas etmesi, bankaların ellerinde bulundukları bu şirketlerin müşterilerine ait çekleri erken ibra etmesi, diğer yandan banka kredilerinin ağırlaştırılması gibi nedenlerle matbaaların nakit akışlarında ciddi sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Krizin son çeyreğe denk gelmesi, özellikle yıl sonu promosyon bütçelerinde ciddi kısıntılar yapılmasına neden olmuştur.

Matbaa sektörü 2009 yılının son çeyreğinde yaşanan global krizin etkileri ile birlikte gerilemiş olup, bu süreçte çok sayıda matbaa kepenk kapatmıştır. 2009 yılı öncesinde 9.500 civarında olduğu bilinen matbaa sayısının 2009 sonrasında 6-7 bin adet seviyelerine gerilediği tahmin edilmektedir. Global krizin yanı sıra son yıllarda artan büyük ölçekli ve organize matbaacılık faaliyetleri ve sektörde yaşanan yoğun rekabet, küçük ölçekli firmaların ayakta kalmasını zorlaştırmaktadır.

2009 yılında, krizin öncelikle finans krizi olarak tanımlanması şirketleri ciddi tasarruf önemlerine itmiştir. Bu önlemler de öncelik matbuat ve diğer promosyon harcamalarında. Bu nedenle sipariş miktarlarında düşüşler gözlenmiştir. Bu rekabet koşullarında matbaacı aleyhine işleyen bir diğer gelişme ise tedarikçilerin haklı nedenlerle vadeleri kısma isteğidir. Buna karşın matbaaların kendi müşterilerine karşı bu konuda yaptırımı mevcut rekabet koşullarında oldukça zayıftır.

Bunun yanı sıra baskı maliyetlerini azaltmak isteyen büyük-kurumsal firmaların kendi işyeri-ofislerinde baskı sistemlerini kurmaya başlamasının da sektörü önemli ölçüde etkilediği düşünülmektedir. Türkiye'deki Matbaa sektörünün bir diğer çıkmazı da "merdivenaltı" diye tabir edilen, kayıtdışı işletmelerin çokluğudur. Son yıllarda artış gösteren, seyyar çalışan ve "çantacı" diye tabir edilen pazarlamacıların da sektörü olumsuz etkilediği ifade edilmektedir. Vergi mükellefi olmayan bu tür firmalar ve kişilerin, vergi mükellefi matbaacıların rekabet etme gücünü olumsuz etkilediği belirtilmektedir. Dünyada gözlenen küreselleşme eğilimine rağmen bu sektörde küçük işletmecilik ağırlığını korumaktadır. Basım İşletmeciliğinin bu temel yapısı rekabet yapısını etkilediği gibi üretimin kalitesini, verimliliği, hammadde firesini ve işçilik kayıplarını da etkilemektedir. Tüm bunların yanı sıra sektörün en önemli sorunlarından biri de, ülke çapında örgütlenmiş bir meslek birliğinin bulunmamasıydı. 1970'li yıllarda "Türk Basım Birliği", kurulmuşsa da önemli bir örgütlenme sağlanamamıştır. 2010 yılında kurulan "Türkiye Matbaacılar Federasyonu"nun bu eksikliği gidereceği düşünülmektedir.

#### Sektörün Özellikleri

Basım-yayım sektöründeki şirketlerin ana gelir kalemlerini reklam, tiraj ve basım geliri olmak üzere üç kalem oluşturmaktadır. Bunların arasında ise operasyonel karlılık üzerinde en etkili olanı reklam gelirleridir. Reklam harcamalarındaki değişimlerin sektörde faaliyet gösteren şirketlerin reklam gelirlerine doğrudan yansıdığı görülmektedir. Dolayısıyla, reklam piyasasının hacmi şirketlerin performanslarını doğrudan etkileyen en önemli faktör olarak öne çıkmaktadır.

Diğer taraftan, reklam piyasası da ekonomik büyüme ile doğrudan ilişkili bir görünüme sahiptir. Buna göre, geçmiş yılların verilerine bakarak ekonomik büyümenin reklam harcamaları üzerinde 4 gibi bir çarpan ile yansıdığı görülmektedir. Benzer şekilde, ekonomik kriz dönemlerinde daralmanın etkileri de sektöre fazlasıyla yansımaktadır. Türkiye'de reklam harcamalarının dağılıma göz atıldığında; reklam harcamalarının %85'ine yakınının geleneksel medya kanalları olarak kabul edilen gazete ve TV'ler aracılığıyla yapılmakta olduğu görülmektedir. Bu dağılımda gazetelerin aldığı pay ise %35 seviyelerinde bulunmaktadır. Benzer ekonomik büyüklükteki ülkeler ile Türkiye'deki reklam harcamaları karşılaştırıldığında; Türkiye'de şirketler tarafından gerçekleştirilmekte olan reklam harcamalarının bu ülkelere göre oldukça düşük bir seviyede kaldığı gözlenmekte ve bu da istikrarlı bir ekonomik yapıya ulaşılması halinde uzun vadede önemli oranda bir büyüme potansiyeli barındırıldığını işaret etmektedir.

Türk yayım dünyası, kendine has özelliklerinden dolayı, özellikle bir sektör haline gelememiştir. Yayım sektörü, standartlardan yoksun bir durumdadır. Yayınevi adedi, büyüklükleri, basılan kitap sayısı, ciolar net değildir ve sektörde rakipler birbirini tanımamaktadır. Ancak tahminlerle iş yürütülmektedir. Yayım sektörüyle ilgili soruların cevaplanamamasının nedeni kayıt dışı, kaçak ve korsan yayınlardır. Ve bu nedenle sektörde ciddi bir itibar sorunu oluşmuştur. Tamamen kurallara uygun davranan şeffaf yayınevi sayısı çok azdır. Türkiye yayım sektörünün pazar payı konusunda kesin rakamlarla konuşmak zordur. Sayısal veriler yeterli değildir. Yayınevlerinin sayısının hızla artmış olması durumu daha da karmaşıklaştırmıştır. Son dönemlerde sektörde rekabetin kızmış, endüstrileşme yolunda ilerleyen ve yurt dışına daha fazla açılmayı hedefleyen bir yayıncılık doğmuştur.

Yayıncılık dünyamızın son 10 yılına baktığımızda, ISBN Ajansı verilerinden hareketle yayın çeşidinin artmış olduğunu görüyoruz. 1996 yılında ülkemizde 9.444 çeşit kitap basılmışken bu sayı 2000 yılında 13.596 olmuş, 2006 yılında ise 23.871 çeşit kitap basılmıştır. 2010 yılında yayımlanan materyallerin sayısı 2009 yılına göre %14,3 artmıştır. 2010 yılında yayıncılar tarafından 34.857 kitap basımı gerçekleştirilmiştir. Ülkemizde yayınlanan kitap sayısında son on yılda %300'lere varan bir artış olduğu gözlenmektedir. Gelişmiş ülkelerle durumumuzu kıyasladığımızda hala yayın çeşidimizin eksik olduğu ortadadır.

Ülkemizdeki kitabevi sayılarına bakıldığında 10.000 civarında kitapçı olduğu söylenmekle birlikte yayıncılık sektörünün ulaştığı ağırlıklı olarak kitap satılan yerlerin 1300'ler civarında olduğu belirtilmektedir. Kitap dağıtımıcılığı işiyle uğraşan kurum sayısının da 70'ler civarında olduğu tespit edilmektedir.

Sektörün küresel ekonomik sistemde tuttuğu yerin büyüklüğüne karşın, kesin bir veriyle ifade edilebilecek bir sayısal büyüklük tespit edilememektedir. Oldukça dağınık bir görüntü çizen sektörde, rakamlar ancak yaklaşık olarak verilebilmekte ve yıllık değişimler, birkaç yıl geriden takip edilebilmektedir.

Büyük sermaye gruplarının (YKY, Türkiye İş Bankası, Doğan Grubu (Doğan Kitap, Doğan Egmond) yayıncılık işine yatırım yapmaya başlaması, yayıncıların pazarlamaya önem vermeleri, ürünlerin tanıtımında yazılı ve görsel medyanın kullanılması, kitap kapak tasarımlarındaki profesyonelleşme, kitap fuarlarında özel stand tasarımlarının yapılması, dağıtım ve satış işlemlerinin önem kazanması, yayıncılar arasında artan rekabet ile birlikte yazar transferlerinin başlaması, büyük alışveriş merkezlerinde ya da metropollerin önemli yerlerinde (Remzi Kitapevleri, D&R Mağazaları, İnkılap Kitapevleri, Net Kitapevleri, Megavizyon, N&T vb.) modern kitapevleri açılarak zincir mağazalara dönüşmeleri, büyük marketlerin içinde kitap reyonları veya standlarının açılması, yayıncılık sektörünün son 10 yılda dinamik ve gelişme göstermesine katkıda bulunan önemli olaylardır.

#### 4.4. Basım Yayım Sektörünün Pazar Dağılımı

Basım Yayım Sektörü iç pazarı büyüklükleri ve nitelikleri itibarı ile beş büyük alt pazardan oluşmaktadır.

- 1 – Yayım, gazete kitap, dergi vb. yayım işleri
- 2 – Basım, gazete, kitap, dergi vb. basım işleri
- 3 – Ambalaj baskıları
- 4 – Diğer basılı ve baskılı ürünler
- 5 – Reklam ve yaratıcı sektör ürünleri

Basım yayım sektöründe en büyük payı yayım pazarı almaktadır. Yayım pazarının payı 2009 yılında payı %49 büyüklüğü ise 1.67 milyar dolar iken, bu veriler 2010 yılında sırasıyla %49.6 ve 1.84 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İkinci sırada %30 payı ve 1.11 milyar dolar büyüklüğü ile basım pazarı almaktadır.

## Basım Yayım Sanayi Pazar Dağılımı ve Büyüklükleri

Alt pazarlar	Yüzde Payı	Pazar Büyüklüğü ( Milyon Dolar)		
		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
<b>Toplam</b>	<b>100.0%</b>	<b>3,030.0</b>	<b>3,341.7</b>	<b>3,696.4</b>

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.

## 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. Basım pazarının Türk basım yayım sanayi içindeki pazar payı 2008 yılında %33 ve pazar büyüklüğü 1.58 milyar dolardır. 2009 yılında pay yine %33 iken pazar büyüklüğü 1.3 milyar dolar olmuştur. Türk basım yayım sanayinde kağıt tüketimi, basım pazarının büyüklüğü için önemli bir göstergedir. Türkiye’de 2008 yılında 4.26 milyon ton, 2009 yılında ise 4.32 milyon ton kağıt tüketimi gerçekleştirilmiştir.

## 3 – Ambalaj Baskı Pazarı

Basım yayım sektöründe üçüncü büyük alt pazarı ambalaj baskı pazarı oluşturmaktadır. Basım sanayisi ile ambalaj sanayisi içice geçmiş durumdadır. Nihai üreticiler büyük ölçüde baskılı ambalaj malzemesi kullandıkları için basım firmaları baskılı ambalaj malzemesi üretiminde de bulunmaktadır. Bu nedenle ambalaj baskı pazarı içinde hem ambalaj baskı işleri, hem de baskılı ambalaj malzemesi üretimi yer almaktadır.

