

GELİŞİM GAYRİMENKUL



GELİŞİM GAYRİMENKUL
ve YATIRIM TİCARİET A.Ş.
Şirket Değerleme Raporu



BAKER TILLY
GÜRELİ

İÇİNDEKİLER

1	Sunuş ve Yönetici Özeti
2	Raporun Kapsamı
2	Değerlemenin Amacı
2	Değer Standartı ve Tanımı
2	Değer Tarihi
2	Değerlemenin Kapsamı
3	Kısıtlayıcı Koşullar
5	Şirket Profili
8	Ekonomik Görünüm
8	Temel Ekonomik Göstergeler
11	Sektörel Görünüm
11	Gayrimenkul Sektörü
16	Değerleme Yaklaşımı
16	Temel Yaklaşımlar
16	Pazar Yaklaşımı
16	Varlık Yaklaşımı
17	Gelir Yaklaşımı
18	Değerleme Analizleri
18	Pazar Yaklaşımı
18	Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi



GELİŞİM GAYRİMENKUL

19	Varlık Yaklaşımı
19	Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi
23	Gelir Yaklaşımı
23	İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi
24	Sonuç
	Ekler



BAKER TILLY
GÜRELİ



BAKER TILLY
GÜRELİ

Gelişim
Gayrimenkul ve Yatırım
Ticaret A.Ş.
- Şirket Değerleme Raporu -

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.'nin talebi üzerine ve 03.10.2013 tarihli sözleşmeye istinaden Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin "**pazar değeri**"ni tespit etmek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "**pazar değeri**", değerlemesi yapılan hisselerin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgil, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerleme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar değerinin tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, fakat şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunmayan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "**Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)**" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerleme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlemesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin 30.09.2013 tarihi itibarıyla pazar değeri **51.024.652 TL** 'dir.

RAPORUN KAPSAMI**Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.'nin talebi ve 03.10.2013 tarihli sözleşmeye istinaden, Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin ("Şirket") "**pazar değeri**"ni tespit etmek üzere düzenlenmiştir.

Değerlemenin amacı ve planlanan kullanımı Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş. yönetimi, hissedarlar ve ilgili tarafların yasal, mali ve ticari hususlarda alacakları kararlarda yardımcı olacak bağımsız bir görüş sunmaktır.

Değer Standardı ve Tanımı

Raporun dayandığı değer standardı olan "**pazar değeri**", değerlemesi yapılan hisselerin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla 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 değeri**"nin belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, fakat Şirket'in yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunmayan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu Şirket'in en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Diğer taraftan, bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği de açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi, 30.09.2013 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirme sürecinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "**Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)**" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, şirketin mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirilmesi tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır.

Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır. Genel olarak, Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içerisinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- Raporda aksi belirtilmediği takdirde, Şirket'in ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- Raporda kullanılan veriler Şirket yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BİST vb), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Rapor, talep eden müşterinin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor, Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- Rapora dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasından gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk

kabul etmeyecektir.

- Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin yasal temsilcileri, sorumlu ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

ŞİRKET PROFİLİ**Genel Bilgiler**

Gayrimenkul geliştirme amaçlı 14 Kasım 2008 tarihinde kurulan Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş., %100 Yapı Kredi Koray GYO A.Ş. iştiraki olup, 223.823,63 metrekarelik Riva Gölü, 143.718,26 metrekarelik Riva Doğu arsalarına sahiptir.

Şirket Künyesi
Ticari Ünvanı Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım A.Ş.
Ticari Merkez 19 Mayıs Cad. İsmet Öztürk Sok. No:17 Etil Residence K:17 D:42 Şişli İSTANBUL
Kayıtlı Olduğu Yer İstanbul Ticaret Sicil Memurluğu
Ticaret Sicil No 683255
Sermayesi 55.740.000
Aktif Büyüklüğü 51.181.094

Şirket Ana Faaliyet Konusu ve Amaçları

Şirket'in başlıca amaç ve konusu yürürlükteki düzenlemelere uygun olarak gayrimenkul yatırımı yapmak amacıyla her nevi gayrimenkulu almak, satmak, kiraya vermek, kiralamak, gayrimenkullerin belirli bir proje kapsamına alınarak değer kazandırılması suretiyle kazanç elde etmek amacı ile kurulmuştur.

Şirket bu amaçla aşağıdaki faaliyetlerde bulunabilir;

- 1) Bağımsız olarak veya diğer kişi ve kuruluşlarla işbirliği yaparak konsorsiyum şeklinde konut, toplu konut, modern yerleşim birimleri, alışveriş merkezleri, ticaret ve iş merkezleri; yol, köprü, fabrika, depo tesisleri, oteller, moteller, konaklama yerleri, her türlü turizm tesisleri, sosyal amaçlı tesisler, turistik, sportif, eğitimsel ve kültürel tesisleri, sinema, tiyatro salonları, hastane, huzurevleri kurabilir, inşa edebilir veya başkalarına yaptırabilir, işletebilir, işlettirebilir, satabilir, kiralayabilir, kiraya verebilir, kiracısı bulunduğu gayrimenkulleri alt kiraya verebilir ve bunlar üzerinde ayni ve şahsi her türlü tasarrufla bulunabilir,
- 2) Şirket amacını gerçekleştirmek için yurtiçinde ve yurtdışında her türlü menkul ve gayrimenkulu satın alabilir, inşa ve imal ettirebilir veya bunlar üzerinde sair başkaca ayni ya da şahsi her türlü hak iktisap edebilir, kiralayabilir, iktisap ettikleri veya kiraladıklarını işletebilir, kiraya verebilir, satabilir, üzerinde üçüncü kişiler lehine ayni haklar tesis edebilir, bunları fek ettirebilir,
- 3) Şirketin amacını gerçekleştirmek için yerli ve yabancı şahıs, şirket ve bankalardan kredi alabilir, üçüncü kişilere karşı sair her türlü mali, ticari, iktisadi taahhütlere girişebilir, tahvil ve sair her türlü sermaye piyasası aracı çıkartabilir; menkul kıymetlere, türev ürünlere ve sair her türlü sermaye piyasası aracına yatırım yapabilir. Üçüncü kişiler lehine kefalet ve garanti verebilir. Gerektiği takdirde, başkalarına ait gayrimenkuller ve menkuller üzerinde kendi lehine rehin ve/veya ipotek hakkı kurulmasını kabul edebilir; lehine tesis edilen ipotekleri fek edebilir, rehin haklarından vazgeçebilir ve kendi lehine üçüncü kişiler tarafından kefalet ve garanti tesis edilmesini kabul edebilir,
- 4) Yukarıda yazılı faaliyetleri işbu Esas Sözleşme'nin diğer hükümleri saklı kalmak şartı ile bizzat veya yerli ya da yabancı gerçek ve tüzel kişiler

