

# ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.

---

## **ŞİRKET DEĞERLEME** (ve Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin devir yöntemine ilişkin görüş) **RAPORU**

06.09.2012

## İÇİNDEKİLER

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER</b> .....	<b>4</b>
1.1. RAPOR TARİHİ VE NUMARASI .....	4
1.2. RAPOR TÜRÜ/AMACI .....	4
1.3. RAPORU HAZIRLAYANLAR .....	4
<b>2. TANITICI BİLGİLER</b> .....	<b>4</b>
2.1. DEĞERLEMİYİ YAPAN ŞİRKET UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ.....	4
2.2. DEĞERLEME TALEBİNDE BULUNAN MÜŞTERİ UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ.....	4
2.3. DEĞERLEME KONUSU ŞİRKET UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ.....	4
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM VE İLKELERİ</b> .....	<b>5</b>
3.1. RAPORUN AMACI .....	5
3.2. SINIRLAYICI KOŞULLAR .....	5
3.3. ETİK İLKELER .....	6
3.4. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ.....	7
3.4.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı.....	7
3.4.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri).....	7
3.4.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi.....	8
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER</b> .....	<b>11</b>
4.1. GLOBAL EKONOMİK GÖRÜNÜM .....	11
4.2. DÜNYA İNŞAAT VE KONUT SEKTÖRÜ.....	12
4.3. DÜNYA TİCARİ GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ .....	14
4.4. ULUSAL EKONOMİK GÖRÜNÜM .....	14
4.5. TÜRKİYE TURİZM SEKTÖRÜ ANALİZİ .....	16
4.6. TÜRKİYE ÖTELCİLİK SEKTÖRÜ .....	21
4.7. TÜRKİYE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ FİNANSAL GÖSTERGELER.....	26
4.8. TÜRKİYE FİNANSAL GÖSTERGELER.....	28
<b>5. ŞİRKET BİLGİLERİ</b> .....	<b>29</b>
5.1. ŞİRKET ANA SÖZLEŞMESİNE GÖRE FAALİYET ALANI.....	29
5.2. ŞİRKET YÖNETİM KURULU VE GÖREVLİ PERSONEL.....	29
5.3. ŞİRKET AKTİFİNDE YER ALAN GAYRİMENKULLER .....	29
<b>6. MALİ TABLOLAR</b> .....	<b>32</b>
6.1. UFRS UYARINCA DÜZENLENMİŞ STANDART MALİ TABLOLAR.....	32
6.1.1. Öz sermaye .....	32
6.1.2. Bilançolar.....	33
6.1.3. Gelir Tabloları .....	34
6.2. RAYIÇ DEĞERLERLE İFADE EDİLMİŞ MALİ TABLOLAR.....	34
6.2.1. Bilançolar.....	37
6.3. HESAP KALEMLERİ HAKKINDA AÇIKLAMALAR .....	38
6.3.1. İlişkili Taraflardan Alacaklar .....	38
6.3.2. İlişkili Taraflara Borçlar.....	38
6.3.3. Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar .....	38
6.3.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller .....	39
6.3.5. Finansal Borçlar .....	39
6.3.6. Finansal Kiralama Yükümlülükleri.....	39
6.3.7. Satışlar ve Amortisman Gideri.....	39
6.3.8. Genel Yönetim Gideri.....	40
6.3.9. Finansman Gideri.....	40
6.3.10. Diğer Gelirler .....	40
<b>7. GAYRİMENKULLERİN DEVİR YÖNTEMLERİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER</b> .....	<b>41</b>
7.1. VARLIK SATIŞI YÖNTEMİ.....	41
7.2. KİSMİ BÖLÜNME YÖNTEMİ .....	42
7.3. BİRLEŞME (DEVİR) YÖNTEMİ .....	43
7.4. TTK HÜKÜMLERİNE GÖRE AYNI SERMAYE KONMASI (KVK HARTCI).....	43
7.5. VARLIK SAHİBİ ŞİRKET (ŞİRKET) HİSSELERİNİN DEVİRİ.....	43



