

## DEĞERLEME RAPORU

VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ



MART 2011



**METRO**

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

  
METRO YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

27 Eylül 2010 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olan Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Vanet"), her türlü gıda maddelerini almak, satmak, gıda maddelerini paketlemek için tesisler kurmak, işletmek, kiralamak, kiraya vermek konularında faaliyet göstermektedir.

Şirket'in 31 Aralık 2010 tarihi itibarıyla sermayesi 11.050.000 TL'dir. Sermayenin 11.018.257 TL'lik kısmı, Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.'nin aktifinde kayıtlı olan Gevaş – Gürpınar Karayolu üzeri Van adresinde bulunan et entegre fabrika tesislerine ait taşınmazın, tesis ve makineleriyle birlikte bir bütün halinde aynı sermaye olarak konulması suretiyle kısmi bölünme neticesinde oluşmuş sermayedir.

Şirket, 27 Eylül – 31 Aralık 2010 tarihleri arası dönemde herhangi bir üretim faaliyetinde bulunmamış olup, Gevaş – Gürpınar Karayolu üzeri Van adresinde bulunan üretim tesislerini Grup şirketi olan Van-Bes Besicilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ne 31.12.2010 tarihinde sonlanmak üzere kiraya vermiştir. Kısmi bölünmeden sonra söz konusu kira geliri Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş. lehine tahakkuk etmiştir.

Şirket'in yönetim merkezi Büyükdere Caddesi Metrocity İş Merkezi No:171 A Blok Kat: 17 Levent - Şişli / İstanbul'dur. Şirket'in Gevaş – Gürpınar Karayolu Üzeri / VAN adresinde şubesi bulunmaktadır.Şirket'in konsolidasyona tabii bağlı ortaklığı bulunmamaktadır.

### Şirket'in Ortaklık Yapısı

<u>Sermayedarlar</u>	<u>Pay Oranı</u> (%)	<u>Pay Tutarı</u> TL
Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	99,713	11.018.257
Ömer BILGIŞEVEN	0,0718	7.936
Mustafa BAŞ	0,0718	7.936
Fatih ÖZTÜRK	0,0717	7.936
Tarkan CENGİZ	0,0717	7.935
<b>Genel Toplam</b>	<b>100</b>	<b>11.050.000</b>

Şirket'in esas sermayesi, 11.050.000 TL'dir. Bu sermaye, her biri 1 TL nominal değerli 11.050.000 adet olup, nama yazılıdır. Sermayenin 11.018.257 TL'si kısmi bölünme nedeni ile aynı sermaye olarak konulmuştur. Sermayenin 31.743 TL'si 11.10.2010 tarihinde ortaklar tarafından nakden ödenmiştir.

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## Şirket'in Yıllık Üretim Kapasitesi

Şirket'in üretim kapasitesi yeterli olup Şirket ortalama %40 Kapasite Kullanım Oranı ile çalışmaktadır. Buna bağlı olarak da Şirket'in iki ana önceliği bulunmaktadır.

- 1) Pazarlama faaliyetlerine ağırlık vererek sahip olduğu yüksek düzeydeki üretim kapasitesini verimli kullanmak.
- 2) Geçmiş dönemde olduğu gibi Askeriye'nin et tedarik ihalelerine katılmaktır.

VANET YILLIK ÜRETİM KAPASİTESİ		
Cins-Özellik Ticari ve Teknik Adı	Miktar	Birim
Siğir Karkas Et	30.240	ton
Koyun Karkas Et	16.500	ton
Hindi Karkas Et	12.000	ton
Tavuk Karkas Et	3.600	ton
Parça Et ( Siğir )	7.200	ton
Parça Et ( Hindi-Tavuk )	7.400	ton
Salam ( Siğir-Koyun-Hindi-Tavuk )	1.350	ton
Sosis ( Siğir-Koyun-Hindi-Tavuk )	960	ton
Sucuk ( Siğir-Koyun-HindiTavuk )	1.894	ton
Kavurma ( Siğir-Koyun-HindiTavuk )	540	ton
Pastırma ( Siğir-Koyun-HindiTavuk )	120	ton
Jambon ( Siğir-Koyun-HindiTavuk )	75	ton
Füme Ürünler ( Siğir-Koyun-HindiTavuk )	75	ton
Jöle İşkembe ( Siğir-Koyun )	60	ton
Siğir Deri	144.000	adet
Koyun Deri	660.000	adet
Et-Kemik Unu	1.205	ton
Rendering Yağı ( Teknik Yağı )	281	ton
Kan Unu	733	ton