- vasıtasıyla yapabilir. Şirket bu amaçla faydalı gördüğü takdirde, yurtiçinde veya yurtdışında adi ortaklıklar, ticaret şirketleri ya da sair tüzel kişilikler kurabilir veya aynı amaçla kurulmuş adi ortaklıkları ya da sair tüzel kişileri tamamen veya kısmen devir alabilir ve bu amaçla kurulmuş adi ortaklıkların ve şirketlerin paylarını satın alabilir, devredebilir,
- 5) Şirket, yukarıdaki fıkralarda yazılı hususları gerçekleştirmek için gereken her türlü işlemi gerçekleştirebilir, ithalat, ihracat ve her nevi ticaret yapabilir,
 - 6) Sosyal amaçla kurulmuş olan vakıflara, derneklere, üniversitelere ve benzer kuruluşlara belirlenen esaslar dahilinde yardım ve bağışta bulunabilir,
 - 7) Şirketin sahip olduğu veya olacağı gayrimenkullere lehte ve aleyhte vefa hakkı tesis edebilir, kira sözleşmelerini tapuya şerh ettirebilir, satış vaadi sözleşmeleri yapabilir ve bu sözleşmeleri tapuya şerh ettirebilir, tapuya tescil ettirebilir, tapu kütüğü ve sicillerinde gayrimenkuller üzerinde irtifak, intifa, sükna, gayrimenkul mükellefiyeti tesis ettirebilir, cins tashihi yapabilir, yola, yeşil sahaya ve parka terk edebilir, taksim, takas, birleştirme (tevhid) parselasyon yapabilir, gayrimenkullerin imarı, ifrazı, ihtyası, tevhidı, alt yapı tesislerinin yapımı ve değerlendirilmesi işleri, Medeni Kanunu'nun 756.maddesine göre lehine kaynak hakkı tesis edebilir, şirket ve üçüncü şahıslar mecra hakkı, geçit hakkı ve üst hakkı dahil her türlü irtifak hakkı tesis edebilir, ettirebilir ve ana sözleşmesinde yer alan diğer hususları gerçekleştirebilir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin 30.09.2013 tarihi itibari ile sermayesi 55.740.000 TL' dir.

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı %
Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.	55.740.000	100%
Toplam	55.740.000	100,00%

Şirket, 25 Şubat 2013 tarih ve 8265 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde tescil edilen 21.12.2012 tarihli Genel Kurul Kararı'na göre 68.200.000 TL olan ödenmiş sermayesini 55.740.000 TL'ye indirmiştir. Sermaye azaltımı, Şirket'in faaliyetlerinin önümüzdeki yıllarda kısıtlı bir şekilde devam etmesi beklendiğinden mevcut sermaye oranının Şirket ve bağlı bulunduğu ortağı Yapı Kredi Koray GYO A.Ş. ortaklarına beklenen değer kazandırma vasfını yitirdiği ve sermaye indirimi sonucu Şirket ve bağlı bulunduğu ortaklığın faaliyetlerini iyileştirici ve her iki şirketin ortaklarına değer kazandıracağı nedeniyle gerçekleştirilmiştir. (EK-3)

YASAL MALİ TABLOLAR

Vergi Usul Kanunu ve ilgili mevzuat uyarınca hazırlanmış geçmiş mali tablolar

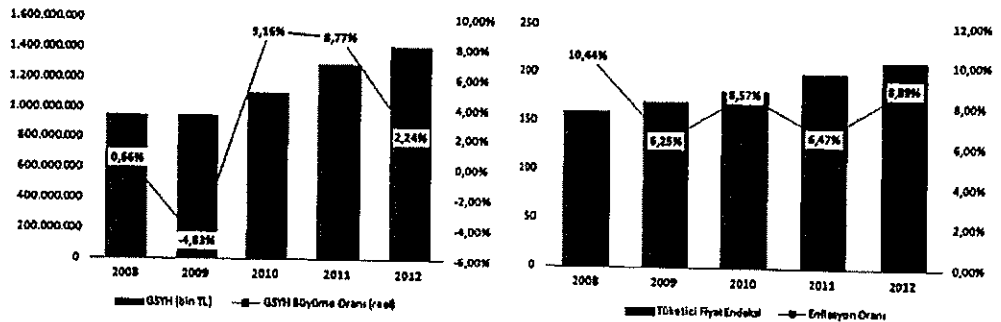
Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş. Bilançosu	2011	2012	2013/9
DÖNEN VARLIKLAR	67.278.055	63.629.280	51.181.094
Hazır Değerler	361	5.959	4.017
Ticari Alacaklar	0	12.538.129	102.243
Diğer Alacaklar	0	0	0
Stoklar	57.000.000	42.909.000	42.909.000
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	10.277.694	8.176.192	8.165.834
DURAN VARLIKLAR	5.744	0	0
Ticari Alacaklar	0	0	0
Mali Duran Varlıklar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.744	0	0
AKTİFLER	67.283.799	63.629.280	51.181.094
KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	904.269	1.772	1.479
Mali Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	901.874	1.252	531
Diğer Borçlar	0	0	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	2.395	520	520
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	0	0	428
UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	0	0
Mali Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	0
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Karşılıkları	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	66.379.530	63.627.507	51.179.615
Ödenmiş Sermaye	68.200.000	68.200.000	55.740.000
Kar Yedekleri	111.955	111.955	111.955
Geçmiş Yıllar Karları	0	0	0
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	-1.718.916	-1.932.425	-4.684.447
Dönem Net Karı (Zararı)	-213.509	-2.752.022	12.107
PASİFLER	67.283.799	63.629.280	51.181.094

Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu	2011	2012	2013/9
Net Satışlar	0	0	0
Satışların Maliyeti (-)	0	0	0
Brüt Kar/Zarar	0	0	0
Faaliyet Giderleri (-)	-127.848	-402.281	-113.254
Faaliyet Karı/Zararı	-127.848	-402.281	-113.254
Olğan Gelir ve Giderler (+/-)	0	-2.238.367	125.361
Finansman Giderleri (-)	-85.662	-111.374	0
Olğan Kar/Zarar	-213.509	-2.752.022	12.107
Olğandıı Gelir ve Giderler	0	0	0
Dönem Karı/Zararı	-213.509	-2.752.022	12.107
Dönem Karı Vergi ve Yasal Yükümlölük Karşılıkları (-)	0	0	0
DÖNEM NET KARI/ZARARI	-213.509	-2.752.022	12.107

EKONOMİK GÖRÜNÜM**Temel Ekonomik Göstergeler**

Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ("GSYH"), özel kesimin tüketim ve yatırım harcamalarındaki yavaşlamaya rağmen dış talebin gücünü koruması nedeniyle, 2012 yılında 2011 yılına göre nominal olarak %9,2 oranında (reel %2,2) büyümüştür. GSYH'nın harcamalar yönünden en büyük bileşeni olan özel nihai tüketim harcamalarının 2011 yılındaki %18 oranındaki artışın ardından, 2012 yılında bir önceki yıla göre %8 oranında artması sonucu tüketimin büyümeye katkısı görece olarak azalmıştır. Özel sektör yatırım harcamaları 2012 yılında 2011 yılına oranla %0,5 azalmıştır. Kamu sektörü yatırım harcamalarındaki %11 oranındaki artışa rağmen yatırım harcamalarının büyümeye katkısı azalarak %20 seviyesine gerilemiştir.