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. Türkiye'deki ambalaj ürünleri üretimi, iç talebin tamamına yakınına karşılık gelmektedir ve ithalat sınırlı ölçüde yapılmaktadır. Bu nedenle ambalaj ürünleri üretimi büyüklükleri ambalaj baskı pazarına konu olacak ürünlerin tamamını yansıtmaktadır.

#### 4 – Diğer Basılı ve Baskılı Ürünler

Diğer basılı ve baskılı ürünler alt pazarı, basım yayım sanayisi toplam pazarı içinde %7 pay almaktadır. 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.

#### 5 – 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.

	2006	2007	2008	2009
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
<b>TOPLAM</b>	<b>2,534</b>	<b>3,310</b>	<b>3,190</b>	<b>2,365</b>

Kaynak: Reklamcılar Derneği ve Reklamverenler Derneği

#### Basılı Malzeme Üretimi

Basım sanayinde üretim 3 temel aşamada gerçekleştirilir.

- I. Basım öncesi üretim aşamaları
- II. Baskı aşaması
- III. Basım sonrası üretim aşaması

##### I. Basım öncesi üretim aşamaları

Basılı malzemelerin üretiminde daha çok "içeriğin" belli bir biçime kavuşturulması (formatlanması), belirli ilkeler ve teknikler çerçevesinde yapılandırılması olarak adlandırılabilen bu aşama, kendi içerisinde aşağıdaki alt üretim aşamalarına ayrılmaktadır.

1. Dizgi
2. Sayfa düzenleme
3. Renk ayrımı
4. Film çıkış
5. Montaj
6. Kalıp

##### II. Baskı aşaması

Baskı çok yalın bir ifadeyle belirli bir resmin, şeklin ya da bunların tümünü kapsayan bir bütünün kağıt, karton, plastik, kumaş vb malzemeler üzerine kopyalanması işlemidir. Kopyalama işlemindeki temel bileşenleri sayfa düzenini oluşturan orijinal yani master, kalıp, boya ve üzerine baskının yapılacağı malzemeler oluşturmaktadır.

Günümüze gelinceye değin geliştirilmiş olan basılı malzeme üretim yöntemlerini (ya da baskı türlerini) aşağıdaki başlıklar altında toplayabiliriz:

#### A. Rölief Baskı

1. Taş Baskı (Litografi)
2. Tipo Baskı
- 2.1 Platen Baskı
- 2.2 Düz yataklı baskı (kazanlı)
- 2.3 Rotatif Baskı
3. Flekso Baskı (Fleksografi)

#### B. Tıfdruk Baskı (gravür Baskı)

#### C. Ofset Baskı (planografik)

1. Tabaka (düz) Ofset Baskı
- 1.1 Yaş Ofset Baskı
- 1.2 Kuru Ofset Baskı
2. WEB (bobin) Ofset Baskı
- 2.1 Cold-set Web Ofset
- 2.2 Heat-Set Web Ofset

#### D. Serigraf (stensil) Baskı

#### E. Digital Baskı

#### III. Basım sonrası üretim aşaması

Baskı işlemi biten kağıtlar tabaka halinde ya da baskı kağıdı bobin halinde işleyen web ofset baskı makinelerinde yapılmış ise katlama işlemi bitmiş formalar halinde, son şeklini almak için geçmeleri gereken final aşaması kağıt işleme çalışmalarıdır. Bu aşamada aşağıdaki başlıklar yer almaktadır:

- a) Kağıt ve /veya kartonun kesimi
- b) Kağıdın katlanması ya da kırımı
- c) Harmanlama işlemleri
- d) Formaların birbirine tutturulması işlemleri
- e) Cilt işleri

#### 4.5. Basım Yayım Sanayinin Üretim Kapasitesi

Basım sektöründe standart, önceden planlanan, stoklanan ve talep olduğu zaman piyasaya arz edilen üretim yapılarından farklı olarak, sipariş esasına göre çalışma prensibi geçerlidir. Sektördeki sipariş esaslı üretimin geçerliliği, başta üretim planlaması olmak üzere stoklama, şartlandırılmış ortamlardan oluşan malzeme ve bitmiş ürün stokları, dağıtım araçları ve benzeri ara üretim alanlarında olduğu gibi, destek hizmetlerde de daha farklı bir yönetim anlayışını gerektirmektedir. Sipariş üzerine üretim yapma, girdi maliyetlerini artırıcı etki yapmaktadır. Diğer taraftan, basım sanayinin malzeme yoğun üretim alanı olması, kullanılan malzemelerin yüksek kalite ve standartları içermesi, doğada çok zengin olarak bulunmamaları nedeniyle yüksek maliyetlidir. Bu nedenle üretim aşamasında fire oranlarının düşürülmesi son derece önemli olup, potansiyel tasarruf alanı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Basım Yayım Sanayisi'nin üretim kapasitesine ilişkin mevcut en güncel kaynak Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin sanayi veri tabanı ile sunulan kapasite bilgileridir. 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, m<sup>2</sup>, kg, m ve ton olarak ayrı ayrı belirtilmektedir.

## Basım Yayım Sanayi Ana Kollara Göre Üretim Kapasitesi

Üretim Kodu	Üretim Kolu	Üretici Sayısı	Üretim Kapasitesi			
			Milyon Adet	Milyon m <sup>2</sup>	Milyon 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 EL A FIŞLARI, 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, FORMULER BASKI, BİLET	117.0		511.0		980.0
34210107.00	REPREDÜKSİYON BASKILAR, KARTPOSTAL, DAVETİYE, OFSET BASKI, ETİKET, SPOR TOTO, 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
<b>TOPLAM</b>		<b>2117.0</b>	<b>6420.0</b>	<b>33806.0</b>	<b>57.0</b>	<b>27470.0</b>

Kaynak: TOBB Sanayi Veri tabanı

## 4.6. Basım Yayım Sanayinin Üretim Büyüklüğü

Türkiye'de sanayi kollarının üretim büyüklüklerinin değersel verilerine ilişkin olarak resmi veri açıklanmamaktadır. Bununla birlikte Basım Yayım Sanayisi'nde sanayi üretimindeki gelişmeleri TÜİK aylık ve yıllık bazda hesaplamakta ve açıklamaktadır. TÜİK sanayi üretimi ile ilgili hesaplamalarda baz yılı olarak 2005 yılını kullanmaktadır. Basım yayım sanayisi üretiminde aylık değişimler gelişmeleri daha ayrıntılı göstermektedir. 2008 yılı Eylül ayında başlayan ekonomik krizin etkisi ile birlikte basım yayım sanayinde üretim de 2008 Ekim ayından itibaren gerilemeye başlamıştır. Üretimdeki bu gerileme 2009 yılı Temmuz ayına kadar sürmüş, Ağustos ayından itibaren de tekrar artmaya başlamıştır.

## Basım Yayım Sanayi Aylık Üretim Endeksi 2005=100

	2006	2007	2008	2009	2010
Ocak	83.00	106.48	116.31	109.54	102.35
Şubat	91.35	98.58	108.68	106.26	104.43
Mart	105.80	122.03	132.10	126.83	124.66
Nisan	103.17	109.31	123.61	117.65	118.47
Mayıs	108.62	115.98	129.35	124.72	146.93
Haziran	106.03	112.71	119.10	125.17	125.87
Temmuz	100.18	116.85	121.27	131.42	128.11
Ağustos	119.22	131.56	112.10	128.82	138.97
Eylül	120.12	125.25	135.89	144.32	115.77
Ekim	109.32	129.13	125.42	134.03	132.78
Kasım	114.24	125.76	124.63	120.06	126.64
Aralık	128.04	132.50	123.70	152.54	159.34

Kaynak: TÜİK Sanayi Üretim Endeksi

Üretim büyüklüklerine ilişkin kısıtlı veri imkanına rağmen, yapılan bir özel çalışmada\* basım yayım sanayisinin (22 sanayi kodu) üretim büyüklüğü aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Üretim Büyüklüğü (milyon dolar)	
2000	1,221.8
2001	720.9
2002	759.7
2003	1,236.4
2004	2,141.5
2005	2,296.1
2006	2,166.5
2007	2,622.0
2008	2,861.0

\*Türkiye'nin Üretim ve Dış Ticaret Yapısında Dönüşüm, Küresel Yönelimler ve Yansımalar, Zafer Yükseler ve Ercan Türkkan

Yandaki tablodan da görülebileceği üzere basım yayım sanayisinin üretim büyüklüğü 2000 yılında 1.22 milyar dolar iken, 2008 yılında 2.86 milyar dolar olmuştur. Basım yayım sanayisinin bu üretim büyüklüğü, basım sanayisinin imalat sanayi içinde aldığı pay itibarıyla de uyumludur. TÜİK verilerine göre basım yayım sanayisinin katma değer büyüklüğü itibarı ile toplam imalat sanayisi içindeki payı %1.73'dür.

#### 4.7. Basım Yayım Sanayisi Makine Yatırımları

Basım yayım sanayi giderek daha ileri teknolojiler kullanmakta ve bu amaçla makine parkını iyileştirmekte ve geliştirmektedir. Geleneksel makine teknolojileri yerini önemli ölçüde ofset makinelerle bıraktıktan sonra son yıllarda digital makine yatırımları da hızla genişlemeye başlamıştır. Basım yayım sektörü üretim teknolojilerinde ve makine kullanımında daha çok dışa bağımlıdır. Makine parkının önemli bir bölümü ithalat ile karşılanmaktadır. Çok sınırlı olmakla birlikte bazı yardımcı makineler ülkemizde imal edilmektedir.

#### Basım Yayım Sanayi Makine İthalatı (milyon Dolar)

Üretim Kodu	Üretim Kodu	2005	2006	2007	2008	2009
726	Matbaa ve ciltleme makine parçaları	331.6	375.4	375.1	315.3	155.5
7263	Yardımcı ve sarf malzemeler	13.3	16.7	31.9	28.5	34
7265	Ofset makineler	143.5	156.1	163.2	132	59.5
7266	Diğer makineler ve yardımcı makineler	115.1	105.6	99.6	83.5	36.2
7268	Ciltleme makineleri	28.2	60.7	54.3	49.5	9.7
7269	Makine Parçaları	31.6	36.2	26.1	21.6	16.1

Kaynak: BM Uluslararası Ticaret İstatistikleri

Basım yayım sektörünün mürekkep ithalatı aşağıda toplam, siyah ve renkli mürekkep ayrımları ile yer almaktadır. Buna göre 2001 yılında 3.959 ton ve 20.4 milyon dolar olan mürekkep ithalatı 2009 yılında 9.140 ton ile 77.2 milyon dolara çıkmıştır.