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünler ise başlıca iki başlık üzerinden takip edilmektedir. Bunlar Şarküteri Ürünleri ve Parça Et Ürünleridir. Buna göre Şirket'in Satışları;

Şarküteri Ürünleri;

- Salam
- Sosis
- Sucuk
- Kavurma

Parça Et Ürünleri;

- Parça Dana Eti
- Parça Kuzu Eti\*

*\*Şirket 2011 yılından sonra Parça Kuzu Et satışlarını sonlandıracaktır.*

## A. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERLEME

### 1. ANA VARSAYIMLAR

#### - SATIŞLAR

Yanetin hazırlanmış olduğu 2011-2015 dönemini içeren bütçe çalışması ile bu bütçe çalışmasını baz alarak oluşturulan ve 2016-2020 dönemini kapsayan varsayımlara bağlı olarak 2011-2020 yılları arasındaki Net Satışlar projesiyonu yapılmıştır. Yukarıda belirtildiği üzere Şirket'in Şarküteri üretim kapasitesi 4.744 ton olup, Sucuk hatı ilave yatırımı dışında Şirket'in 2015 yılına kadar yatırım ihtiyacı bulunmamaktadır. Buna bağlı olarak da Şirket mevcut kapasitesini daha verimli kullanabilmek amacıyla 2011 yılı ile birlikte pazarlama faaliyetlerine ağırlık vermiştir.

Buna göre Şirket 2011 yılında 1.494 ton Şarküteri ürünü, 135 tonda parça et, 2012 yılında 1.989 ton Şarküteri Ürünü, 184 ton parça et, 2013 yılında 2.633 ton Şarküteri Ürünü, 282 ton parça et, 2014 yılında 3.771 ton Şarküteri ürünü, 340 ton parça et, 2015 yılında 5.682 ton Şarküteri ürünü, 480 ton parça et satmayı planlamaktadır. Bu dönemde Şarküteri ürünlerinin fiyatlarında yıllık ortalama %1,25 ile %4,55 arasında değişen oranlarda artış öngörülmektedir, Parça et fiyatlarında yıllık ortalama %6,55 oranında artış yaşanacağı varsayılmıştır. 2016-2020 yılları arasında ise Şarküteri ürünleri ve Parça Et Satışlarında adet bazında yıllık %5 artış öngörülmektedir, bu dönemde ürün fiyatlarında yıllık %1'lik yükseliş varsayılmıştır.

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in Şarküteri Ürünleri Satış Projeksiyonu

Şarküteri Satışları (ton)										
	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Salam	221	304	380	541	700	735	772	811	851	894
Sosis	107	159	206	274	386	405	425	446	469	492
Sucuk	1.036	1.341	1.791	2.601	4.076	4.280	4.493	4.718	4.954	5.202
Kavurma	130	185	256	354	521	547	574	603	633	665
Şarküteri Satışları Büyüme (%)										
	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Salam		38%	25%	42%	30%	5%	5%	5%	5%	5%
Sosis		49%	29%	33%	41%	5%	5%	5%	5%	5%
Sucuk		29%	34%	45%	57%	5%	5%	5%	5%	5%
Kavurma		42%	38%	39%	47%	5%	5%	5%	5%	5%

Şarküteri Ürünlerinin Fiyat Gelişimi

Şarküteri Fiyatları (TL)										
	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Salam	10,84	11,40	12,54	12,92	12,92	13,05	13,18	13,31	13,44	13,58
Sosis	10,57	11,15	12,27	12,64	12,64	12,77	12,89	13,02	13,15	13,28
Sucuk	15,80	16,65	18,00	18,30	18,30	18,48	18,67	18,85	19,04	19,23
Kavurma	38,90	38,90	40,85	40,85	40,85	41,26	41,67	42,09	42,51	42,93
Şarküteri Fiyatları Değişim (%)										
	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Salam		5,17%	10,00%	3,03%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Sosis		5,49%	10,04%	3,02%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Sucuk		5,38%	8,11%	1,67%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Kavurma		0,00%	5,01%	0,00%	0,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