Ekonomi Bakanlığı tarafından yayınlanan 04.04.2013 tarihli Ekonomik Görünüm Raporu'na göre 2013 yılında Türkiye'nin büyüme tahmini IMF tarafından %3,5, OECD tarafından %4,1 ve Dünya Bankası tarafından %4 olarak tahmin edilmektedir. OECD ve Dünya Bankası, 2014 yılında Türkiye ekonomisinin sırasıyla %5,1 ve %5 oranında büyüyeceğini öngörürken, IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda (World Economic Outlook - Ekim 2012) Türkiye'nin 2017 tarihine kadar %4,4 oranında büyüyeceği beklentisi yer almaktadır.

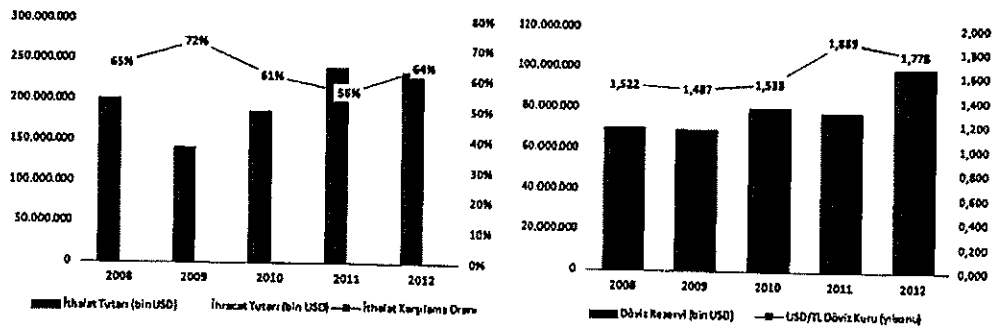


Geçtiğimiz dönemlerde, para ve maliye politikalarının uyumlu ve kararlı bir şekilde uygulanması sonucunda ekonomide sağlanan görece istikrarla birlikte büyüme ve enflasyon rakamlarındaki oynaklık önemli ölçüde azalırken, yüksek büyümeyle birlikte enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiştir. 2008 yılında %10,44 seviyesinde gerçekleşen tüketici fiyatları endeksi (TÜFE-yıl ortalaması) yıllık artışı, 2012 yılında %8,89 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle enerjideki kamu fiyat ve vergi ayarlamaları enflasyonu olumsuz etkileyen bir faktör olmuştur. Diğer taraftan, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu seyre ek olarak tarım dışı emtia fiyatlarında yıl genelindeki ılımlı hareketler, döviz kurlarındaki istikrarlı gidişat ve yavaşlayan ekonomik faaliyet enflasyon görünümüne olumlu katkı yapmış, yıl sonu enflasyonu %6,16 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ("TCMB") tarafından yayınlanan Enflasyon Raporu'na göre 2013 yılı genelinde işlenmiş gıda ve enerji grubu yıllık enflasyonunun azalış göstereceği tahmin edilmektedir. Benzer şekilde, temel mal enflasyonunun dayanıklı tüketim dışında kalan giyim ve diğer temel mal fiyatları kaynaklı olarak yavaşlama eğilimini sürdüreceği, hizmet grubu yıllık enflasyonunun ise son iki yılda gözlenen sınırlı artışın ardından 2013 yılında daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

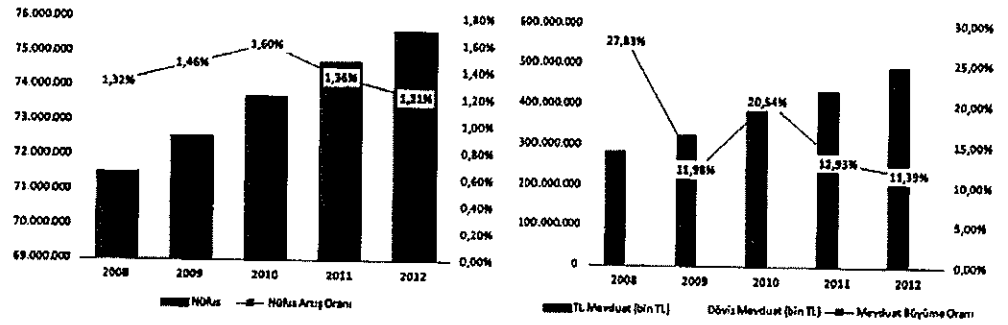
Ödemeler dengesine bakıldığında 2012 yılında toplam mal ihracatının 2012 yılına göre %13 oranında artarak 152,5 milyar ABD dolarına ulaştığı görülmektedir. Toplam mal ithalatı ise %1,8 oranında azalarak 236,6 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 84 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ihracat, tekstil ve giyim gibi geleneksel sektörlerin yanı sıra özellikle kıymetli taşlar ve mücevher sektörlerinin güçlü performans sergilemesi sonucunda yüksek oranda büyümüştür. Yıl genelinde dış ticaret hadlerinin ihracat lehine gelişmesine karşın, iç talepteki artışa paralel olarak ithalat talebinde canlanma yaşanmış ve bu duruma bağlı olarak dış ticaret açığı artmıştır.

Türkiye'de son yıllarda cari işlemler açığında gözlenen yükselişte, artan özel yatırımların daha ziyade ithal girdi payı yüksek olan otomotiv, makine-teçhizat, elektronik gibi sektörlerde yoğunlaşması etkili olmuştur. Ham petrol başta olmak üzere enerji ithalatı fiyatlarının hızlı yükseliş göstermesi de cari işlemler açığının genişlemesine katkı yapmıştır. Cari açığın finansmanında 2010 yılı sonuna göre doğrudan yatırımların ve uzun vadeli girişlerin payı önemli ölçüde artmakla birlikte kısa vadeli borçlanmaların payı artış göstermeye devam etmiştir.