#### Basım Yayım Sanayi Mürekkep İthalatı (milyon Dolar)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Siyah Mürekkep Toplam</b>					
Milyon Dolar	6.6	7.5	9.9	10.1	10.3
Siyah Mürek.Toplam Ton	1,453	1,469	1,916	1,601	1,549
<b>Renkli Mürekkep Toplam</b>					
Milyon Dolar	49.9	51.5	71.8	68.0	66.9
Renkli Mürek.Toplam Ton	7,249	7,117	8,295	7,504	7,591
<b>Mürekkep Toplam</b>					
Milyon Dolar	56.5	58.4	80.0	78.1	77.2
Mürekkep Toplam ton	8,703	8,453	9,458	9,105	9,140

Kaynak: BM Uluslararası Ticaret İstatistikleri

## 4.8. Basım Yayım Sanayisi Dış Ticareti

Basım Yayım Sanayi Ürünleri  
Dış Ticareti (milyon Dolar)

	İhracat	İthalat
2000	18.3	76.9
2001	21.1	72.7
2002	20.6	81.7
2003	30.9	92.9
2004	37.2	119.1
2005	49.3	137.7
2006	54.0	131.6
2007	74.8	153.5
2008	82.2	169.6
2009	84.7	127.8

Kaynak: Dış Ticaret Müsteşarlığı

Basım sanayinde ihtisaslaşmış, makine parkını yenilemiş bazı matbaalar ihracat yapabilmektedirler. Ancak sektörün toplam ihracatı düşük seviyelerdedir. Bası yayım sanayi ürünleri ihracatı 2000 yılından sonra artarak 2008 yılında 82.2 milyon dolara çıkmıştır. 2009 yılında ise yaşanan ekonomik krize rağmen ihracat artış sağlamış ve 84.7 milyon dolar olmuştur. İhracatta en büyük iki kalemi kitaplar, broşürler vb matbuat ile resim ve fotoğraflar dahil diğer yayınlar oluşturmaktadır.

Basım yayım ürünleri ithalatı da son yıllarda hızlı genişleyerek 2008 yılında 169,6 milyon dolara yükselmiştir. 2009 yılında ise ithalat yaklaşık %25 oranında daralarak 127,8 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İthalatta en büyük iki kalemi kitaplar, broşürler vb matbuat ile matbu diğer yayınlar oluşturmaktadır.

## 4.9. Basım Yayım Sektörü Yurtiçi Firmaların Ciro ve Pazar Büyüklüğü

Türkiye İstatistik Kurumu basım yayım sektörü ciro büyüklükleri verilerini reklam gelirlerini de dahil ederek yayınlamaktadır. Aşağıdaki tabloda TÜİK'in ciro verilerinden, Reklam Verenler Derneği tarafından yayınlanan gazete ve dergiler için alınan reklam gelirleri çıkartılarak elde edilen reklam geliri hariç ciro büyüklükleri yer almaktadır.

Basım yayım sanayinde reklam gelirleri çıktıktan sonra ciro büyüklüğü 2004 yılında 4.25 milyar TL olarak gerçekleşmiş, izleyen yıllarda genişleyerek 2009 yılında 6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Dolar cinsinden ifade edilirse, 2009 yılında sektörün ciro büyüklüğü 3.9 milyar dolara gerilemiştir.

## Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon TL)

Yıllar	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü	Reklam Gelirleri	Basım Yayım Sanayi Reklam Geliri Hariç Ciro Büyüklüğü
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
2009	6,815	818	5,997

## Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon Dolar)

Yıllar	Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü	Reklam Gelirleri	Basım Yayım Sanayi Reklam Geliri Hariç Ciro Büyüklüğü
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
2009	4,425	531	3,894

Kaynak: TÜİK Yıllık Sanayi Hizmet İstatistikleri, Türkiye Reklamverenler Derneği

Basım yayım sektöründe pazar büyüklüğü yurtiçi firmaların reklam geliri hariç ciro büyüklükleri ise sektörün ihracat ve ithalat verileri kullanılarak hesaplanmaktadır. Buna göre 2004 yılında 3 milyar dolar olan Pazar büyüklüğü 2009 yılında 3.94 milyar dolar olarak kadar yükselmiştir.

#### Basım Yayım Sanayi Ciro Büyüklüğü (milyon Dolar)

Yıllar	Yurtiçi Firmaların Cirosu	Ihracat (-)	İthalat (+)	Pazar Büyüklüğü
2004	2,972	37	119	3,054
2005	3,900	49	138	3,989
2006	3,699	54	132	3,777
2007	3,959	75	154	4,078
2008	4,697	82	170	4,785
2009	3,894	85	128	3,937

Kaynak TÜİK Yıllık Sanayi Hizmet İstatistikleri

#### 4.10. Türkiye'de Korsan Yayınların Yayıncılık Sektöründeki Yeri

Türkiye ISBN ajansının verilerine göre, 2000 yılından bu yana, Türkiye'de yayınlanan eser sayısında ciddi bir artış meydana gelmiştir. Bu verilere göre, 2000 yılında 9.100 matbu eserin basıldığı Türkiye'nin yerini, 2004 yılında 19.853 matbu eserin basıldığı bir Türkiye almıştır. Yayın sayısı anlamında, % 100'den fazla büyüyen sektörün geldiği noktada ise karşı karşıya bulunduğu en ciddi sorunlardan birisi korsan yayın sorunudur.

EDİSAM'ın sitesinde yayımlanan raporda yer alan rakamlar şöyledir: Yayın sektörünün toplam büyüklüğü 450 - 500 milyon TL.; korsan kitapların payı 180 - 200 milyon TL. Kültür yayınlarında pazarın toplam büyüklüğü yaklaşık 100 milyon TL.; korsan kitapların payı yaklaşık 40 milyon TL. İthal kitap pazarının büyüklüğü yaklaşık 40 milyon TL.; korsan kitapların payı yaklaşık 20 milyon TL. Ders kitaplarında pazar büyüklüğü yaklaşık 200 milyon TL.; korsan kitapların payı yaklaşık 60 milyon TL. Üniversite ders kitapları pazarının büyüklüğü yaklaşık 100 milyon TL.; korsan kitapların payı yaklaşık 60 milyon TL.

#### 4.11. 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, Avrupa Birliği (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 kağıt-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. Türkiye'deki kağıt-karton tüketim miktarı 2008 yılı için 4.3 milyon ton olup, bu miktar 2007 yılındaki tüketim miktarımız olan 4.6 milyon tona göre %6 azalmıştır. 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 ihracatçıları 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 kalemlerdir. 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. Türk kağıt karton sanayi ihracatının 2007-2008 döneminde en fazla ihracı gerçekleşen kalemler temizlik kağıtları, karton kutular, oluklu mukavva ve karton ile defterler olmuştur. Kağıt üretiminde maliyetlerin artışı ve kağıt kalitesinin düşük olması, kağıt ihracatını olumsuz yönde etkileyen etmenlerdendir. Kağıt ve kağıt ürünlerinde az hacimli ancak katma değeri yüksek mamüllerin ihracatı mümkün olmaktadır. Bitmiş ya da bobin halde yazı tabı kağıdı, karton ve gazete kağıdı ihracı, yüksek karlılık sağlamaktadır. Buna karşın oluklu mukavva ve nihai temizlik kağıdı ürünlerinde hacmin genişliğinden dolayı navlun tutarı yüksek olduğundan, ihracat uzun mesafe için elverişli olmamaktadır.

#### 4.12. Basım Yayım Sektörü İle İlgili Beklentiler

Son 15 yıldır dijital baskı makineleri ithalatındaki artış ve bu artışın getirdiği arz fazlası sektörün kronik sorununu teşkil etmektedir. Gelişen teknolojiyle birlikte, her türlü işlemin internet üzerinden yapılmaya başlanması ve elektronik ortama taşınması pazar payındaki daralmanın ve ofset baskı sektörünün kan kaybının en önemli sorunudur. Ofset baskının yerini giderek dijital baskıya bıraktığı görülmekte, 2012 yılına kadar basım sanayide dijital baskının Pazar payının %25'lere ulaşacağı beklenilmektedir.

Yeni dönemde kendini geliştirmeyen ve teknolojik koşullara uyum sağlayamayan bütün matbaaların kapanma tehlikesi ile karşı karşıya olduğu bu ortamda, firmaların teknolojiye ayak uydurmaları, üretilen ürünlerde farklılık yaratmaları ve ihracata yönelmeleri gerekmektedir. Sektörde firmaların %90' ı reklamcı ve yayıncı aracılığıyla firmalara fason üretim yapmakta olup, fason üretimin sürdürülemeyeceği ortadadır.

Tüm bu olumsuz gelişmelerden çıkışın yolu ihracattan geçmektedir. Daha fazla pazara ulaşmak, başta komşu ülkeler olmak üzere daha fazla tüketiciye ulaşmak sektörün önümüzdeki yıllarda üzerinde önemle duracağı husus olacaktır. Çünkü belirli bir doyumluğa ulaşan yurtiçi pazarında, artan firma sayısının, ekonomik kriz ve daralan talebin etkisiyle pazar payları iyice daralmakta, ciro hacmi ve kar marjları düşmektedir. Sektörde yeni bir alan yaratmak, yeni ve farklı ihtiyaçlara cevap verebilecek ürün ve hizmetler geliştirmek üzerinde odaklanan sektörün karşılaştığı en büyük zorluk ise fiyat rekabetidir. Özellikle Çin başta olmak üzere, Asya ülkelerinin ekonominin her alanında varlıklarını gittikçe hissettirdiği bu süreçte, ucuz hammadde ve ucuz işçiliğin bu ülkelere sağladığı fiyat avantajı sektörün karşılaştığı önemli bir çıkmazı ortaya koymaktadır.

Ortadoğu ve Kuzey Afrika, Türk üreticiler ya da önemli markalarının temsilciliğini üstlenen firmalar için son derece stratejik bir pazar konumundadır. 2011 yılı itibarıyla Türkiye'nin gerek iş gerekse de tarihsel bağları olan Ortadoğu ülkelerinde, yönetim yapılarına karşı oluşan toplumsal baskılar neticesinde değişim yaşanmakta olup, bu bölgede yeni kurulacak yapılar sektörleri yakından ilgilendirmektedir. Yeni dönemde hem mevcut pazar paylarını korumak, hem de yeni oluşacak konjonktürde daha fazla pay almak önem arz etmektedir. Petrol bölgelerinde yaşanan sıkıntılar enerji arzı konusunda uzun vadede sorunlar yaşanmasına, paralel olarak da üretim maliyetlerinde artışa neden olabilir. Rekabette önemli bir koz olan maliyetler konusunda planlı çalışmalar yapılarak bunu avantaj olarak kullanmak gerekmektedir. Baskı dünyasının gelişme beklediği bu pazarda varolmak için kaliteliyi en uygun fiyata sunmak yanında yeni dönemde ortaya çıkacak iş fırsatları da doğru saptanmalıdır.

Matbaa sektörü 2009 yılının son çeyreğinde yaşanan global krizin etkileri ile birlikte gerilemiş olup, bu süreçte çok sayıda matbaa kepenk kapatmıştır. 2009 yılı öncesinde 9500 civarında olduğu bilinen matbaa sayısının 2009 sonrasında 6-7 bin adet seviyelerine gerilediği tahmin edilmektedir. Global krizinin yanı sıra son yıllarda artan büyük ölçekli ve organize matbaacılık faaliyetleri ve sektörde yaşanan yoğun rekabet, küçük ölçekli firmaların ayakta kalmasını zorlaştırmaktadır. Bunun yanı sıra baskı maliyetlerini azaltmak isteyen büyük-kurumsal firmaların kendi işyeri-ofislerinde baskı sistemlerini kurmaya başlamasının da sektörü önemli ölçüde etkilediği düşünülmektedir.