  
**METRO KATIRIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Şirket'in Parça Et Satış Projeksiyonu**

Parça Et Satışları (ton)	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Parça Dana Eti	131	184	282	340	480	504	529	556	583	613
Parça Kuzu Eti	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Parça Et Satışları Büyüme (%)</b>										
Parça Dana Eti	40,92%	53,26%	20,57%	20,57%	41,18%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Parça Kuzu Eti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

**Parça Et Fiyat Gelişimi**

Parça Et Fiyatları (TL)	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Parça Dana Eti	23,00	24,30	26,73	28,00	29,40	29,69	29,99	30,29	30,59	30,90
Parça Kuzu Eti	23,60	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Parça Et Fiyatları Değişim (%)</b>										
Parça Dana Eti	5,65%	10,00%	4,75%	5,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Parça Kuzu Eti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Yukarıda belirtilen satış adetleri ve ürün fiyatlarının çarpılması sonucunda çıkan rakam, Şirket'in Brüt Satış gelirlerini vermekte olup, Brüt Satış geliri üzerinden %19'luk bir satış iade ve iskonto oranı hesaplanmakta ve Brüt Satışlardan, satış iade ve iskonto oranının düşülmesi sonrasında Şirket'in Net Satış rakamlarına ulaşılmaktadır.

**Tüm bu hesaplamalar ışığında Şirket'in Satış Gelirleri Projeksiyonu aşağıda gösterildiği gibidir:**

Satış Gelirleri (TL)	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Brüt Satışlar	28.069.117	39.233.905	57.517.571	82.058.649	123.897.736	131.393.549	139.342.858	147.773.101	156.713.374	166.194.533
Satış iade İskontolar	5.333.132	7.454.442	10.928.338	15.591.143	23.540.570	24.964.774	26.475.143	28.076.889	29.775.541	31.576.961
Net Satışlar	22.735.985	31.779.463	46.589.232	66.467.506	100.357.166	106.428.774	112.867.715	119.696.212	126.937.833	134.617.572
% Değişim (Net Kar)	39,78%	46,60%	42,67%	50,99%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
Satış iade İs./Brüt Satışlar	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%

  
**METRO YATIRIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**- SATILAN MALIN MALİYETİ (SMM)**

Şirket'in en önemli hammadde maliyeti hiç şüphesiz et için yapılan harcamalardır. Toplam SMM içinde et harcamaları %87 oranında pay almaktadır. Bunun dışında SMM'ne katkı yapan diğer maliyet kalemleri ise Yardımcı Malzeme Maliyeti ile Ambalaj Maliyetidir. Buna göre Yardımcı Malzeme Maliyeti'nin toplam SMM içindeki payı %12 iken, aynı oran Ambalaj Giderleri %1'ler seviyesindedir.

Şirket'in et harcamaları başlıca 4 kalemler üzerinden sağlanmaktadır. Bunlar gövde sığır eti, gövde kuzu eti et yağı ve Tavuk MKS (Mekanik Sıkma; Parçalamaya giren gövde tavuk etinin değeri etleri -but,kanat,göğüs vs.- ayrıldıktan sonra gövdede kalan diğer etlerin mekanik sıkma makinasına atılarak jöle halinde çıkan ürüne MKS denir) . Ancak 2011 yılı sonrasında Şirket parça kuzu eti satışlarına son vereceği için 2012 yılı ile birlikte et harcamaları başlıca 3 kalemler üzerinden takip edilecektir. Şirket üretimde kullanmış olduğu gövde sığır etinin %40'lık kısmını kendi kesim hanesinden karşılamayı planlarken, geri kalan %60'lık kısmını piyasadan tedarik etmeyi planlamaktadır. Diğer hammaddeleri ise doğrudan piyasadan tedarik etmektedir.