7.6. ÖNERİLEN DEVİR YÖNTEMİ.....	43
<b>8. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI .....</b>	<b>44</b>
8.1. PIYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ .....	44
8.1.1 FİYAT / KAZANÇ (F/K) ORANINA GÖRE DEĞERLEME .....	45
8.1.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) Oranına Göre Değerleme.....	45
8.1.3. Temettü Verim Oranına Göre Değerleme.....	46
8.1.4. Piyasa Çarpanları Yöntemi Sonuçları.....	47
8.2. ÖZ VARLIK YÖNTEMİ .....	48
8.2.1. UFRS'e göre düzenlenmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri.....	48
8.2.2. Rayiç Değerlerle İfade Edilmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri.....	49
8.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (DCF-İNA) ANALİZİ.....	53
8.3.1. Varsayımlar.....	53
8.3.2. İNA Analizi Sonuçları.....	55
<b>9. DEĞERLERİN TOPLU SUNUMU VE KABUL EDİLEN DEĞER TAKDİRİ .....</b>	<b>58</b>
<b>10. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....</b>	<b>61</b>
<b>11. RAPOR EKLERİ .....</b>	<b>62</b>



## 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

### 1.1. Rapor Tarihi ve Numarası

06.09.2012 - 2012/15

### 1.2. Rapor Türü/Amacı

İş bu Rapor, **Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş.(ŞİRKET)**'in talebi üzerine;

- Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin münferiden ve/veya toplu olarak satın alınması,
- Şirket hisselerinin devri yoluyla gayrimenkullerin sahipliklerinin devralınması,
- Taraflarca uygun görülecek bir yöntemle,

Mülklerin satışı amacıyla yapılacak görüşmelerde, karar alma sürecine yardımcı olmak amacıyla, **30.06.2012** tarihi itibarıyla Şirket gayrimenkullerinin ve diğer varlıklarının gerçek durumuna ve bu verilerden de faydalanılarak, Şirket öz sermaye değerinin belirlenmesine ilişkin çalışmalarını içeren "**Şirket Değerleme**" ve mevcut mevzuat hükümlerince devir maliyetlerinin minimizasyonu amaçlarına ilişkin olarak hazırlanan "**Görüş /Öneri**" raporudur.

### 1.3. Raporu Hazırlayanlar

Tayfun ŞENOL  
Sorumlu Ortak Başdenetçi

## 2. TANITICI BİLGİLER

### 2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

**DT BAĞIMSIZ DENETİM A.Ş.**  
EGS Blokları B2 Kat 12 Yeşilköy / İstanbul  
Tel : + 90 212 465 88 33 Fax : + 90 212 465 88 38  
www.denetimturkey.com

### 2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

**ÖZAK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**  
Atatürk Bulvarı, 13. Cadde 34 Portal Plaza, Kat: 2-3, İkitelli OSB, 34494 Başakşehir / İstanbul  
T: 0 212 486 36 50; Faks: 0 212 486 01 21; W:www.ozakgyo.com

### 2.3. Değerleme Konusu Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

**Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş.**  
Cevizlibağ Topkapı Davutpaşa Cad. No-26 / 3-2 Zeytinburnu / İstanbul



### 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

#### 3.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Müşterinin talebi üzerine, **Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş. ("ŞİRKET")**'nin değer tespitinin yapılması amacıyla hazırlanmış olup değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Bu çalışma, Rapor'un 1.2 bölümünde belirtilen amaca uygun olarak, tarafların gerçekleştirileceklere işlemlerde karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Şu bilinen bir gerçektir ki, adil piyasa fiyatı (fair market value), herhangi bir etki altında olmaksızın ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, değişime esas olarak kabul edilen değerdir. Bu raporda bulunan değer(ler) ise, Şirket hisselerinin değerinin tespiti amacıyla hesaplanmıştır.