Türkiye'deki Matbaa sektörünün bir diğer çıkmazı da "merdivenaltı" diye tabir edilen, kayıtdışı işletmelerin çokluğudur. Son yıllarda artış gösteren, seyyar çalışan ve "çantacı" diye tabir edilen pazarlamacıların da sektörü olumsuz etkilediği ifade edilmektedir. Vergi mükellefi olmayan bu tür firmalar ve kişilerin, vergi mükellefi matbaacıların rekabet etme gücünü olumsuz etkilediği belirtilmektedir. Dünyada gözlenen küreselleşme eğilimine rağmen bu sektörde küçük işletmecilik ağırlığını korumaktadır. Basım İşletmeciliğinin

bu temel yapısı rekabet yapısını etkilediği gibi üretimin kalitesini, verimliliği, hammadde firesini ve işçilik kayıplarını da etkilemektedir.

Tüm bunların yanı sıra sektörün en önemli sorunlarından biri de, ülke çapında örgütlenmiş bir meslek birliğinin bulunmamasıydı. 1970'li yıllarda "Türk Basım Birliği" kurulmuşsa da önemli bir örgütlenme sağlanamamıştır. 2010 yılında kurulan "Türkiye Matbaacılar Federasyonu"nun bu eksikliği gidereceği düşünülmektedir.

Son 15 yıldır dijital baskı makineleri ithalatındaki artış ve bu artışın getirdiği arz fazlası sektörün kronik sorununu teşkil etmektedir. Gelişen teknolojiyle birlikte, her türlü işlemin internet üzerinden yapılmaya başlanması ve elektronik ortama taşınması pazar payındaki daralmanın ve ofset baskı sektörünün kan kaybının en önemli sorunudur. Ofset baskının yerini giderek dijital baskıya bıraktığı görülmekte, 2012 yılına kadar basım sanayide dijital baskının Pazar payının %25'lere ulaşacağı beklenilmektedir.

Yeni dönemde kendini geliştirmeyen ve teknolojik koşullara uyum sağlayamayan bütün matbaaların kapanma tehlikesi ile karşı karşıyadır. Sektörde firmaların %90'ı reklamcı ve yayıncı aracılığıyla firmalara fason üretim yapmakta olup, fason üretimin sürdürülemez olduğu ortadadır.

Tüm bu olumsuz gelişmelerden çıkışın yolu ihracattan geçmektedir. Daha fazla pazara ulaşmak, başta komşu ülkeler olmak üzere daha fazla tüketiciye ulaşmak sektörün önümüzdeki yıllarda üzerinde önemle duracağı husus olacaktır. Çünkü belirli bir doygunluğa ulaşan yurtiçi pazarında, artan firma sayısının, ekonomik kriz ve daralan talebin etkisiyle pazar payları iyice daralmakta, ciro hacmi ve kar marjları düşmektedir. Sektörde yeni bir alan yaratmak, yeni ve farklı ihtiyaçlara cevap verebilecek ürün ve hizmetler geliştirmek üzerinde odaklanan sektörün karşılaştığı en büyük zorluk ise fiyat rekabetidir. Özellikle Çin başta olmak üzere, Asya ülkelerinin ekonominin her alanında varlıklarını gittikçe hissettirdiği bu süreçte, ucuz hammadde ve ucuz işçiliğin bu ülkelere sağladığı fiyat avantajı sektörün karşılaştığı önemli bir çıkmazı ortaya koymaktadır.

Ortadoğu ve Kuzey Afrika, Türk üreticiler ya da önemli markalarının temsilciliğini üstlenen firmalar için son derece stratejik bir pazar konumundadır. 2011 yılı itibarıyla Türkiye'nin gerek iş gerekse de tarihsel bağları olan Ortadoğu ülkelerinde, yönetim yapılarına karşı oluşan toplumsal baskılar neticesinde değişim yaşanmakta olup, bu bölgede yeni kurulacak yapılar sektörleri yakından ilgilendirmektedir. Yeni dönemde hem mevcut pazar paylarını korumak, hem de yeni oluşacak konjonktürde daha fazla pay almak önem arz etmektedir. Petrol bölgelerinde yaşanan sıkıntılar enerji arzı konusunda uzun vadede sorunlar yaşanmasına, paralel olarak da üretim maliyetlerinde artışa neden olabilir. Rekabette önemli bir koz olan maliyetler konusunda planlı çalışmalar yapılarak bunu avantaj olarak kullanmak gerekmektedir. Baskı dünyasının gelişme beklediği bu pazarda varolmak için kaliteliyi en uygun fiyata sunmak yanında yeni dönemde ortaya çıkacak iş fırsatları da doğru saptanmalıdır.

#### 4.13. Sektörün S.W.O.T. Analizi

##### Güçlü Yönler

- ♣ Baskı sektörü teknolojisi dünyada önemli bir noktaya sahip durumda ve Türkiye'deki baskı sektörü ve matbaacılık da dünyadaki bu gelişmelerin takipçisi durumundadır.
- ♣ Türk matbaa ve basım sektörü; gerek teknolojik yatırımı, gerek kalifiye insan kaynağı, gerekse sektörde yenilikçilerin öncüsü olmasıyla, dünya standartlarında çalışmaktadır.
- ♣ Basım sektörü 2008'de 2 milyar 861 milyon dolarlık bir iş hacmine ulaşmıştır. 2009 yılında ise ithalatın 210 milyon dolar seviyelerinde olduğu bilinmektedir.
- ♣ Matbaa sektörün en önemli sorunlarından biri, ülke çapında örgütlenmiş bir meslek birliğinin bulunmamasıydı. 1970'li yıllarda "Türk Basım Birliği," kurulmuşsa da önemli bir örgütlenme sağlanamamıştır. 2010 yılında kurulan "Türkiye Matbaacılar Federasyonu"nun bu eksikliği gidereceği düşünülmektedir.

##### Zayıf Yönler

- ♣ Ülkemizdeki matbaacılığın temel karakteristiklerinden biri, küçük ölçekli işletmeciliğin çoğunlukta olmasıdır. Dünyada gözlenen küreselleşme eğilimine rağmen bu sektörde küçük işletmecilik ağırlığını korumaktadır. Basım işletmeciliğinin bu temel yapısı rekabet yapısını etkilediği gibi üretimin kalitesini, verimliliği, hammadde firesini ve işçilik kayıplarını da etkilemektedir.

- ♣ Ülkemizde gerek özel sektör matbaalarında gerekse karton ambalaj üreticilerinde toplam talebi aşan bir kapasitenin varlığı bilinmektedir.
- ♣ Batı ülkelerinde ihtisaslaşmış kombine basımevleri yaygın olduğu halde, ülkemizde basımevleri sipariş üzerine çalışan karma bir talebe hitap etmektedir.
- ♣ Sektör, hammadde (kağıt ve mürekkep) açısından ithalata bağımlı olup, kurlar maliyetler üzerinde baskı yaratmaktadır.
- ♣ Matbaa sektörü 2009 yılının son çeyreğinde yaşanan global krizin etkileri ile birlikte gerilemiş olup, bu süreçte çok sayıda matbaa kepenk kapatmıştır. 2009 yılı öncesinde 9500 civarında olduğu bilinen matbaa sayısının 2009 sonrasında 6-7 bin adet seviyelerine gerilediği tahmin edilmektedir.
- ♣ Türkiye'deki Matbaa sektörünün bir diğer çikmazı da "merdivenaltı" diye tabir edilen, kayıtdışı işletmelerin çokluğuudur. Son yıllarda artış gösteren, seyyar çalışan ve "çantacı" diye tabir edilen pazarlamacıların da sektörü olumsuz etkilediği ifade edilmektedir. Vergi mükellefi olmayan bu tür firmalar ve kişilerin, vergi mükellefi matbaacıların rekabet etme gücünü olumsuz etkilediği belirtilmektedir.

#### Fırsatlar

- ♣ Teknolojik gelişmeler ile dijital baskı teknolojilerin kullanımında daha seri üretim yapılabilir hale gelmesi kalite ve verimliliği artırmaktadır.
- ♣ Son yıllarda bina-altyapı, makine parkı, üretim verimliliği, ekonomik ölçek ve kalite alanlarında önemli ilerlemeler sağlanan sektörde rekabet gücü artmaya başlamıştır.
- ♣ Orta-büyük ölçekli kurumsallaşma içinde üretim teknolojisi ve ürün kalitesi açısından gelişmiş standartlarda entegre tesislerin sayısının ve kapasitesinin artarken, eski teknoloji ve küçük ölçekli işletmelerin sektörden çekilmeye başlaması rekabet avantajı yaratmaktadır.
- ♣ Ekonomik krizin etkileri ve artan rekabet karşısında katma değerli hizmetler sunan dijital baskı teknolojileri daha önemli hale gelmiştir.
- ♣ Sektörde rakipler ile farklılaşma, niş ve yeni pazar arayışları, multimedya hizmetlerinin sunumu gibi rekabetçi girişimlerin ön plana çıkması
- ♣ Dijital teknolojide geniş materyallere baskı basımında yeni ebat baskı işleri genişlemekte böylece iş çeşitlenmesine gidilmektedir.

#### Tehditler

- ♣ Üretim maliyetlerini oluşturan işçilik, sosyal güvenlik primleri, dolaylı vergiler ve enerji fiyatları yüksek kalmaya devam etmektedir.
- ♣ Genişleyen dijital teknoloji ve bilgisayar-web uyumlu matbaa işleri nedeni ile işgücü niteliği ve ihtiyacı değişmeye devam etmektedir.
- ♣ Korsan yayıncılığın engellenememiş olması
- ♣ Yayınların fiyatlarının yüksek olması
- ♣ Yayıncılık sektörüne bir takım muafiyetlerin getirilmemesi nedeniyle yeni yatırımların yapılmaması
- ♣ Dağıtım sorunlarının aşılammış olması
- ♣ Okuma alışkanlığının eksikliği

## 5. ŞİRKET DEĞERLEMESİ

Teoride ve uygulamada çok fazla değerlendirme yaklaşımı mevcut olmakla birlikte öncelikli olarak genel kabul görmüş yaklaşımlar aşağıdaki gibidir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi
- Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi

Bunlara ek olarak birçok değerlendirme yaklaşımı bulunmasına karşılık, değerlendirme çalışmasında Mataş için en uygun yöntem olarak gördüğümüz "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Benzer Şirket Karşılaştırması" yöntemleri kullanılmıştır.

### 5.1. Değerleme Kavramları

#### 5.1.1. Değerlemenin Yürürlük Tarihi

Bu değerlendirme, 24.06.2011 tarihinden itibaren geçerlidir.

#### 5.1.2. Değer Tanımı

Bu raporda ulaşılan "şirket değeri", değerlemeye konu şirketin toplam özkaynak değeridir. Bu raporda ulaşılan toplam özkaynak değeri, şirket sermayesinde sahip olunan ve mülkiyet haklarının tamamını temsil eden hisselerin toplam değeri olarak anlaşılmalıdır. Özkaynak değeri, finansal borçlar ve özkaynak toplamı olarak ifade edilen toplam yatırımın piyasa değerinden finansal borçların çıkarılması sonucu ulaşılan tutardır.

#### 5.1.3. Hak Sahipleri

Hak sahipleri, değerlemeye konu anonim şirketin Türk Ticaret Kanunu'na uygun olarak tescil edilmiş sermayesinde pay sahibi olan hissedarlardır. Hissedarların usulüne uygun olarak yapacakları hisse devirleri sonrasında şirket üzerindeki mülkiyet hakları da devrolunmuş sayılır.

Değerlemeye konu şirketin hisse devirleri esas sözleşmede belirlenen şartlar dışında, herhangi bir otoritenin izin şartına bağlı değildir.