Şirket'in 2011-2015 döneminde gerçekleştirmeyi planladığı satış hacmine bağlı olarak Şirket üretimde 2011 yılında 1.879 ton, 2012 yılında 2.529 ton, 2013 yılında 3.426 ton, 2014 yılında 4.679 ton, 2015 yılında 6.071 ton et kullanmayı planlamaktadır. Bu dönemde hammadde olarak kullandığı etlerin fiyatlarında ise yıllık ortalama %4,57 ile %6,80 fiyat artışı öngörülmüştür. 2016-2020 yıllarını kapsayan dönemde ise Şirket'in satışlarına bağlı olarak et ihtiyacının yıllık %5 artacağı ve yine aynı dönemde et fiyatlarında yıllık %1 oranında artış yaşanacağı varsayılmıştır.

**Şirket'in Üretim İçin Et Harcamaları**

Hammmadde (ton)	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Gövde Sığır Eti	787	1.031	1.416	1.930	2.708	2.843	2.986	3.135	3.292	3.456
Gövde Kuzu Eti	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Et Yağı	297	395	572	774	1.023	1.074	1.128	1.184	1.243	1.305
Tavuk MKS.*	795	1.103	1.438	1.975	2.341	2.458	2.580	2.709	2.845	2.987
<b>Hammmadde Değişimi (%)</b>	<b>2011T</b>	<b>2012T</b>	<b>2013T</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>	<b>2018T</b>	<b>2019T</b>	<b>2020T</b>
Gövde Sığır Eti	31,08%	37,27%	36,32%	40,33%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Gövde Kuzu Eti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Et Yağı	33,15%	44,82%	35,25%	32,15%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Tavuk MKS.	38,67%	30,43%	37,35%	18,48%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

\* Tavuk Mekanik Sıkma (Mekanik Sıkma; Parçalamaya giren gövde tavuk etinin değeri etleri -but,kanat,göğüs vs.- ayrıldıktan sonra gövdede kalan diğer etlerin mekanik sıkma makinasına atılarak jöle halinde çıkan ürüne MKS denir)

## Et Fiyatlarındaki Değişim

Hammadde Fiyatları (TL)		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Gövde Sığır Eti		16,00	16,21	17,84	18,72	19,09	19,28	19,47	19,67	19,87	20,06
Gövde Kuzu Eti		20,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Et Yağı		2,50	4,00	4,40	4,62	4,85	4,90	4,95	5,00	5,05	5,10
Tavuk MKS.		2,00	2,12	2,35	2,47	2,60	2,63	2,65	2,68	2,71	2,73
Hammadde Fiyatı Değişimi		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Gövde Sığır Eti			1,31%	10,06%	4,93%	1,98%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Gövde Kuzu Eti			0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Et Yağı			60,00%	10,00%	5,00%	4,98%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Tavuk MKS.			6,00%	10,85%	5,11%	5,28%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

2011-2020 yıllarını kapsayan dönemde yardımcı malzeme giderleri ile ambalaj giderlerinin Sattılan Mal Maliyetinde sahip olduğu oranı koruyacağı varsayımı ile projeksiyon yapılmıştır.

### Yardımcı Malzeme Gideri Projeksiyonu:

Yardımcı Malzeme Gideri (TL)		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
		2.097.600	2.990.678	3.992.385	5.546.420	12.623.330	13.254.496	13.917.221	14.613.082	15.343.736	16.110.923

### Yardımcı Malzeme Gideri Değişimi (%)

2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
	42,58%	33,49%	38,92%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

### Ambalaj Gideri Projeksiyonu:

Ambalaj Gideri (TL)		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
		232.378	323.424	446.050	613.273	1.277.014	1.340.865	1.407.908	1.478.303	1.552.219	1.629.830

### Malzeme Gideri Değişimi (%)

2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
	39,18%	37,91%	37,49%	10,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%



Tüm bu hesaplamalar ışığında Şirket'in Satılan Mal Maliyeti Projeksiyonu aşağıda gösterildiği gibidir:

	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
<b>SMM</b>	17.357.669	23.948.260	35.590.011	50.739.646	76.641.276	81.132.119	85.887.361	90.922.633	96.254.493	101.900.482
<b>SMM Dağılımı</b>										
Hammaddede Maliyeti	15.027.690	20.634.159	31.151.576	44.579.953	62.740.932	66.536.758	70.562.232	74.831.247	79.358.538	84.159.729
Malzeme Gideri	2.097.600	2.990.678	3.992.385	5.546.420	12.623.330	13.254.496	13.917.221	14.613.082	15.343.736	16.110.923
Ambalaj Gideri	232.378	323.424	446.050	613.273	1.277.014	1.340.865	1.407.908	1.478.303	1.552.219	1.629.830
<b>SMM/ Net Satışlar</b>	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
	76,34%	75,36%	76,39%	76,34%	76,37%	76,23%	76,10%	75,96%	75,83%	75,70%