Global finansal krizi takibeden dönemde artan risk iştahına paralel olarak istikrarsızlaşan sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarında önemli değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. Bu gidişatin bir uzantısı olarak ülkemizde de döviz kurları 2011 ve 2012 yıllarında artış göstermekle birlikte volatilité (oyunaklık) açısından bakıldığında sınırlı bir değişim söz konusudur. Bu durum TCMB'nin politikalarının bir sonucu olarak

değerlendirilmelidir. TCMB'nin altın hariç döviz rezervleri 2012 yılı sonunda 100 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. TCMB Finansal İstikrar Raporu'na göre 120 günlük vadelerde Türk lirası olarak kullandırılan ve geri ödemeleri döviz olarak yapılan ihracat reeskont kredilerinin 2012 yılında net döviz rezervlerine katkısı 8,2 milyar ABD doları olmuştur. İhracat reeskont kredisi kullanımının 2013 yılında 12-15 milyar ABD dolarına ulaşması ve döviz rezervlerine 10-12 milyar ABD doları katkı yapması beklenmektedir.



Ekonomik yapıyla ilgili önemli faktörlerden biri de nüfustur. Nüfus artışının sermaye birikimi, işgücü ve istihdam, doğal kaynaklar, teknolojik gelişme, milli gelir, kamu harcamaları, konut talebi, beslenme ile iç göç ve kentleşme üzerine etkileri vardır. Adrese dayalı nüfus kayıt sistemi verilerine göre 2012 yılı sonu itibarıyla Türkiye nüfusu 75,6 milyon kişidir. Nüfusun 38 milyonluk kısmını erkekler, 37,6 milyonluk kısmını ise kadınlar oluşturmaktadır. 2012 yılı verilerine göre nüfusun %78'i şehirlerde yaşamaktadır. Bu noktadan hareketle Türkiye'de hızlı bir kentleşme süreci olduğu görülmektedir.

Nüfusun yaş itibarı ile dağılımı ise Türkiye nüfusunun yarısının 30 yaşından küçük olduğunu göstermektedir. 2012 yılı sonu itibarıyla işsizlik oranı %10,1 olarak gerçekleşmiştir. Orta Vadeli Program'da işgücü piyasalarında 2015 yılında dahi anlamlı bir iyileşmenin gerçekleşmeyeceği öngörülmekte, 2012 sonu için %9 olarak öngörülen işsizlik oranının 2015'te ancak %8,7'ye düşürülebileceği beklenmektedir.

Bu seneki Orta Vadeli Program'da ilk kez orta vadeli tasarruf oranı hedefleri açıklanmıştır. OECD ortalamasının altında bir tasarruf oranına sahip olan Türkiye'de brüt tasarrufların oranı 2012'de %14,3 (net %8,8) olurken 2013'te bu oranın %15'e çıkması öngörülmektedir. Bu oranın artırılması ile cari açığın yüksek olmasının en önemli sebeplerinden biri olarak kabul edilen düşük tasarruf oranının ve buna bağlı olarak büyümenin yurtdışından finanse edilmesi ihtiyacının belli bir iyileşme kaydetmesi beklenmektedir. Bu yönde atılan önemli adımlardan biri olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nde 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren vergi matrahından indirim yolu ile kullanılan vergi avantajı uygulaması kaldırılmış ve devlet katkısı sistemine geçilmiştir.

SEKTÖREL GÖRÜNÜM**Gayrimenkul Sektörü**
Küresel Sektör

ABD inşaat harcamalarında toparlanma sürmektedir. Konut inşaat harcamaları ve konut dışı bina harcamaları 2012 yılının son çeyrek döneminde önemli ölçüde artmış ve son sekiz çeyrek dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

ABD İnşaat Sektörü Harcamaları (yıllık milyar dolar)

Dönemler	Konut İnşaat Harcamaları	Konut Dışı Bina İnşaatı Harcamaları
2011 I.Çeyrek	235,8	242,8
2011 II.Çeyrek	252,3	258,7
2011 III.Çeyrek	241,7	261,3
2011 IV.Çeyrek	253,7	263,4
2012 I.Çeyrek	256,2	270,8
2012 II.Çeyrek	277,7	274,9
2012 III.Çeyrek	296,9	271,2
2012 IV.Çeyrek	303,3	274,9
2013 I.Çeyrek*	309,6	274,0

Kaynak: US Bureau of Census

* Şubat ayı verileri

ABD konut sektöründe toparlanma sürmektedir. Konut satışları içinde hem yeni ev satışları hem de mevcut ev satışları kesintisiz bir artış eğilimi sergilemektedir. Konut fiyatlarındaki artış da sınırlı ölçüde sürmektedir.

ABD Konut Sektörü

Dönemler	Yeni Ev Satışları (Aylık Bin)	Mevcut Ev Satışları (Yıllık Bin)	Konut Fiyatları Endeksi	
			Case Shiller 20	Case Shiller 10
2011 I.Çeyrek	301	4.260	137,6	150,9
2011 II.Çeyrek	304	4.180	141,5	154,9
2011 III.Çeyrek	306	4.280	142,0	155,6
2011 IV.Çeyrek	339	4.380	136,6	149,6
2012 I.Çeyrek	352	4.460	134,1	146,5
2012 II.Çeyrek	360	4.410	142,3	154,9
2012 III.Çeyrek	379	4.780	146,2	158,9
2012 IV.Çeyrek	381	4.900	145,9	158,5
2013 I.Çeyrek*	411*	4.980	146,1**	158,7**

* Şubat ayı verileri ** Ocak ayı verileri

Kaynak: National Association of Realtors, US S&P Case Shiller Konut Fiyatları Endeksi

Euro Bölgesi'nde inşaat faaliyetlerinde yaşanan gerileme 2012 yılının son çeyreğinde de devam etmiştir. Euro Bölgesi inşaat faaliyetleri 2012 yılında hem konut hem de konut dışı bina alanında önemli ölçüde küçülmüştür. İnşaat sektöründeki zayıf performans gayrimenkul sektörünü de olumsuz etkilemektedir.

AB Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri (Bir Önceki Yılın Aynı Çeyrek Dönemine Göre Değişim)

Dönemler	Toplam İnşaat Sektörü	Konut İnşaatı	Konut Dışı Bina İnşaatı
2011 I.Çeyrek	-2,5 %	-2,3 %	-3,9 %
2011 II.Çeyrek	-4,9 %	-5,6 %	-1,4 %
2011 III.Çeyrek	1,9 %	1,8 %	0,9 %
2011 IV.Çeyrek	2,1 %	2,5 %	-0,3 %
2012 I.Çeyrek	-5,9 %	-5,3 %	-9,0 %
2012 II.Çeyrek	-6,2 %	-5,7 %	-7,9 %
2012 III.Çeyrek	-4,9 %	-4,3 %	-5,9 %
2012 IV.Çeyrek	-4,1 %	-4,0 %	-5,2 %