#### 5.1.4. Değerlemenin Amacı ve Kullanımı

Şirket yönetimi bu değerlendirme raporunu, Şirketin İMKB' de halka açılmasında hisse birim değerinin takdir edilmesi amacıyla talep etmektedir.

#### 5.1.5. Etkin Değerleme Tarihi

Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden tahmini değer bir başka zamanda doğru ve uygun olmayabilir. Bu raporda sunulan değer, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin değerlendirme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtmaktadır. Etkin değerlendirme tarihi 23 Haziran 2011'dir.

Rapora konu şirketin değerlemesi arz ve talep ilkesine uygun pazar değeri esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlendirilen yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, şirketin el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir.

Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır.

**a. İstekli alıcı, istekli satıcı**

Pazar değeri esası, istekli (motive olmuş ancak zorunlu olmayan) alıcı ve satıcının satın alma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan Şirket'in değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değerini kabul etmektedir.

**b. İşletmenin Sürekliliği**

İşletme (şirket), normal olarak, faaliyetlerini sürdüren, yani yakın gelecekte faaliyetlerine devam edecek olan bir tüzel kişilik olarak görülmektedir. İşletmenin tasfiye olma, ya da faaliyetlerinin kapsamını maddi olarak azaltma niyeti veya gereği içerisinde olmadığı varsayılmaktadır.

**c. Değer kavramı**

Bu değerlendirme raporu, alıcıların Şirket'e yapabilecekleri yatırımın olası değerini göstermektedir. Değer kavramı, satışa konu şirketin alıcıları ve satıcıları tarafından makul ölçüler çerçevesinde sonuçlandırılabilir en olası fiyat anlamına gelmektedir. Bu anlamda değer, alıcı ve satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal (takdiri) fiyatı temsil etmektedir. Şirket'in kesin değeri, herhangi bir satış işlemiyle anlaşmaya varılan gerçekleşmiş fiyat olacaktır.

Bu raporda bulunan değer, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın bulunan değerdir.

**5.1.6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri**

Raporun bir sonraki bölümünde Mataş'ın firma özkaynak değerinin tespiti çalışmaları sunulmaktadır.

Pazar değerini tahmin etmek amacıyla en sık kullanılan yaklaşımlar arasında, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı, varlık esaslı (maliyet) yaklaşım ve emsal karşılaştırma yaklaşımı yer almaktadır. Yaptığımız değerlendirme sonucu, Mataş'ın değerlendirme çalışmasında, ülkemizde yapılan değerlemelerde yaygın olarak kullanılan iki yöntemin kullanılmasını uygun buluyoruz.

- a. Gelir indirgeme yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi,
- b. Emsal karşılaştırma yaklaşımı: İMKB oranları ile Emsal Karşılaştırma Yöntemi

Bu Rapor'da, bu iki yaklaşıma göre değerlendirme yapılmıştır. Şirket faaliyetleri ile ilgili beklentiler oluşturulurken Dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisindeki mevcut eğilimler dikkate alınmıştır.

**5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)**

**5.2.1. Tanım**

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır.

Burada vurgulanması gereken nokta, kâr rakamları yerine nakit akımlarının kullanılmasıdır. Kar-zarar tablosunda sürekli kâr açıklayan bir şirket gerçekte değer üretmiyor olabilir. Bu doğrultuda, pozitif nakit akımına sahip olmayan şirketler sermayelerini eritirler. Karlılığın en doğru göstergesi kâr rakamları değil, nakit akımlarıdır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde serbest nakit akımları baz alınabilir. Serbest nakit akımı aşağıdaki gibi hesap edilmektedir.

Serbest Nakit Akımı	=	+	Esas Faaliyet Karı
		+	Amortisman Giderleri
		+	Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
		-/+	Net İşletme Sermayesindeki Artış/Azalış
		-	Yatırım Harcamaları
		-	Nakit Ödenen Vergiler

## 5.2.2. İskonto Oranı

Serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılması gereken iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, kullanılan kaynakların (borç, özkaynak, ...) her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıkları ile çarpılıp, bu değerlerin toplanmasından oluşur.

$$k = \left( \frac{E}{D+E} \right) k_e + \left( \frac{D}{D+E} \right) k_d (1-t)$$

- k : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti  
 k<sub>e</sub> : Özkaynak Maliyeti  
 k<sub>d</sub> : Borç Maliyeti  
 E : Hisse Senetlerinin Toplam Değeri  
 D : Borcun Piyasa Değeri  
 t : Kurumlar Vergisi Oranı

Özkaynak maliyetini hesaplamak için Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılabilir.

$$k_e = r_f + B_e [E(r_m) - r_f]$$

- r<sub>f</sub> : Risksiz Faiz Oranı  
 B<sub>e</sub> : Özkaynak Betası (Sistemik Riskin Ölçüsü)  
 E(r<sub>m</sub>) - r<sub>f</sub> : Pazarın Risk primi (Beklenen Piyasa Getirisinin Risksiz Faiz Oranını Aşan Kısmı)

INA yönteminde, projeksiyonlar genellikle beş ya da on yıl gibi dönemler için hazırlanır. Projeksiyon döneminin sonrası için Gordon Büyüme Modeli kullanılarak bir uç değer bulunur. Uç değer ile birlikte projeksiyon dönemi için hesaplanan nakit akımları bugüne indirgenip toplanarak şirket değerine ulaşılır.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+k)^i} + \frac{Uç Değer}{(1+k)^T}$$

$$Uç Değer = \frac{C_T(1+g)}{k-g}$$

- C<sub>i</sub> : Projeksiyon Döneminin i-inci Yılındaki Serbest Nakit Akımı  
 k : İskonto Oranı (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)  
 C<sub>T</sub> : Projeksiyon Döneminin Son Yılındaki Serbest Nakit Akımı  
 g : Nakit Akımının Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Hızı

Yukarıdaki formülde, nakit akımı olarak operasyonel nakit akımı, iskonto oranı olarak da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanıldığı takdirde, bulunan değer şirket değeridir. Hisse senedi değerine ulaşmak için, önce, şirket değerinden net finansal borçlar (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) rakamı çıkarılarak hisse senetlerinin toplam değerine ulaşılır. Hisse senetlerinin toplam değeri toplam hisse senedi sayısına bölünerek bir hisse senedinin değeri bulunmuş olur. Net Aktif Değer, işletme varlıklarının mevcut piyasa koşullarındaki değerinden işletmenin borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Diğer bir deyişle, bilançoda yer alan kalemlerin günümüzün cari piyasa değerlerine taşınması işlemini ifade etmektedir. Net Aktif Değerlemesinde, öncelikle şirketin aktif kalemleri üzerinde düzeltmeler yapılmakta ve daha sonra düzeltilmiş değerden şirketin borçları düşülmektedir.

## 5.2.3. İNA'ya Göre Şirket Değeri

## Risksiz Faiz Oranı (RFR):

Risksiz faiz oranı olarak, 20 Şubat 2013 vadeli gösterge tahvilin 23.06.2011 tarihindeki %9.23 olan değeri alınmıştır.

**Beta:**

Mataş'ın Beta'sı, ilk halka arz olmasına da bağlı olarak 1.0 şeklinde kullanılmıştır.

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde bir kıymetin sistematik riskini beta ( $\beta$ ) ifade eder. Beta katsayısı belirli bir hisse senedinin ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür.

Beta değeri = 1 olan menkul kıymetlerin orta risk grubunda yer aldığı ve getirilerinin orta düzeyde olduğu;

Beta değeri > 1 olan finansal varlıkların yüksek sistematik riske sahip ve beklenen getirileri yüksek yatırımlar olduğu;

Beta değeri < 1 olan finansal varlıkların düşük sistematik riske sahip ve beklenen getirileri düşük yatırımlar olduğudur.

**Hisse Risk Primi:**

Risk primi, belirli bir riskli varlıkla daha az riskli varlığın beklenen getirileri arasındaki farktır. Bu durum, hisse senedi piyasalarında, hisse senedine ne kadarlık bir risk primi biçildiğini veya risksiz getiri olarak kabul edilen Hazine tahvilleri, eurobond'larının üzerinde ne kadarlık ek getiri talep edildiğini gösterir. Değerleme çalışmamızda risk primini, mevcut piyasa koşulları çerçevesinde %6.9 olarak alınmıştır.

Genel ilke olarak riskten kaçan yatırımcıların egemen olduğu bir piyasada, daha riskli menkul değerler ortalama yatırımcılar tarafından tahmin edilebileceği gibi, daha az riskli menkul değerlere oranla daha yüksek bir beklenen getiriye sahip olurlar. Aksi halde eğer beklenen getirisi risksiz orandan daha düşük ancak riski daha yüksek bir varlık mevcut ise, piyasada yatırımcılar bundan kaçınırlar ve bu varlığı satmaya başlarlar.

$$\text{Risk primi} = E(r_m) - r_f$$

$E(r_m)$  : Pazar portföyünün beklenen getirisi

$r_f$  : Risksiz getiri

**Borçlanma Maliyeti:**

Borçlanma maliyeti, bankalardan talep edilecek kredilere karşılık gelen faiz oranını göstermektedir.

**5.2.4. Varsayımlar ve Kabuller**

- TÜFE ve Büyüme: Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere 2011 – 2015 arasında enflasyonun düşme trendine devam edeceği ve bu dönemde TÜFE'nin %5.0 – 7.0 arasında seyredeceği, Türkiye ekonomisindeki büyümenin ise istikrarlı bir şekilde %5.0 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
TÜFE (%)	10.1	6.5	6.4	7.0	6.5	5.5	5.0	5.0
Büyüme (%)	0.7	-4.8	8.9	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0

- Dolar ve Euro: Gelişmiş ülkelerin ve Avrupa'nın aksine yaşanan global krizden sınırlı ve geçici etkilenen Türkiye'ye yönelik fon akışının ilerleyen yıllarda da devam edeceği varsayımıyla paritelere ilişkin tahminlerimiz aşağıdadır.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
USD/TL (Ort. Alış)	1.2929	1.5471	1.5004	1.5200	1.4500	1.4138	1.3784	1.3439
EUR/TL (Ort. Alış)	1.8958	2.1505	1.9894	2.1280	1.9575	1.8662	1.7919	1.7471
EUR/USD (Ort. Alış)	1.4663	1.3901	1.3259	1.4000	1.3500	1.3200	1.3000	1.3000

- Temettü dağıtım oranı, kurumlar vergisi: Mataş'ın 2012 – 2015 arasında yıllık %50 oranında temettü dağıtacağı, kurumlar vergisinin ise mevcut %20 seviyesinde kalacağı varsayılmıştır.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Temettü Oranı	0%	0%	0%	0%	50%	50%	50%	50%
Kurumlar Vergisi	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Yasal Yedekler	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

- Şirketin iki yıl içinde yapacağı web ofset yatırımı için 2011'de 4 milyon TL, 2012'de 8 milyon TL tutarında yatırım harcamasında bulunacağı öngörülmüştür.
- Yatırımların finansmanının yaklaşık 10 milyon TL civarındaki halka arz geliri ve ilk çeyrekteki 1.6 milyon TL'lik nakit sermaye artırımının olacağına yanı sıra işletme sermayesi için de 2012 yılında bankalardan üç yıl vadeli 3 milyon TL tutarında banka kredisi kullanacağı varsayılmıştır.
- Yapılacak 12 milyon TL tutarındaki yatırım için öngörülen amortisman süresi 10 yıl olarak baz alınmıştır.
- 2011 – 2015 arasındaki alacak tahsil süresinin 80 – 100 gün, borç ödeme süresinin 110 gün, stok tutma süresinin 85 gün olacağı varsayılmıştır.