#### - FAALİYET GİDERLERİ

Şirket'in Faaliyet Giderleri 3 ana başlıktan oluşmaktadır. Bunlar Personel Maaş Giderleri, Satış Artırıcı Giderler ve Diğer Giderlerdir (Araç Yakıtları, Elektrik Gideri vb.).

Yapılan projeksiyonlarda Faaliyet Giderlerinin satışlara oranının, 2011 yılında %18,71, 2012 yılında %16,74, 2013 yılında %16,23, 2014 yılında %16,13, 2015 yılında ise %15,58 oranında olacağı varsayılmıştır. 2016-2020 yıllarında ise bu oranın %15'ler seviyesini koruyacağı varsayılmıştır.

Toplam Faaliyet Giderleri içerisinde Personel Maaş Giderlerinin Payı %34 iken, Satış Artırıcı Giderlerin Payı %42 ve Diğer Giderlerinin Payı %43'dür. Buna göre gelecek yıllarda artan üretim faaliyetlerine bağlı değişken maliyetler kapsamında yer alan Diğer Giderlerin payı artarken, Personel Maaş Giderleri ve Satış Artırıcı Giderlerin payında görece düşüş yaşanması beklenmektedir.

#### Faaliyet Giderine İlişkin Projeksiyon

Faaliyet Gideri	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
	4.253.464	5.320.875	7.561.117	10.718.421	15.631.920	16.372.427	17.074.779	18.047.453	19.104.704	19.691.044
Faaliyet Gideri Değişimi (%)	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
	25,10%	42,10%	41,76%	45,84%	4,74%	4,29%	5,70%	5,86%	3,07%	

Tüm bu hesaplamalar ışığında Şirket'in Faaliyet Gideri Projeksiyonu aşağıda gösterildiği gibidir:

Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (TL)		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Personel Maaş Gideri		1.440.000	1.620.000	1.962.000	2.268.000	2.734.800	1.637.243	1.707.478	1.804.745	1.910.470	1.969.104
Satış Artırcı Giderler		1.801.704	2.702.565	4.300.000	5.000.000	6.500.000	4.911.728	5.122.434	5.414.236	5.731.411	5.907.313
Diğer Giderler		1.817.700	2.811.741	4.917.019	6.630.245	10.134.000	9.823.456	10.244.868	10.828.472	11.462.823	11.814.626

Faaliyet Giderlerinin Dağılımı (%)		2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Personel Maaş Gideri		34%	30%	26%	21%	17%	10%	10%	10%	10%	10%
Satış Artırcı Giderler		42%	51%	57%	47%	42%	30%	30%	30%	30%	30%
Diğer Giderler		43%	53%	65%	62%	65%	60%	60%	60%	60%	60%

#### - DİĞER VARSAYIMLAR

##### İşletme Sermayesi

Şirket'in 31.12.2010 dönem bilançosu itibarıyla İşletme Sermayesi 300.000 TL'dir. Gelecek yıllarda artan satış hacmine bağlı olarak Şirket, İşletme Sermayesi ihtiyacı duyacaktır. İşletme sermayesi hesaplanırken ticari alacak tahsilatı tutarı projeksiyonu yapılan tüm dönemler itibarıyla 75 gün, ticari borç ödeme süresi 60 gün, stok devir hızı ise 45 gün olarak hesaplanmış ve 2011 yılında İşletme sermayesinin 1.000.000 TL olacağı, varsayılmıştır. Devam eden yıllarda ise satış hacmine bağlı olarak artış öngörülmüştür.