#### 3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme Raporu ("**Rapor**") **DT Bağımsız (DT)** tarafından, münhasıran **ŞİRKET** yönetimi için, Şirket'in değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

İşbu Rapor, **ŞİRKET** tarafından **DT**'ye verilen ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler ve 30.06.2012 tarihli mali tablolar esas alınarak düzenlenmiş Bağımsız Denetim Raporu'ndaki veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Verilen ve kamuya mal olmuş bilgilerin doğruluğu, **DT** tarafından özel / bağımsız olarak teyit edilmemiş / araştırılmamıştır. Ayrıca, tarafımıza sunulan Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan bilgilerin, **ŞİRKET** tarafından verilen tüm finansal ve diğer bilgilerin veya - tüm tahminler dahil olmak üzere - kamuya mal olmuş tüm bilgilerin, özel / bağımsız doğrulamaya başvurulmadan doğruluğu ve bütünlüğü esas alınarak görüş bildirilmiştir. Bu sebeple, bu Rapor'un hazırlanmasında **DT**'ye verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan herhangi bir yazılı veya sözlü iletişime veya ürünler/hizmetler ile ilgili olarak **ŞİRKET** tarafından yapılmış olan herhangi bir araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez, ayrıca bu çalışmanın yapılmış olması **ŞİRKET** mali tablolarının tarafımızca da bağımsız denetimden geçirildiği anlamına gelmez. Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. **ŞİRKET** tarafından sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu halde **DT** hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir. Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibarı ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonradan meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu Rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

Bu Rapor, **DT** tarafından hazırlanmıştır ve **ŞİRKET**'in söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor, **ŞİRKET**'in münhasır ve münferit kullanımı için hazırlanmıştır. Rapor'un teslimi ile **taraflar**, Rapor içerisinde verilen bilgilerin gizli tutulacağını **DT**'ye taahhüt eder. Rapor, hiçbir zaman **DT**'nin yazılı ön izni olmadan kamu kurum ve kuruluşları dışında üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.



### 3.3. Etik İlkeler

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun Değerleme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencilikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve ahenyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitilmiş uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

#### RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR

ABD\$	Amerikan Doları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirketi
B	Finansal Borcun Değeri
CF	Serbest Nakit Akımı
G	Büyüme Oranı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
FVÖKM	Faiz ve Vergi Öncesi Kar Marjı
F / NA	Fiyat / Nakit Akımı Oranı
F / K	Fiyat / Kazanç Oranı
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
Kd	Borçlanma Maliyeti
ke	Sermaye Maliyeti
KDV	Katma Değer Vergisi
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
NOPLAT	Net Faaliyet Karı
Mn	Milyon
m(b)	Borç Maliyeti
m(ö)	Öz sermaye Maliyeti
MTV	Motorlu Taşıtlar Vergisi
Ö	Öz sermaye
PD / DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
R	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
R(f)	Risksiz Sermaye Maliyeti
R(m)	Sermaye Piyasası Getirisi
Rm-Rf	Risk Primi
SMM	Satılan Mal Maliyeti
S	Sermayenin Piyasa Değeri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
t	Efektif Vergi Oranı
TCMB	Türkiye Merkez Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
V	Vergi
YMM	Yeminli Mali Müşavirlik
TL	Türk Lirası



### 3.4. Şirket Değerlemesi Yöntemleri

Şirket değerlemesi (Şirket'in olması gereken değerinin tespiti çalışmaları), genelde üç ana yöntem altında toplanabilecek tekniklerle yapılmaktadır.