DEVİR HIZLARI (GÜN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alacak tahsil süresi (gün)	76.0	80.0	85.0	90.0	95.0	100.0
Borç ödeme süresi (gün)	106.1	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
Stok tutma süresi (gün)	82.1	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0

- Yaklaşık halka arz masraflarının 760.500 TL olacağı öngörülmüştür.

Tahmin Edilen Maliyetler	TL
SPK Kurul Kayıt Ücreti	21,000
İMKB Kotasyon Ücreti	6,000
MKK Üyelik Ücreti	8,000
Araçlık Komisyonu	262,500
Halka Arz Danışmanlık Bedeli	380,000
Ticaret Sicil	10,000
Bağımsız Denetim	14,000
Hukukçu Raporu	4,000
Gazete İlanları	50,000
Noter	5,000
<b>Toplam Maliyet</b>	<b>760,500</b>

- Şirketin yıllar itibarıyla birim ürün fiyatını enflasyon tahminlerimiz doğrultusunda artıracığı varsayılmıştır.
- Şirketin 2011 – 2015 yılları arasında %50 temettü oranıyla brüt toplam 5.1 milyon TL temettü ödeyeceği tahmin edilmiştir.

	2008	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Ödenen temettüler (-)	0	0	0	0	-602,133	-878,825	-1,503,954	-1,951,491

- 2012 – 2015 yılları arasında şirketin herhangi bir nakit sermaye artırımını yapmayacağı varsayılmıştır.

	2008	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Sermaye artırım ve emisyon primi (+)	0	240,000	0	12,100,000	0	0	0	0

- Web ofset yatırımının tamamlanması ile şirketin cirosunun 2012 yılında %60 artacağı tahmin edildikten sonra 2013 yılındaki ciro artışının %32, 2014 ve 2015 yıllarında ise %10 olacağı öngörülmektedir.



- Web makinası yatırımının tamamlanması ile şirketin brüt kar marjının 2011 - 2013 arasında %25.5 - %28.5 aralığına çıkacağı öngörülmüştür.
- Faaliyet giderlerinin 2011 – 2015 arasında %100'e yakın seviyede artacağını tahmin etmemize karşılık cironun yüksek seviyesi ve web makinası yatırımı ile ciroda beklenen hızlı büyümenin faaliyet giderlerinin üzerinde artacağı öngörüsü, şirketin faaliyet karı, FAVÖK ve marjlarının rakamlarının artmasına, faaliyet gideri / ciro oranının %10.9'dan kademeli olarak %8.1'e gerilemesini beklememize neden olmuştur.
- Bu kapsamda, yeni yatırımın yaratması beklenen katma değer ile şirketin 2011 – 2015 arasındaki ortalama net kar marjının %14.5 olacağı beklenmektedir.

### İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ						
TL	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Net Satışlar	7,953,892	10,638,331	16,984,733	22,411,804	24,708,014	27,241,868
Satışların Maliyeti (-)	6,102,436	7,929,632	12,554,370	16,027,877	17,443,170	19,017,961
Brüt Kar / Zarar	1,851,456	2,708,699	4,340,363	6,383,927	7,264,844	8,223,727
Brüt Kar Marjı	23.3%	25.5%	25.5%	28.5%	29.4%	30.2%
Faaliyet Kar / Zararı	986,372	1,528,474	2,521,856	4,367,183	5,165,986	6,027,748
Amortisman (+)	483,967	500,000	1,200,000	1,080,000	972,000	874,800
FAVÖK	1,480,339	2,028,474	3,721,856	5,447,183	6,137,986	6,902,548
FAVÖK Marjı	18.2%	19.1%	21.9%	24.3%	24.8%	25.3%
Vergi (-)	58,149	316,912	462,540	791,555	1,027,101	1,281,895
Yatırım Harcamaları (-)	256,401	4,000,000	8,000,000	250,000	250,000	250,000
Net İşletme Sermayesi	155,311	478,784	1,682,307	2,746,855	3,393,445	4,104,654
İşletme sermayesindeki değişim (-)	-483,190	-323,473	-1,203,524	-1,064,547	-646,591	-711,209
<b>SERBEST NAKİT AKIMLARI</b>	<b>1,618,979</b>	<b>-1,964,966</b>	<b>-3,537,160</b>	<b>5,470,176</b>	<b>5,507,476</b>	<b>6,081,862</b>
Risksiz Faiz Oranı		9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Beta		1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Piyasa Risk Primi		6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
Hisse Risk Primi		6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
Sermaye Maliyeti		16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
Borçlanma Maliyeti		14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Borç / Özkaynak		24.8%	48.6%	49.2%	45.8%	41.7%
Vergi Oranı		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)		15.2%	14.5%	14.5%	14.6%	14.7%
İskonto Faktörü	1.00	1.15	1.32	1.51	1.73	1.99
<b>NAKİT AKIMLARININ BUGÜNKÜ DEĞERİ (FCF)</b>		<b>-1,706,157</b>	<b>-2,681,573</b>	<b>3,621,246</b>	<b>3,181,518</b>	<b>3,063,173</b>
Firma Değeri (2011 - 2015)	5,478,207					
Uç Büyüme Oranı (%) (2015 sonrası)	3.0%					
Uç Değerin Şimdiki Değeri	26,976,525					
Net Nakit / (Borç)	7,145,859					
<b>Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>39,600,591</b>					

Bu çerçevede, indirgenmiş nakit akımları analizine göre yaptığımız hesaplamada şirketin piyasa değeri 39.6 milyar TL olarak çıkmaktadır.

### 5.3. Emsal Karşılaştırma

#### 5.3.1. Tanım

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikli şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmak olarak tanımlanır. Bu yaklaşımda kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü şunlardır:

- Halkın alım satım yaptığı Menkul Kıymet Borsaları,
- Şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar, (Toptan Satış Pazarları)
- Değerleme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemler.

Bu raporda, değerlendirme konusu şirketin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki ilgili olduğu sektörde yer alan emsal şirket verilerinden hareketle değerlendirilmesi yapılmıştır.

#### 5.3.2. IMKB Çarpanlarına Göre Karşılaştırma

Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. faaliyetleri itibarıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın" sektöründe işlem görebilecek bir şirkettir ve bu nedenle "Benzer Şirket Karşılaştırması ve/veya Yurtiçi Piyasa Çarpanları" analizinde bu sektörde yer alan toplam 11 şirketin ağırlıklı ortalama verileri kullanılmıştır. Sektörde faaliyet gösteren 15 halka açık şirket olmasına karşılık, bu şirketlerden İpek Matbaacılık, Koza Madencilik ve Viking Kağıt'ın ciro içeriğinin ve/veya faaliyetlerinin diğerlerinden farklılık göstermesi, Hürriyet Gazeteciliği'nde oldukça büyük aktif yapısı ve diğer şirketlerin oldukça üstündeki cirosu sebebiyle, çarpan analizine dahil edilmemiştir. Çarpan analizi yönteminde; F/K, PD/DD, FD/FAVÖK, FD/Satış'tan oluşan dört piyasa çarpanının çeşitli seviyelerdeki ağırlıklarıyla hesaplamalar yapılmıştır.

Benzer şirket karşılaştırmasında "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın" sektörünün yanı sıra IMKB-100 endeksi ve IMKB II. Ulusal Pazar dataları da değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Şirketin IMKB II. Ulusal Pazar'da işlem görebilecek yapıya sahip olması, ilgili pazarın çarpanları ile değerlendirme yapmanın makul olacağını düşünmemize neden olmuştur. Buna karşılık, II. Ulusal Pazar'a ait çarpanların düşük karlılık, özkaynak, FAVÖK değerlerine sahip olması, oldukça yüksek çarpan değerleri ve buna bağlı olarak da Mataş açısından hayli yüksek piyasa değerleri ile anlamsız sonuçlara işaret etmiş ve bu karşılaştırmayı kullanmamıza mani olmuştur. Bu doğrultuda, II. Ulusal Pazar çarpanlarının böylesine gerçekçi olmayan değerler ortaya koyması sebebiyle bu karşılaştırma Çarpan Analizi değerlendirmede kullanılmamıştır.