Kaynak: Eurostat Construction Output

2012 yılında Dünya Ekonomisi'nde görülen yavaşlama küresel ticari gayrimenkul sektörüne sınırlayıcı yönde etki yaratmıştır. Buna karşın ABD'de göreceli ekonomik toparlanma ABD ticari gayrimenkul sektörüne de olumlu yansımaya başlamıştır. Ancak AB, Euro Bölgesi ve Japonya'da ticari gayrimenkul piyasasında performans oldukça zayıf kalmaktadır. Gelişen ülkelerde ise Asya-Pasifik pazarında Çin'in gayrimenkul piyasasına yönelik sınırlayıcı uygulamaları belirleyici olmaktadır. Küresel ölçekte satın almalar hem sınır içi hem de sınır ötesinde geçen yılın üzerinde gerçekleşmiş olmakla birlikte küresel kriz öncesi verilere henüz geri dönüşmemiştir.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri (2000=100)

Dönemler	Ofis Binaları	Sanayi Lojistik Binaları	Perakende Binaları	Apartmanlar
2011 I.Çeyrek	125	119	118	136
2011 II.Çeyrek	128	120	123	144
2011 III.Çeyrek	132	122	130	150
2011 IV.Çeyrek	133	126	129	155
2012 I.Çeyrek	138	130	134	162
2012 II.Çeyrek	140	130	135	162
2012 III.Çeyrek	142	131	126	165
2012 IV.Çeyrek	144	131	134	173

Kaynak: Moodys Real Commercial Property Price Indices

ABD'de ticari gayrimenkul fiyatları 2012 yıl genelinde kademeli ve sürekli bir artış eğilimi içinde olmuştur. Ticari gayrimenkuller içinde en yüksek fiyat artışları yüzde 11,6 ile apartmanlarda gerçekleşmiştir. Perakende binaları ile sanayi ve lojistik binalarda ise fiyat artışları daha sınırlı kalmıştır.

Türkiye Gayrimenkul Sektörü

2012 yılının son çeyreğinde alınan konut yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri sayısında önemli artış yaşanmıştır. Son çeyrekte alınan yapı ruhsatları 225.873, yapı kullanım izin belgesi sayısı ise 177.980 olmuştur.

Alınan Konut Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzin Belgeleri

Dönemler	Yapı Ruhsatı Dalre Sayısı	Yapı Kullanım İzin Belgesi Dalre Sayısı
2011 I.Çeyrek	110.619	105.973
2011 II.Çeyrek	164.694	144.694
2011 III.Çeyrek	154.923	139.341
2011 IV.Çeyrek	220.049	165.155
2012 I.Çeyrek	115.637	108.798
2012 II.Çeyrek	231.966	129.562
2012 III.Çeyrek	168.116	123.645
2012 IV.Çeyrek	225.873	177.980

Kaynak: TÜİK

Konut satışları yılın son çeyreğinde 125.815 ile yılın en yüksek satışının gerçekleştiği dönem olmuştur. Konut satışları geçen yılın aynı çeyrek dönemine göre yüzde 5,9 artmıştır. Yıl genelinde ise konut satışları yüzde 2,9 artmıştır.

Konut satın alma eğilimi 2012 yılının üçüncü çeyreğinde 8,20 puan ile en düşük seviyesine inmiştir. Satın alma eğilimi 2012 yılı son çeyreğinde artmaya başlamış olup artış eğilimi yeni yılda da sürmüştür.

Dönemler	Konut Satın Alma Eğilimi
2012 I.Çeyrek	12,00
2012 II.Çeyrek	10,60
2012 III.Çeyrek	8,20
2012 IV.Çeyrek	10,00
2013 I.Çeyrek*	11,30

* Çeyrek dönemin son ayı itibarıyla

Kaynak: TCMB

2012 yılında ekonomide görülen yavaşlama özellikle hane halkı tüketim harcamaları ile perakende harcamalarda sınırlanmaya yol açmıştır. Buna bağlı olarak perakendeci talebinde yavaşlama ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak AVM yatırımları da zamana yayılarak sürdürülmüş ve ötelenmiştir. 2012 yılında 20 yeni AVM açılmıştır. Bu sayı 19 yeni AVM'nin açıldığı 2005 yılından sonra en düşük sayıdır. Ancak 2013 yılında ekonomide ve iç talepte toparlanma beklentisine bağlı olarak ve devam eden yatırımların tamamlanması sonucu 35 yeni alışveriş merkezinin açılması beklenmektedir. Büyük ölçekli ve önemli AVM yatırımları 2013 yılında tamamlanarak açılışları yapılacaktır. Yaklaşık 1,2 milyon m² kiralanabilir alan arz edilecektir.

Türkiye Genelinde Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri

Dönemler	Açılan AVM Sayısı	Açılan AVM Kullanılabilir Alan M ²	Toplam AVM Sayısı	Toplam Kiralanabilir Alan M ²
2012 I.Çeyrek	5	155.300	303	7.717.186
2012 II.Çeyrek	6	205.500	309	7.922.686
2012 III.Çeyrek	3	75.270	312	7.997.956
2012 IV.Çeyrek	6	236.950	318	8.234.906
2012 IV.Çeyrek Stok	-	-	294	7.934.426
2013 I.Çeyrek	6	204.458	324	8.439.464

2012 yılının son çeyrek döneminde 6 yeni AVM açıldıktan sonra 2013 yılının ilk çeyrek döneminde de 6 yeni AVM açılmıştır. 6 yeni alışveriş merkezinin 1'i İstanbul'da, 5'i diğer şehirlerdedir. 6 yeni AVM ile 204.458 m² kiralanabilir alan arz edilmiştir.

Çok uluslu firmaların bölgesel yönetim ve operasyon merkezlerini İstanbul'da oluşturmaları ve yerli şirketlerin artan büyüme ve kurumsallaşma eğilimlerine bağlı olarak ofis ihtiyacı artışı sürdürmektedir. İhtiyacın artışına bağlı olarak 2012 yılında önemli bir kullanıcı talebi oluşmuştur. Kiralama talepleri özellikle A sınıfı ofislere yönelik olmuştur. Ofis ihtiyacı ve talebindeki bu kuvvetli eğilim ofis yatırımlarını tetiklemeye devam etmektedir. Yeni ofis arzlarının hemen karşılandığı görülmektedir.

Piyasa halen satıcı piyasası niteliğinde bulunmaktadır. Yeni yatırımlar ile birlikte 2013 yılında da önemli bir ofis arzının gerçekleşmesi beklenmektedir. Kağıthane ve özellikle Ümraniye yeni gelişme alanları olarak öne çıkmaktadır. 2012 yılında en canlı ticari gayrimenkul pazarı ofis piyasası olmuştur. Yabancı yatırımcı ve geliştiricilerin de ofis pazarına ilgisi artarak sürmektedir. Yatırım yapılabilir varlıkların sınırlı olması yabancı yatırımcıları geliştirme projelerine de yönlendirmeye başlamıştır.