##### Yatırım Harcamaları

Şirket'in üretim kapasitesinin yeterli olması ve düşük kapasite kullanım oranı ile çalışıyor olması nedeniyle projeksiyon döneminde yıllık yatırım harcaması 500.000 TL olarak varsayılmıştır. Bu harcamalarında daha çok tadilat ve yenileme yatırımları olacağı varsayılmıştır. Bunun dışında sadece 2012 ve 2013 yıllarında Şirket kesimhaneye ve sucuk üretim hattına toplamda 1 milyon TL yatırım yapmayı planlanmaktadır.

  
**METRO YATIRIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 2) İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

Yukarıda bahsedilen varsayımlar ışığında İNA'ya ilişkin değerlendirme tablosu aşağıda yer almaktadır.

RAKAMLAR TL İLE İFADE EDİLMEKTEDİR	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2020+	
NET SATIŞLAR (Milyon TL)	22,74	31,78	46,59	66,47	100,36	106,43	112,87	119,70	126,94	134,62	1,00%	
NET SATIŞLAR BÜYÜME ORANI		39,78%	46,60%	42,67%	50,39%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%		
ESAS FAALİYET KARI (Milyon TL)	1,12	2,51	3,44	5,01	8,08	8,92	9,91	10,73	11,58	13,03		
ESAS FAALİYET KAR MARGİ	4,95%	7,90%	7,38%	7,55%	8,06%	8,30%	8,76%	8,96%	9,12%	9,68%		
VERGİ ÖNCESİ KAR (Milyon TL)	1,02	2,41	3,34	4,91	7,98	8,77	9,76	10,58	11,43	12,88		
ÖDENEN VERGİ (Milyon TL)	0,20	0,48	0,67	0,98	1,60	1,75	1,95	2,12	2,29	2,58		
NET İŞLETME SERMAYESİ (-) (Milyon TL)	1,00	1,30	1,82	2,55	3,69	3,97	4,22	4,59	4,93	5,30		
NET İŞLETME SERMAYESİ BÜYÜMESİ (%)		30,00%	40,00%	40,00%	45,00%	7,30%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%		
NET KAR (+) (Milyon TL)	0,82	1,93	2,67	3,93	6,39	7,02	7,80	8,46	9,14	10,30		
NET KAR MARGİ	3,61%	6,07%	5,73%	5,91%	6,36%	6,60%	6,97%	7,07%	7,20%	7,65%		
YATIRIM HARCAMASI (-) (Milyon TL)	0,50	1,50	1,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50		
YATIRIM HARCAMASISATIŞLAR (%)	2,30%	4,72%	3,22%	0,75%	0,50%	0,47%	0,44%	0,42%	0,39%	0,37%		
AMORTİSMAN (+) (Milyon TL)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00		
AMORTİSMAN/SATIŞLAR (%)	4,40%	3,15%	2,15%	1,50%	1,00%	0,94%	0,89%	0,84%	0,79%	0,37%		
FAVOK	2,12	3,51	4,44	6,01	9,08	9,92	10,91	11,73	12,58	13,53		
FAVOK MARGİ	9,35%	11,05%	9,53%	9,04%	9,05%	9,32%	9,66%	9,80%	9,91%	10,05%		
AGIRLIKLIL ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
İNA YÖNTEMİ (TL)												
NAKİT AKIŞLARI (Milyon TL)	77,50	0,32	0,13	0,35	1,88	3,19	3,55	4,03	4,37	4,71	5,00	49,97
NAKİT AKIŞLARININ BUGÜNKÜ DEĞERİ (Milyon TL)	29,97	0,26	0,09	0,23	1,12	1,71	1,71	1,75	1,71	1,84	1,95	17,80
ŞİRKETİN SERMAYESİ (Milyon TL)	11,05											
ŞİRKETİN DEĞERİ (Milyon TL)	29,97											
Şirket'in Net Nakit Pozisyonu (Milyon TL)	(0,50)											
HALKA ARZ ÖNCESİ FİRMA DEĞERİ (Milyon TL)	29,47											
Halka Arz Sonrası Sermaye (Milyon TL)	20,00											
HALKA ARZ SONRASI FİRMA DEĞERİ (Milyon TL)	53,33											
HİSSE DEĞERİ	2,67											

**METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

## B. PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

İMKB'de işlem gören benzer faaliyet alanında sahip şirketler sırasıyla Banvit (BANVT), Pınar Entegre Et ve Un (PETUN) ve Şeker Piliç'tir (SKPLC). Ancak BANVT ve SKPLC şirketlerinin faaliyetlerinin ağırlıklı olarak beyaz et (tavuk eti) olması nedeniyle bu bölümde sadece Pınar Et ve Un şirketinin rasyoları kullanılmıştır.