- i. **Piyasa Çarpanları Yöntemi**
- ii. **Öz varlık Yöntemi**
- iii. **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

#### 3.4.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Bu yöntemle Şirket değerlendirme veya başka bir deyişle hisse senedi fiyatlamasında genel olarak, değerlemeye konu Şirket'in, başta gerçekleşmiş / kamuya açıklanmış ekonomik finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkarak, benzer sektörlerde veya işlem göreceği / satışa sunulacağı piyasalarda yer alan ve **fiyatı oluşmuş hisse senetlerine göre "beklenen hisse senedi fiyatı"** tahmin edilmektedir. Bu belirlemede, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamalar kullanılmakta veya veri azlığı, piyasa sığılığı v.b. nedenler ile genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır.

Belli bir anda birden çok Şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu Şirketlere ait veriler arasında ilişki kurarak oluşturulan modeller, genel olarak piyasa çarpanları yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa çarpanlarına,

- i. **Fiyat / Kazanç Oranı,**
- ii. **Piyasa Fiyatı / Defter Değeri,**
- iii. **Temettü Verimi**

yöntemleri örnek gösterilebilir.

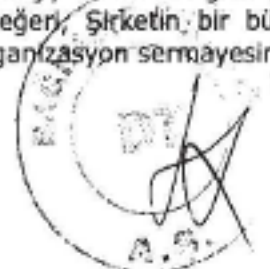
Ayrıca, yine piyasa verilerinden yola çıkarak değişkenlerin tek başına fiyatı belirleyemeyeceği düşüncesiyle, birden fazla değişkenin aynı anda fiyat üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik olarak kurulan ekonometrik modeller de mevcuttur (Yatay kesit regresyon analizleri gibi).

Ancak, genel olarak bu yaklaşımlar, Şirket'in mevcut durumunu göz önüne almakta, beklenen gelişmeleri fiyatlamalara yansıtılmamaktadır. Bu sebeplerle, Şirket değerlemesinde kullanılan ikinci ana yöntem, **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizidir.**

#### 3.4.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri)

Öz varlık Değeri, Şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan Şirket değeridir. Yöntem, Şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Öz varlık değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte, diğer bir deyişle Şirket'in tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde **tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır.** Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, Şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, Şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini



ihmal eder. Çünkü tasfiye değeri, Şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlemektedir.

### 3.4.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, özü itibarıyla, **Şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının iskonto edilerek net bugünkü değeriyle ifadesidir**. Şirketin gelişme trendini fiyatlara yansıtılabiliyor olması sebebiyle, diğer yaklaşımlara göre üstünlükleri bulunmakta olup, tüm dünyada genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir analiz yöntemidir.

Bu analiz yöntemleri kullanılarak Şirket değerlemesi gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalarda, üç temel girdi (yeya bağımsız değişken) kullanılmaktadır.

Bunlar;

- 1-Şirket'in gelecek yıllarda gerçekleştireceği nakit akımları,
- 2-İndirgeme oranı,
- 3-Devam eden değer (DED veya Terminal Değer)'dir.

**Devam eden değer**, Şirket'in nakit akımlarının tahmin edildiği dönemden (genellikle 5 yıl) sonra, sonsuza kadar alacağı değerdir.

Her türlü Şirket yatırımının Şirket'e nakit olarak dönüşünün uzun yıllara yayılması, devam eden değerın Şirket değeri içerisinde (çoğu analizlerde %50'lere varan) yüksek değerlere ulaşması sonucunu doğurmakta, bu husus ise analizlerde **DED**'in tahminini en az iskonto oranı kadar önemli kılmaktadır.

Bu sebeple, teoride **DED**'in hesaplanmasında, "Sürekli ve Sabit Büyüme Modeli", "Değer Sürücüsü Modeli" ve "Ekonomik Kar Yöntemi" gibi ayrı modeller geliştirilmiş, hatta, **DED**'i dikkate almayan bazı İNA yaklaşımları da (Tasfiye Değeri Yöntemi ve Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemi gibi) geliştirilmiştir.