İstanbul Ofis Piyasası Boşluk Oranları Yüzde

Dönemler	A Sınıf Ofisler			B Sınıf Ofisler		
	MİA	MİA Dışı Avrupa	MİA Dışı Asya	MİA	MİA Dışı Avrupa	MİA Dışı Asya
2011 I.Çeyrek	8,8%	19,4%	13,3%	7,6%	31,5%	15,3%
2011 II.Çeyrek	9,8%	16,9%	16,2%	7,2%	30,4%	15,5%
2011 III.Çeyrek	10,7%	12,4%	17,2%	6,6%	29,9%	17,5%
2011 IV.Çeyrek	11,1%	10,3%	16,9%	6,6%	28,3%	17,2%
2012 I.Çeyrek	11,1%	10,2%	16,4%	6,4%	27,5%	13,7%
2012 II.Çeyrek	11,1%	7,7%	15,4%	6,4%	25,6%	9,2%
2012 III.Çeyrek	10,5%	8,3%	16,0%	7,9%	24,6%	8,3%
2012 IV.Çeyrek	10,7%	10,2%	13,3%	7,5%	24,8%	9,4%

Kaynak: Propin Investment Consultancy, İstanbul Ofis Pazarı

2012 yılı son çeyrek döneminde ofis boşluk oranları yeni arzlara rağmen düşük kalmaya devam etmiştir. MİA Bölgesi'nde A sınıfı ofislerde boşluk oranı yüzde 10,7 olurken, MİA dışı Asya Bölgesi'nde boşluk oranları gerilemiştir. B sınıfı ofislerde ise MİA Bölgesi'nde boşluk oranları gerilerken MİA dışı Bölgelerde artmıştır. 2012 yılında Türkiye genelinde alınan ofis yapı ruhsatları geçen yıla göre yüzde 27,0 oranında artarak 6,24 milyon m²'ye çıkmıştır. Türkiye genelinde ofis yatırımlarında artış sürmektedir.

Türkiye Genelinde Ofis Binası Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İznı

Dönemler	Ofis Binası Alınan Yapı Ruhsatı M ²	Ofis Binası Alınan Yapı Kullanma İzin Belgesi M ²
2011 I.Çeyrek	1.003.417	756.089
2011 II.Çeyrek	1.024.386	991.262
2011 III.Çeyrek	1.285.772	784.330
2011 IV.Çeyrek	1.598.326	776.458
2012 I.Çeyrek	791.187	942.039
2012 II.Çeyrek	2.080.451	1.010.790
2012 III.Çeyrek	1.615.325	829.346
2012 IV.Çeyrek	1.750.146	854.853

Kaynak: TÜİK

2012 yılında lojistik sektöründeki faaliyetleri orta vadede önemli ölçüde olumlu etkileyecek altyapı ve proje gelişmeleri yaşanmaya başlamıştır. Havayolu, liman, hızlı tren ve otoyol projelerinde önemli ilerlemeler sağlanmaktadır. Türkiye'nin bölgesel bir taşımacılık dağıtım merkezi ve köprü olma potansiyeli hayata geçirilmektedir. Buna bağlı olarak küresel lojistik firmalarının Türkiye'yi bölgesel bir merkez olarak kullanma eğilimi de artmaktadır.

Bununla birlikte lojistik pazarında halen istenilen faaliyet seviyesine 2012 yılında da ulaşamamıştır. İstanbul'da Gebze-Tuzla ve Hadımköy Bölgeleri ulaşılabilirlik avantajı ile nitelikli projelerin geliştirildiği bölgeler olmayı sürdürmüştür. 2012 yılında kira değerlerinde de sınırlı ölçüde artışlar görülmektedir. 2011 yılından sonra 2012 yılında da kira artışları yaşanmıştır. Bölgelere göre değişmekle birlikte aylık metrekare ortalama kiralari nitelikli binalarda 6-7 dolar arasında gerçekleşmiştir.

2012 yılında Türkiye genelinde alınan sanayi ve depo binaları yapı ruhsatları metrekare bazında yüzde 13,9 artarak 6,85 milyon metrekareye ulaşmıştır. Alınan yapı ruhsatları yılın son üç çeyreğinde daha kuvvetli artış eğilimindedir.

Türkiye Genel Sanayi ve Depo Binaları Alınan Yapı Ruhsatları

Dönemler	Sanayi Binaları ve Depolar Alınan Yapı Ruhsatları M ²
2011 I.Çeyrek	1.017.427
2011 II.Çeyrek	1.591.949
2011 III.Çeyrek	1.318.292
2011 IV.Çeyrek	2.084.105
2012 I.Çeyrek	958.477
2012 II.Çeyrek	2.133.264
2012 III.Çeyrek	1.672.439
2012 IV.Çeyrek	2.082.500

Kaynak: TÜİK

DEĞERLEME YAKLAŞIMI**Temel Yaklaşımlar**

Şirket değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Varlık Yaklaşımı
3. Gelir Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

Varlık Yaklaşımı

Şirket değerlemelerinde varlık yaklaşımı, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık yaklaşımının temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık yaklaşımının uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışları analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışları (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

DEĞERLEME ANALİZLERİ**Pazar Yaklaşımı****Karşılaştırılabilir Şirket Değeri Yöntemi**

Karşılaştırılabilir şirket değeri yönteminde, değerlemeye konu olan şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Değerleme çalışmasında "pazar yaklaşımı" kapsamında karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "varlık yaklaşımı" kapsamında net aktif değeri yöntemi ve "gelir yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

Türkiye'de, hisseleri Borsa İstanbul (BIST)'da işlem görmeyen şirketlerin mali tablolarına ve faaliyet raporlarına ulaşma imkanı ya çok zor ya da imkansızdır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren emsal şirketler ancak halka açık şirketler arasından tespit edilebilir.

Değerlemeye konu Şirket'in faaliyet olanı gayrimenkul yatırımı sektöründe faaliyet göstermekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları endeksi şirketlerinin verilerinden yola çıkılarak hesaplanan emsal değer dikkate alınmıştır. Bu şirketlere ait veriler ekte (EK-1) yer almaktadır.

Emsal olarak belirlenen şirketlerin finansal ve operasyonel verilerine dayanarak şirket değerinin belirlenmesinde özsermaye tutarı ve toplam aktif büyüklüğü parametreleri kullanılmıştır. Değerleme çalışmamızda, değerlendirme tarihi itibarıyla Şirket gayrifaal olduğundan ve mevcut arazi ve arsaları ile ilgili henüz gelir ve nakit akışı yaratacak proje üretilmediğinden faaliyet bazlı çarpanlar kullanılamamıştır. Değerlemede baz alınan çarpanlar, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının geometrik ortalamaları alınarak belirlenmiştir. Şirketin 30.09.2013 tarihi itibarıyla defter değeri ve toplam aktif çarpanlarına göre hesaplanan pazar değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Değerleme Yöntemi	Çarpan	Gösterge	Emsal Değer	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,89	51.179.615	45.515.430	50%	22.757.715
Piyasa Değeri/Toplam Aktif	0,56	51.181.094	28.486.800	50%	14.243.400
Emsal Değer				100,00%	37.001.115

Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin, 30.09.2013 tarihi itibarıyla değeri Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi'ne göre **37.001.115 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Varlık Yaklaşımı**Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi**

Düzeltilmiş özvarlık değeri, şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların kullanıcı açısından ifade ettiği piyasa değerinin hesaplanarak, bundan şirketin tüm borçlarının düşülmesi sonucunda kalan değerdir. Bu değer hesaplanmasının temel amacı, gelecekteki faaliyetlerden bağımsız olarak böyle bir şirkete sahip olmanın kaçınılmaz mal olacağını belirlemektir.