	ALKA	BAKAB	DENTA	DOBUR	DGZTE	OURDO	IHGZT	KAPIM	KARTN	TIRE	OLMKS
	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03	2011/03
<b>Dönen Varlıklar</b>	69,715,667	71,221,944	131,184,879	34,961,308	84,358,448	28,014,249	68,421,961	27,105,431	121,406,780	160,255,427	181,251,764
- Nakit ve Benzeri Kaynaklar	17,107,499	10,578,822	13,098,784	4,669,829	5,110,263	816,308	7,179,988	304,557	53,120,493	5,278,397	12,118,663
- Ticari Alacaklar	15,013,929	37,584,624	79,622,535	26,817,729	72,257,635	18,108,812	47,299,408	16,286,399	25,279,159	94,205,261	122,751,032
- Stoklar	30,077,749	18,157,176	37,131,441	1,936,498	3,499,669	6,715,573	7,777,682	9,172,104	36,754,892	56,764,916	42,217,492
<b>Duran Varlıklar</b>	61,218,282	59,459,266	88,705,436	20,411,668	219,952,796	41,193,921	177,253,853	30,034,322	83,263,716	137,503,730	115,430,932
- Maddi Duran Varlıklar	60,447,729	57,264,367	98,265,605	1,614,350	22,360,666	39,982,531	35,195,992	28,571,293	82,328,040	109,367,309	106,287,391
- Maddi Olmayan D. Varlıklar	82,221	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5,533,137
<b>AKTİFLER</b>	<b>130,943,949</b>	<b>130,681,210</b>	<b>229,890,315</b>	<b>55,372,976</b>	<b>304,311,244</b>	<b>69,208,170</b>	<b>245,675,814</b>	<b>57,139,753</b>	<b>204,670,496</b>	<b>297,759,157</b>	<b>296,682,696</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>28,351,536</b>	<b>36,135,346</b>	<b>73,332,254</b>	<b>16,165,092</b>	<b>99,314,112</b>	<b>34,528,429</b>	<b>10,345,646</b>	<b>23,728,215</b>	<b>22,586,485</b>	<b>139,118,815</b>	<b>67,060,740</b>
- Finansal Borçlar	4,203,830	103,237	53,276,026	0	26,399,030	20,155,767	2,690,841	9,121,865	320,492	67,357,362	24,567,455
- Ticari Borçlar	10,278,780	32,548,774	11,129,425	5,412,294	42,154,223	12,169,868	2,136,016	12,929,208	15,642,735	61,748,370	34,880,568
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7,771,806</b>	<b>17,280,931</b>	<b>78,862,567</b>	<b>4,709,475</b>	<b>16,418,347</b>	<b>22,933,464</b>	<b>27,687,383</b>	<b>3,344,733</b>	<b>5,261,199</b>	<b>12,210,859</b>	<b>19,039,525</b>
- Finansal Borçlar	3,419,662	9,480,775	75,840,778	0	0	0	0	0	0	8,140,183	6,078,329
- Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ana Ortaklığa Ait Örsermaye</b>	<b>94,820,607</b>	<b>77,264,933</b>	<b>77,695,080</b>	<b>34,500,409</b>	<b>188,330,270</b>	<b>11,746,447</b>	<b>207,642,785</b>	<b>30,066,805</b>	<b>176,787,498</b>	<b>146,429,483</b>	<b>210,582,431</b>
- Ödenmiş Sermaye	52,500,000	36,000,000	70,000,000	19,559,175	105,000,000	16,575,788	80,000,000	4,800,000	2,837,014	200,000,000	32,602,500
<b>PASİFLER</b>	<b>130,943,949</b>	<b>130,681,210</b>	<b>229,890,315</b>	<b>55,372,976</b>	<b>304,311,244</b>	<b>69,208,170</b>	<b>245,675,814</b>	<b>57,139,753</b>	<b>204,670,496</b>	<b>297,759,157</b>	<b>296,682,696</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>22,954,346</b>	<b>40,855,368</b>	<b>58,714,737</b>	<b>19,948,096</b>	<b>78,320,837</b>	<b>18,737,326</b>	<b>16,392,485</b>	<b>20,404,682</b>	<b>53,511,939</b>	<b>91,759,545</b>	<b>96,282,604</b>
Satışların Maliyeti (-)	20,967,567	31,089,510	43,549,361	12,177,302	56,961,495	14,495,380	14,479,141	18,035,253	40,231,164	76,137,598	78,591,211
<b>Brüt Kar / Zarar</b>	<b>1,986,779</b>	<b>9,765,858</b>	<b>15,165,376</b>	<b>7,770,794</b>	<b>21,359,342</b>	<b>4,241,946</b>	<b>1,913,344</b>	<b>2,369,429</b>	<b>13,280,775</b>	<b>15,621,947</b>	<b>17,691,393</b>
Faaliyet Giderleri (-)	1,279,107	5,150,036	8,185,738	7,141,765	30,722,663	2,640,259	3,119,716	2,546,313	2,502,213	16,201,788	13,625,543
<b>Faaliyet Kar / Zararı</b>	<b>700,541</b>	<b>5,112,624</b>	<b>7,365,713</b>	<b>-2,945,448</b>	<b>-18,882,062</b>	<b>1,594,995</b>	<b>-546,788</b>	<b>-339,637</b>	<b>11,169,677</b>	<b>213,446</b>	<b>4,580,750</b>
Finansal Gelir / Giderler (Net)	542,794	-459,476	-3,833,057	35,831	-586,188	-692,953	944,350	-304,135	2,045,867	-3,583,262	966,538
<b>Vergi Öncesi Kar / Zarar</b>	<b>1,329,149</b>	<b>4,653,148</b>	<b>3,532,656</b>	<b>-2,909,617</b>	<b>-19,468,250</b>	<b>902,042</b>	<b>397,562</b>	<b>-643,772</b>	<b>13,215,544</b>	<b>-3,369,816</b>	<b>5,837,211</b>
Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	256,719	945,347	734,044	73,541	-51,936	183,682	182,642	-21,856	2,791,812	-754,290	1,522,289
<b>Ana Ortaklık Kar / Zararı</b>	<b>1,072,430</b>	<b>3,707,801</b>	<b>2,798,612</b>	<b>-2,983,158</b>	<b>-19,379,829</b>	<b>718,226</b>	<b>214,920</b>	<b>-621,916</b>	<b>10,423,732</b>	<b>-2,655,270</b>	<b>4,314,922</b>

Bu durumun yanı sıra, benzer şekilde "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın" sektöründe yaşanan düşük karlılığa bağlı olarak sektör çarpanlarından F/K oranının 36.26 gibi yüksek bir seviyede olması, bu kriterin ağırlığının hesaplamamızda %10 ile sınırlandırmamıza neden olmuştur. Bu doğrultuda, sektör karşılaştırmasında F/K (%10), PD/DD (%40), FD/FAVÖK (%40) ve FD/Satış (%10) çarpanları, bahsettiğimiz bu yüzde seviyeleriyle kullanılarak şirket değerine ulaşılmıştır.

İMKB-100 endeksine ait şirketlerin, kar, defter değeri, FAVÖK satış rakamlarının makul tabir edecek seviyelerde olması ve F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satış oranlarının da buna bağlı olarak çarpan analizi yönteminde anlamlı sonuçlar ortaya koyması, bu rasyoların değerlendirilmede kullanılmasını gerektirmektedir. Sonraki sayfada yer alan tabloda da gösterdiğimiz gibi İMKB II. Ulusal Pazar'ın çarpanlarının taşıdığı uç değerlerin anlamsız sonuçlar ortaya koyması, bu yöntemin çarpan analizi fiyat hesabında yer vermememize yol açmıştır ve bu nedenle "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın sektörü" ve "İMKB-100 endeksi"nin çarpanları kullanılmıştır.

#### Çarpan Analizinde Kullanılan Ağırlıklar

1. Kağıt, Basım, Yayın Sektörü	75.0%
2. İMKB-100 Endeksi	25.0%
3. İMKB II. Ulusal Pazar	0.0%

#### Çarpan analizinde baz alınan şirketler / sektörler ve çarpan değerleri:

(23.06.2011 itibarıyla)		F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
ALKA	ALKİM KAĞIT	49.21	0.77	0.62	31.87
BAKAB	BAK AMBALAJ	7.80	1.02	0.58	12.99
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	7.58	1.46	1.09	23.49
DOBUR	DOĞAN BURDA	39.45	1.36	0.47	41.67
DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	-	1.40	0.82	-37.32
DURDO	DURAN DOĞAN BASIM	19.08	3.08	1.13	33.03
IHGZT	IHLAS GAZETECİLİK	47.26	1.04	3.01	-773.17
KAPLM	KAPLAMIN	2,372.61	3.26	1.44	192.29
KARTN	KARTONSAN	22.82	3.19	2.70	37.74
TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN	-	1.98	1.06	168.09
OLMKS	OLMUKSA	7.12	1.36	0.97	47.78
Kağıt, Basım, Yayın Sektörü		36.26	1.64	1.17	16.09
İMKB-100 Endeksi		10.46	1.67	0.94	6.87
İMKB 2.Ulusal Pazar		162.39	5.45	3.90	54.66

**HALKA ARZ SONRASI TAHMİNİ (2011 - T) VERİLERİYLE;**

( TL )	Sermaye (2011T)	Özsermaye (2011T)	Net Kar/Zarar (2011T)	Net Satışlar (2011T)	Piyasa Değeri (Tahmini)
MATAŞ (Halka Arz Sonrası)	8,000,000	16,208,246	1,267,648	10,638,331	<b>30,419,884</b>

	F/K	PD/DD	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
KAĞIT, BASIM, YAYIN SEKTÖRÜ	36.26	1.64	1.17	16.09
İMKB-100 ENDEKSİ	10.46	1.67	0.94	6.87
İMKB İLULUSAL PAZAR	162.39	5.45	3.90	54.66

**ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ**

Çarpan Ağırlıkları -->	10%	40%	10%	40%
	F/K	PD/DD	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
1. KAĞIT, BASIM, YAYIN SEKTÖRÜ	45,969,626	26,639,937	19,596,551	39,788,811
<b>TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ ( TL )</b>				<b>33,128,117</b>

**ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ**

Çarpan Ağırlıkları -->	10%	40%	10%	40%
	F/K	PD/DD	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
2. İMKB-100 ENDEKSİ	13,261,175	27,059,746	17,116,818	21,083,722
<b>TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ ( TL )</b>				<b>22,295,186</b>

**ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ**

Çarpan Ağırlıkları -->	10%	40%	10%	40%
	F/K	PD/DD	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
3. İMKB İLULUSAL PAZAR	205,849,962	88,268,630	48,583,866	118,015,292
<b>TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ ( TL )</b>				<b>107,956,952</b>

Bu çerçevede, önceki sayfada gösterdiğimiz %75-25 ağırlıklandırmada, çarpan analizine göre şirketin olması gereken piyasa değeri 30.4 milyon TL olarak hesap edilmektedir.

**5.4. Şirket Değeri****5.4.1. Şirketin Toplam Değeri**

Değerleme çalışmalarımız sonucu,

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 39.600.591 TL,
- Emsal Karşılaştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 30.419.884 TL

olarak belirlenmiştir. INA yönteminin kavramsal olarak güçlü bir değerlendirme yöntemi olması ve Şirketin güncel yapılanma dönemi sonrası potansiyelini yansıtmasına karşılık dengeli bir tutum takınarak Şirket Değeri hesabında INA – Çarpan Analizi ağırlığını %50-50 olarak belirliyoruz.

( TL )	INA	Çarpan Analizi
Ağırlığı	50%	50%
Piyasa Değeri	39,600,591	30,419,884
<b>Nihai Özkaynak Değeri</b>	<b>35,010,237</b>	

**5.4.2. Halka Arzda Birim Hisse Değeri**

Şirketin halka açılmasında yatırımcıları satın alma yönünde teşvik amaçlı olarak %20 iskonto uygulanması planlanmaktadır. Buna göre, 35.010.237 TL olan nihai özkaynak değerine %20 oranında iskonto uygulandığında, toplam firma değeri 28.008.190 TL olmaktadır.

<b>Nihai Özkaynak Değeri</b>	<b>35,010,237</b>
Halka Arz İskontosu (%20)	7,002,047
<b>Halka Arz İskontosuna Göre Piyasa Değeri</b>	
%20 Halka Arz İskontosuyla Piyasa Değeri	28,008,190
Halka Arz Sonrası Sermaye	8,000,000
<b>1 Adet Hissenin Halka Arz Fiyatı</b>	<b>3.50</b>

Şirketin halka açılma sonrası çıkarılmış sermayesi 8.000.000 TL'ye ulaşacaktır. Buna göre 1 TL nominal değerli bir adet hissenin halka arz satış fiyatı 3,50 TL olarak tespit edilmiştir.