VANET Verileri (TL)			
Ozermaye (2010/12)	FAVOK (2011T)	Net Kar (2011T)	Sermaye (2010/12)
23.598.862	2.124.852	819.882	11.050.000

PETUN Rasyoları	
PD/DD	PD/FAVOK
1,05	12,25

Piyasa Çarpanlarına Göre Değerleme	
PETUN PD/DD Oranı	1,05
PETUN PD/FAVOK Oranı	12,25
VANET Özermaye (TL) (2010/12)	23.598.862
VANET'in FAVOK'u (TL) (2011T)	2.124.852
PD/DD Rasyosuna Göre VANET Şirket Değeri (TL)	24.779.805
PD/FAVOK Rasyosuna Göre VANET Şirket Değeri (TL)	26.929.442
Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (%50+ %50) (TL)	25.404.124
VANET Halka Arz Öncesi Sermaye	11.050.000
Sermaye Artırımı	8.950.000
VANET Halka Arz Sonrası Sermaye	20.000.000
Halka Arz Sonrası VANET Şirket Değeri	45.980.314
VANET Hisse Fiyatı (TL)	2,30

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## C. SONUÇ

Şirket indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemi bazında değerlendirilmiştir. İndirgenmiş nakit akımı analizine göre toplam hisse değeri 53,3 milyon TL ve Piyasa Çarpanı yöntemine göre yapılan değerlemeye göre ise 45,9 milyon TL'dir.

Buradan %60 İNA ve %40 Piyasa Çarpanları ile ağırlıklandırılması ve sonrasında %20 halka arz iskontosu uygulanması ile Şirket'in İskontolu Halka Arz Değeri, **40.313.454 TL**, İskontolu Hisse Birim Fiyatı **2,02 TL** olarak belirlenmiştir. Buna ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır:

	İNA ANALİZİ	PIYASA ÇARPANLARI
VANET PİYASA DEĞERİ (TL)	53.332.820	45.980.314
VANET HİSSE FİYATI (TL)	2,67	2,30
ORTALAMA FİYAT (%60 İNA+ %40 PİYASA ÇAR.)		2,52
HALKA ARZ İSKONTOSU		20%
VANET İSKONTOLU HİSSE BİRİM FİYATI (TL)		2,02
VANET İSKONTOLU HALKA ARZ DEĞERİ (TL)		40.313.454

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## ÖNEMLİ NOT

Bu değerlendirme raporunda yer alan bilgiler, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerlendirme raporundaki bilgilerin eksiksiz veya doğru olduğunu konusunda hiçbir taahhütte bulunmaz ve garanti vermez. Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerlendirme raporunda yer alan veya almayan (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) bilgilerin doğruluğu ile ilgili herhangi sorumluluk almaz veya garantide bulunmaz ya da değerlendirme raporunda yer alan herhangi bir taahhütten veya Şirket'in değerlendirilmesi sırasında yatırımının alınış olabileceği diğer yazılı veya sözlü açıklamalardan sorumlu tutulamaz.

Ayrıca, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş herhangi bir kişinin bu değerlendirme raporunda yer alan bilgi nedeniyle uğradığı herhangi bir zarar veya kayıpla sorumlu tutulamaz. Her konuda, ilgili tarafların değerlendirme raporunda yer alan bilgilerle ilgili olarak kendi araştırma incelemelerini yapmaları gerekmektedir.

Bu değerlendirme raporunu sağlamakla Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ilave bilgi verme yükümlülüğü üstlenmemektedir.

Bu değerlendirme rapor halka arz olacak Vanet Gıda Sanayi İç Ve Dış Ticaret Anonim Şirketi hisseleri için teklif oluşturmaz. Bu değerlendirme raporunda yer alan bilgi veya herhangi bir görüşümeyle bağlantı olarak verilmiş ek bilgi veya taahhüt, hiçbir sözleşme için temel teşkil edemez.

  
**METRO YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.