Şirket aktifinde kayıtlı tarla ve arsaların piyasa değerlerinin belirlenmesi amacıyla Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından gayrimenkul değerleme raporları (ekspertiz) hazırlanmıştır (EK-2).

- a) TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 17.12.2013 tarih ve 2013REV843 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda Şirket'in mülkiyetinde yer alan ve aşağıda detayları verilen Göllü (Riva) Köyü, 1 pafta 1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-11-12-14-15-16 ve 17 no'lu parsellerin piyasa değeri, emsal karşılaştırma yöntemiyle, 20.430.000 TL olarak takdir edilmiştir.

Sıra	Mevki	Pafta No	Parsel No	Nitelik	Mülkiyet	Yüzölçümü (m ²)	Arsa Değeri
1	Eski Damlar	1	1	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	29.660,00	2.350.965 TL
2	Eski Damlar	1	2	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	5.832,00	600.575 TL
3	Eski Damlar	1	3	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	3.443,63	384.917 TL
4	Eski Damlar	1	4	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	3.604,00	402.843 TL
5	Eski Damlar	1	5	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	1.600,00	178.842 TL
6	Eski Damlar	1	6	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	20.025,00	2.034.840 TL
7	Eski Damlar	1	7	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	3.162,00	353.437 TL
8	Sıtma Pınarı	1	8	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	11.736,00	1.192.554 TL
9	Sıtma Pınarı	1	9	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	12.000,00	1.219.380 TL
10	Sıtma Pınarı	1	10	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	65.400,00	5.232.000 TL
11	Sıtma Pınarı	1	11	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	16.500,00	1.508.983 TL
12	Sıtma Pınarı	1	12	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	10.800,00	987.698 TL
13	Sıtma Pınarı	1	14	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	12.632,00	1.155.241 TL
14	Sıtma Pınarı	1	15	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	4.171,00	466.220 TL
15	Sıtma Pınarı	1	16	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	13.258,00	1.347.212 TL
16	Sıtma Pınarı	1	17	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.	10.000,00	1.016.150 TL
Toplam Alan (m²)						223.823,63	20.431.856 TL

- b) TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 17.12.2013 tarih ve 2013REV844 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda Şirket'in mülkiyetinde yer alan 2989-2991-2992 ve 2994 no'lu parseller ile Yapı Kredi Koray GYO A.Ş. mülkiyetinde bulunan 1-2993-3017 ve 3028 parsellerin piyasa değeri emsal karşılaştırma yöntemi ve proje geliştirme yöntemi ile belirlenmiştir. Değerleme çalışmamızda ise ilgili gayrimenkullerin emsal karşılaştırma yöntemi ile hesaplanan değerleri temel alınmıştır. Bu gayrimenkullere ilişkin detay bilgiler aşağıda yer almaktadır:



Sıra	Mevki	Pafta No	Parsel No	Niteliği	Mülkiyet	Yüzölçümü (m ²)	Arsa Değeri
1	Beylik Mandıra Çiftliği	F22C06A1A	1	Arsa	Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.*	38.846,18	8.684.180 TL
2	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	2993	Tarla	Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.*	24.524,00	4.734.812 TL
3	Beylik Mandıra Çiftliği	1	3017	Tarla	Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.*	26.745,00	5.163.617 TL
4	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	3028	Tarla	Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.*	21.982,00	4.244.032 TL
5	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	2989	Özel Orman	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.**	71.900,26	8.767.374 TL
6	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	2991	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.**	21.520,00	4.154.834 TL
7	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	2992	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.**	22.020,00	4.251.368 TL
8	Beylik Mandıra Çiftliği	1-5	2994	Tarla	Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Tic.A.Ş.**	28.278,00	5.172.244 TL
Toplam Alan (m²)						255.815,44	45.172.461 TL

* Yapı Kredi Koray GYO A.Ş.'nin mülkiyetinde bulunan arsaların toplam değeri :22.826.641 TL

** Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin mülkiyetinde bulunan arsaların toplam değeri :22.345.821 TL

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 17.12.2013 tarih ve 2013REV843 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda yer alan önemli açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

- ⇒ Rapor, ilgili Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümlerine göre hazırlanmıştır.
- ⇒ Değerlenen tarlalarda 3-4-5-6-7-8-9-10-11-12-14-15-16 ve 17 no'lu parseller üzerinde herhangi bir takyidat bulunmamaktadır.
- ⇒ Riva 2994 parsel Göllü 1 parselde mükerrerdir. Çayağzı (Riva) 1669 parsel Göllü 1 ve 2 no'lu parsellerle mükerrerdir. Mükerrer olan kısım, parsellerin farklı köylerde ve köy sınırında olmasından kaynaklanmaktadır. Beykoz Kadastro Müdürlüğü tarafından, sınır ölçüm hatasından kaynaklanan mükerrer alanlar oluşmuştur. Söz konusu hata, Kadastro Kanunu'nun 41.Maddesi yönetmeliğinin 8.Maddesine göre "sınırlama hatası" olarak nitelendirilmektedir. Mükerrer olan kısımlar, Kadastro Kanunu 41.Maddesi Yönetmeliği'ne göre düzeltilmektedir.
- ⇒ Riva Doğu ve Riva Göllü olarak adlandırılan parsellerde, değerleme tarihi itibarıyla, mükerrerliğin kaldırılması için herhangi bir başvuru bulunmamaktadır. Kadastro tarafından da herhangi bir düzeltme işlemine henüz başlanmamıştır.
- ⇒ Beykoz Belediyesi İmar Müdürlüğü'nde 08.11.2013 tarihinde yapılan incelemeler sonucunda edinilen bilgilere göre ve 20.11.2013 tarihli yazılı imar durumu belgesine göre değerleme konusu taşınmazlar, 29.06.2011 onay tarihli 1/5000 ölçekli "Bozhane, Göllü, Kılıçlı, İshaklı Köyleri Koruma Amaçlı Nazım İmar Planı'nda", "Tarımsal Niteliği Korunacak Alan" lejandında kalmaktadır.
- ⇒ İlgili Plan Notlarına Göre; tarımsal niteliği korunacak alanlar, 03.05.2005 gün ve 5403 sayılı Toprak Koruma ve Arazi Kullanımı Kanunu ve 15.12.2005 gün ve 26024 sayılı Toprak Koruma ve Arazi Kullanımı Kanunu Uygulama Yönetmeliği hükümlerine tabi alanlardır. Tarımsal niteliği korunacak alanlarda, tarımsal faaliyetleri destekleyen tarımsal amaçlı yapılar yapılabilir. Tarımsal niteliği korunacak alanlarda ilgili mevzuata göre yapılacak tarımsal amaçlı yapı, toprak