## 5.4.3. Tahmini Bilanço ve Gelir Tablosu

BİLANÇO	2008	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2,831,559</b>	<b>3,469,424</b>	<b>3,977,487</b>	<b>12,649,632</b>	<b>11,522,109</b>	<b>15,832,198</b>	<b>19,655,960</b>	<b>23,848,092</b>
- Nakit ve Nakit Benzerleri	252,791	194,538	377,431	8,293,285	4,377,626	6,272,087	8,809,639	11,541,773
- Ticari Alacaklar	1,205,267	1,185,117	1,656,076	2,364,073	4,012,645	5,602,951	6,520,434	7,567,136
- Diğer Alacaklar	616,234	717,113	15,285	20,000	24,000	28,800	34,560	41,472
- Stoklar	705,040	1,273,671	1,372,564	1,872,274	2,987,837	3,784,360	4,118,526	4,490,352
- Diğer Dönen Varlıklar	52,228	98,985	556,131	100,000	120,000	144,000	172,800	207,360
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2,377,400</b>	<b>2,147,711</b>	<b>4,059,604</b>	<b>7,574,613</b>	<b>14,419,108</b>	<b>13,627,028</b>	<b>12,921,108</b>	<b>12,314,037</b>
- Diğer Alacaklar	0	1,343	1,343	0	0	0	0	0
- Maddi Duran Varlıklar	2,345,020	2,091,792	3,995,145	7,495,145	14,295,145	13,465,145	12,743,145	12,118,345
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,456	4,431	3,681	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
- Ertelenen Vergi Varlıkları	29,924	49,798	58,952	74,468	118,963	156,883	172,963	190,692
- Diğer Duran Varlıklar	0	347	483	0	0	0	0	0
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>5,208,959</b>	<b>5,617,135</b>	<b>8,037,091</b>	<b>20,224,246</b>	<b>25,941,217</b>	<b>29,459,226</b>	<b>32,577,068</b>	<b>36,162,129</b>
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>3,156,762</b>	<b>3,797,303</b>	<b>3,822,176</b>	<b>3,757,564</b>	<b>5,318,175</b>	<b>6,640,456</b>	<b>7,245,515</b>	<b>7,952,833</b>
- Finansal Borçlar	637,560	684,749	1,188,990	888,990	797,324	705,658	613,992	552,593
- Ticari Borçlar	1,387,090	1,692,701	2,312,812	2,422,943	3,866,613	4,897,407	5,329,857	5,811,044
- Diğer Borçlar	1,033,802	1,347,273	74,150	95,745	152,953	201,706	222,381	245,175
- Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	48,286	58,149	216,105	313,743	457,914	783,639	1,016,830	1,269,076
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	50,024	14,431	30,119	36,143	43,371	52,046	62,455	74,946
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>1,473,176</b>	<b>832,386</b>	<b>591,045</b>	<b>258,436</b>	<b>3,166,770</b>	<b>3,075,104</b>	<b>2,983,438</b>	<b>2,685,094</b>
- Finansal Borçlar	1,439,420	805,944	558,436	258,436	3,166,770	3,075,104	2,983,438	2,685,094
<b>Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)</b>	<b>579,021</b>	<b>987,446</b>	<b>3,623,870</b>	<b>16,208,246</b>	<b>17,456,272</b>	<b>19,743,666</b>	<b>22,348,115</b>	<b>25,524,202</b>
- Ödenmiş Sermaye	260,000	500,000	1,750,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000
- Emisyon Primi	0	0	0	6,739,500	6,739,500	6,739,500	6,739,500	6,739,500
- Karndan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	8,640	15,610	162,588	201,098	264,480	356,988	515,299	720,719
- Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	118,191	303,411	941,083	0	602,133	1,480,958	2,984,912	4,936,404
- Net Dönem Karı / (Zararı)	192,190	168,425	770,199	1,267,648	1,850,158	3,166,220	4,108,403	5,127,579
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>5,208,959</b>	<b>5,617,135</b>	<b>8,037,091</b>	<b>20,224,246</b>	<b>25,941,217</b>	<b>29,459,226</b>	<b>32,577,068</b>	<b>36,162,129</b>
<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011T</b>	<b>2012T</b>	<b>2013T</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Satış Gelirleri	5,723,210	5,810,707	7,953,892	10,638,331	16,994,733	22,411,804	24,709,014	27,241,688
Satışların Maliyeti	-4,544,014	-4,791,372	-6,102,436	-7,929,632	-12,654,370	-16,027,877	-17,443,170	-19,017,961
<b>SMM / Satış Gelirleri (%)</b>	<b>79.4%</b>	<b>82.5%</b>	<b>76.7%</b>	<b>74.5%</b>	<b>74.5%</b>	<b>71.5%</b>	<b>70.6%</b>	<b>69.8%</b>
<b>Brüt Kar / Zarar</b>	<b>1,179,196</b>	<b>1,019,335</b>	<b>1,851,456</b>	<b>2,708,699</b>	<b>4,340,363</b>	<b>6,383,927</b>	<b>7,265,845</b>	<b>8,223,727</b>
<b>Brüt Kar Marj (%)</b>	<b>20.6%</b>	<b>17.5%</b>	<b>23.3%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.5%</b>	<b>28.5%</b>	<b>29.4%</b>	<b>30.2%</b>
Faaliyet Giderleri	-391,511	-534,931	-865,084	-1,180,224	-1,818,507	-2,016,744	-2,099,858	-2,195,979
<b>Faaliyet Giderleri / Satış Gelirleri (%)</b>	<b>6.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.1%</b>
<b>Faaliyet Kar / Zararı</b>	<b>787,685</b>	<b>484,404</b>	<b>986,372</b>	<b>1,528,474</b>	<b>2,521,856</b>	<b>4,367,183</b>	<b>5,165,986</b>	<b>6,027,748</b>
<b>Faaliyet Kar Marj (%)</b>	<b>13.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>12.4%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.8%</b>	<b>19.5%</b>	<b>20.9%</b>	<b>22.1%</b>
- Finansal Gelirler	403,341	62,194	209,693	306,086	240,842	265,591	344,517	456,726
- Finansal Giderler	-940,270	-352,217	-219,223	-250,000	-450,000	-675,000	-375,000	-75,000
<b>Finansal Gelir / Giderler (net)</b>	<b>-536,929</b>	<b>-290,023</b>	<b>-9,530</b>	<b>56,086</b>	<b>-209,158</b>	<b>-409,409</b>	<b>-30,483</b>	<b>381,726</b>
<b>Vergi Öncesi Kar Marj (%)</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.9%</b>	<b>13.6%</b>	<b>17.7%</b>	<b>20.8%</b>	<b>23.5%</b>
<b>Vergi Öncesi Kar / Zarar</b>	<b>250,756</b>	<b>194,381</b>	<b>976,842</b>	<b>1,584,561</b>	<b>2,312,698</b>	<b>3,957,774</b>	<b>5,135,504</b>	<b>6,409,474</b>
- Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler	-58,566	-25,956	-206,643	-316,912	-462,540	-791,555	-1,027,101	-1,281,895
<b>Net Dönem Kar Zararı</b>	<b>192,190</b>	<b>168,425</b>	<b>770,199</b>	<b>1,267,648</b>	<b>1,850,158</b>	<b>3,166,220</b>	<b>4,108,403</b>	<b>5,127,579</b>
<b>Ana Ortaklık Payları Net Kar / Zararı</b>	<b>192,190</b>	<b>168,425</b>	<b>770,199</b>	<b>1,267,648</b>	<b>1,850,158</b>	<b>3,166,220</b>	<b>4,108,403</b>	<b>5,127,579</b>
<b>Net Kar Marj (%)</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>9.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>14.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>18.8%</b>
<b>Hisse Başına Kar / Zarar</b>	<b>0.7392</b>	<b>0.3369</b>	<b>0.4401</b>	<b>0.1585</b>	<b>0.2313</b>	<b>0.3958</b>	<b>0.5136</b>	<b>0.6409</b>

## 5.4.4. Tahmini Nakit Akım Tablosu

	2008	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Net Dönem Kar / Zaran	192,190	168,425	770,199	1,267,648	1,850,158	3,166,220	4,108,403	5,127,579
Amortisman itfa payları (+)	338,867	360,983	463,967	500,000	1,200,000	1,080,000	972,000	874,800
Şüpheli alacak karşılığı gideri (+)	2,089	42,927	0	0	0	0	0	0
Kdem tazminatı karşılığı gideri (+)	2,393	5,023	9,784	0	0	0	0	0
Kullanılmamış izin karşılığı gideri (+)	0	0	0	0	0	0	0	0
Tahakkuk etmemiş faiz gelir/gideri	-30,430	-18,858	-13,014	0	0	0	0	0
Konusu kalmayan karşılıklar	-16	-19,001	-12,812	0	0	0	0	0
Faiz giderleri (+)	0	0	0	0	0	0	0	0
Stok değer düşüklüğü karşılığı (+)	0	0	46,650	0	0	0	0	0
Vergi tahakkuku	58,566	25,956	85,024	316,912	462,540	791,555	1,027,101	1,281,895
İS değişim öncesi faaliyetlerden elde edilen nakit akımı	563,609	565,455	1,343,798	2,084,561	3,512,698	5,037,774	6,107,504	7,284,274
Ticari işlemlerdeki ve diğer atacaklardaki artış / azalış	-658,795	-82,073	230,869	-712,712	-1,652,572	-1,595,106	-923,243	-1,053,613
Stoklardaki artış / azalış	-521,320	-568,631	-145,543	-499,710	-1,115,563	-796,522	-334,166	-371,826
Diğer dönen varlıklardaki artış / azalış	-35,065	-46,757	-564,057	456,131	-20,000	-24,000	-28,800	-34,560
Ticari borçlardaki artış / azalış	1,006,764	619,082	-653,012	110,131	1,443,670	1,030,794	432,451	481,186
Diğer duran varlıklardaki artış / azalış	0	-347	-136	483	0	0	0	0
Diğer yükümlülüklerdeki artış / azalış	66,381	-47,912	15,380	6,024	7,229	8,674	10,409	12,491
Vergi ödemeleri (-)	-43,015	-48,286	-58,149	-216,105	-313,743	-457,914	-783,639	-1,016,830
İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	378,559	390,531	175,150	1,228,802	1,861,718	3,203,700	4,480,514	5,301,122
Uzun ve kısa vadeli finansal varlık değişimi (-)	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satımı, net nakit girişleri (+)	-177,254	-119,273	-256,401	-4,000,000	-8,000,000	-250,000	-250,000	-250,000
Yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit	-177,254	-102,497	-248,930	-4,000,000	-8,000,000	-250,000	-250,000	-250,000
Finansal borçlar ile ilgili nakit girişleri	-89,249	-586,287	256,733	-600,000	2,816,668	-183,332	-183,332	-359,743
Halka arz giderleri (-)	0	0	0	-760,500	0	0	0	0
Ödenen temettüleri (-)	0	0	0	0	-602,133	-878,825	-1,503,954	-1,951,491
Sermaye arttırımı ve emisyon primi (+)	0	240,000	0	12,100,000	0	0	0	0
Kredi ana para ve faiz ödemeleri (-)	0	0	0	0	-950,000	-1,675,000	-1,375,000	-575,000
Finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit	-89,249	-346,287	256,733	10,739,500	2,214,535	-1,062,157	-1,687,286	-2,311,234
Nakit ve nakit benzeri değerlerdeki net artış/azalış	112,056	-58,253	182,893	7,968,302	-3,923,747	1,891,543	2,543,228	2,739,888
Dönem başı nakit ve nakit benzerleri	140,735	252,791	194,538	377,431	8,345,733	4,421,986	6,313,529	8,856,757
Dönem sonu nakit ve nakit benzerleri	252,791	194,538	377,431	8,345,733	4,421,986	6,313,529	8,856,757	11,596,645

İstanbul, 24 Haziran 2011

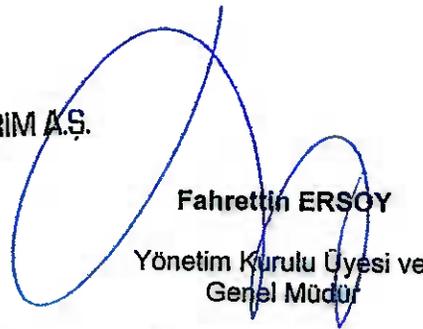
ETİ YATIRIM A.Ş.



Adem ÖZEN

Araştırma ve Kurumsal  
Finansman Yönetmeni

ETİ YATIRIM A.Ş.



Fahrettin ERSOY

Yönetim Kurulu Üyesi ve  
Genel Müdür