koruma ve sulamaya yönelik altyapı tesisleri, entegre nitelikte olmayan hayvancılık ve su ürünleri üretim ve muhafaza tesislerini, zorunlu olarak tesis edilmesi gerekli müstemilatı, mandırayı, üreticinin bitkisel üretime bağlı olarak elde ettiği ürünü için ihtiyaç duyacağı yeterli boyut ve hacimde depoları, un değirmenini, tarım alet ve makinelerinin muhafazasında kullanılan sulandırma ve çiftlik atölyelerini, ekolojik tarımsal işlevlerde kullanılan depolama alanlarının karşılandığı yapıları içerir. Bu alanlarda 1/1000 ölçekli koruma amaçlı uygulama imar planları onaylanmadan uygulama yapılamaz.

- ⇒ Beykoz İlçesi, Göllü Köyü'ndeki 1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-11-12-14-15-16 ve 17 no'lu parseller; 1/5000 ölçekli Bozhane, Göllü, Kılıçlı ve İshaklı Köyleri Koruma Amaçlı Nazım İmar Planı'nda tarımsal niteliği korunacak alan, kısmet Riva Deresi mutlak koruma kuşağında kalmaktadır. Ayrıca, Riva Deresi mutlak koruma kuşağında alan parseller I.derece doğal sit alanında, diğerleri ise II.derece doğal sit alanında kalmaktadır.
- ⇒ Mükerrer parseller daha önce geçen Riva (Çayağzı) parsellerinde korunurken, Göllü (1 ve 2 no'lu parseller) parsellerinden düşülmüş ve mükerrerliğin etkisi kaldırılmıştır.

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 17.12.2013 tarih ve 2013REV844 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda yer alan önemli açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

- ⇒ Rapor, ilgili Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümlerine göre hazırlanmıştır.
- ⇒ Mükerrer parseller daha önce geçen Riva (Çayağzı) parsellerinde korunurken, Göllü (1 ve 2 no'lu parseller) parsellerinden düşülmüş ve mükerrerliğin etkisi kaldırılmıştır.
- ⇒ 1164 ada ve 1 no'lu parsel üzerinde, 17.08.1978 tarih ve 1700 yevmiye no'lu müşterek methal şerhi vardır. Müşterek methal, sosyal tesis, ticari mahal, yüzme havuzu, tenis kortu, ısı merkezi gibi taşınmaz mal veya bağımsız bölümler başka parsel veya bağımsız bölümlerin ortaklaşa kullanılan yerine verilen isimdir.
- ⇒ 2993-3017-3028-2989-2991-2992-2994 parseller için müşterek olarak; mülkiyet intikalinin toprak ve tarım reformunun uygulaması açısından geçersiz sayılacaktır. 1671-1822-1887-1967-1977 ve 2039 parseller bu ve taleptenmesinde yazılı diğer parsellerin müşterek methalidir.
- ⇒ 2989 no'lu parsel, 6831 sayılı kanunun 3373 sayılı yasa ile değişik 52.madde hükmü gereğince parçalanıp satılamaz. Mirasçılar arasında ifrazen taksim edilemez ve üzerinde aynı madde hükmü dışında inşaat yapılamaz.

Gayrimenkul değerleme raporlarında yer verilen yukarıdaki açıklama ve varsayımlar altında Şirket'in aktifinde kayıtlı bulunan ve değerlemeye konu tarla ve arsaların rayiç değeri 42.777.676 TL olarak tespit edilmiştir. Sonuç olarak, Şirket'in maddi duran varlıklarında 131.324 TL (42.909.000-42.777.676) değer azalışı yapılarak düzeltilmiş özvarlık değeri hesaplanmıştır.

Değer düşüklüğü nedeniyle devreden KDV tutarında değer düşüklüğüne uğrayan kısma isabet eden (131.324 TL x %18 = 23.638 TL) 23.638 TL'nin geri kazanılamayacağı düşünülmektedir.

	2013/9		2013/9
	Yasal Kayıtlar	Değerleme Farkı	Düzeltilmiş
Dönen Varlıklar	51.181.094		51.026.131
Hazır Değerler	4.017		4.017
Ticari Alacaklar	102.243		102.243
Stoklar	42.909.000	-131.324	42.777.676
Riva Arazileri	42.909.000	-131.324	42.777.676
Diğer Dönen Varlıklar	8.165.834	-23.638	8.142.195
Devreden KDV	8.164.561	-23.638	8.140.923
Diğer Dönen Varlıklar	1.272		1.272
Duran Varlıklar	0		0
AKTİFLER	51.181.094		51.026.131
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.479		1.479
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0		0
Özkaynaklar	51.179.615	-154.962	51.024.652
PASİFLER	51.181.094		51.026.131

Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin 30.09.2013 tarihli bilançosu esas alındığında Düzeltilmiş Özvarlık Değeri 51.024.652 TL olarak hesaplanmaktadır.

Gelir Yaklaşımı**İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi**

İndirgenmiş nakit akışları ("İNA") analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, şirketin satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Değerleme çalışmamızda, değerleme tarihi itibarıyla şirket gayrifaal olduğundan ve mevcut arazi ve arsaları ile ilgili henüz gelir ve nakit akışı yaratacak proje üretmediğinden İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi uygulanamamıştır.

26.12.2013

Gelişim Gayrimenkul Yatırım ve Ticaret A.Ş.

BAKER TILLY
GÜRELİ
Kurumsal Finansman

SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 30.09.2013 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Şirket Değeri
Gelir Yaklaşımı (İNA Değeri)	Anlamli Değildir.
Pazar Yaklaşımı (Emsal Değeri)	37.001.115 TL
Düzeltilmiş Özvarlık Değeri	51.024.652 TL

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esası temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu şirketin faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Görüşümüze göre, Gelişim Gayrimenkul ve Yatırım Ticaret A.Ş.'nin pazar değerini adil ve gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam, Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi ile hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık 51.024.652 TL'dir.

GÜRELİ
YEMİNLİ MALİ KÜSARLIK VE
BAĞIMSIZ DEĞERLEME HİZM. A.Ş.
Dr. M.Özgür GÜRELİ
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

EKLER
Karşılaştırılabilir Firma Listesi
Gayrimenkul Değerleme Raporları
Sermaye Azaltımı Ticaret Sicil Gazetesi

AK20133GGY12