**DED**'in hesaplanmasında sürekli ve sabit büyümeyi esas alan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre, bir Şirketin değeri, o Şirketin gelecek yıllardaki faaliyetleri sonucunda yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olup aşağıda sunulan denklem, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^0}$$

CF (Cash Flow)	= Serbest Nakit Akımı
r (AOSM)	= Iskonto Oranı (enflasyon + risk seviyesini yansıtan reel getiri)
g (Büyüme)	= Nakit Akımlarının (n + 1) yılından itibaren büyüme hızı

Şirket'in gelecekte yaratması beklenen değerın belirlenmesi için yapılan uzun dönemli projeksiyonlar sonunda, Şirketin **devam eden değeri** hesaplanarak nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilmekte ve Şirket'in bugünkü değeri hesaplanmaktadır.





Şirketin, gelecekte yaratması beklenen Serbest nakit akımlarının belirlenebilmesi için beş yada on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılmakta ve elde edilen **nakit akımları**, Şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine göre belirli bir iskonto oranı ile indirgenerek, Şirket'in bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Nakit Akımı Modelinde, iskonto edilen **nakit akımı** aşağıdakişekilde tanımlanmıştır.

Faaliyet	= +	Faaliyet Karı
Nakit Akımı		(Earning Before Interest and Taxes - EBIT)
	+	Cari Yıl Amortisman Masrafı
	-	(Nakit Akımlarının Ait Olduğu Dönemde Ödenen Vergi
	+	Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
	-	Sabit Kıymet Yatırımları
	- / +	Net İşletme Sermayesindeki Artış Yada Azalış

İskonto Oranı, girişimcilerin yaptıkları yatırım karşılığında talep ettikleri reel getiri oranı ile enflasyon oranının bileşik toplamını temsil etmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının günümüz değerine getirilmesinde kullanılan iskonto oranı, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) esas alınarak hesaplanmakta ve AOSM aşağıdakişekilde ifade edilmektedir.

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = \text{AOSM} = \frac{K_e * S}{B+S} + \frac{K_d * (1-t) * B}{B+S}$$

$K_e$	Sermaye Maliyeti
$K_d$	Borçlanma Maliyeti
$B$	Finansal Borcun Piyasa Değeri
$S$	Sermayenin Piyasa Değeri
$t$	Efektif Vergi Oranı

Yukarıda yer alan ifadeden de anlaşılacağı gibi AOSM, sermaye maliyeti ile borç maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ifade de yer alan borçlanma maliyeti, Şirketin mevcut borçlanma maliyeti olabileceği gibi, eğer gelecek yıllarda Şirketin tahmini borçlanma maliyetinin mevcut borçlanma maliyetinden farklı olacağı düşünülüyorsa, tahmini borçlanma maliyeti ile de ifade edilebilir.

Sermaye maliyeti ise Şirketin içerisinde bulunduğu ülkenin, sektörün ve Şirketin risk seviyesine göre aşağıda sunulan tanım esas alınarak hesaplanan maliyettir.

$$\text{Sermaye Maliyeti } (K_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$\beta$	Beta Katsayısı
$R_f$	Risksiz Getiri Oranı
$R_m - R_f$	Risk Primi

İNA uygulamasında Ekonomik Kar Yöntemi (EVA), gerek tahmin dönemine ilişkin nakit akımlarının, gerekse DED'in hesaplanmasında **yatırılan sermayenin Şirket değerine katkısını** esas almaktadır. Yöntem, en basit ifade ile Şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farkı, diğer bir deyişle yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın, **yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değeri hesaplamaktadır.**

**EVA** = NOPLAT - (Yatırılan Sermaye x AOSM) yada **EVA** = (ROIC - AOSM) x Yatırılan Sermaye

NOPLAT	= Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı
ROIC	= Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri
AOSM	= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti



**Günümüz koşullarında TL esas alınarak yapılacak İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde, ülkemizdeki enflasyon ve reel getiri oranları göz önüne alındığında (sürdürülebilir olmaması) geleceğe (sonsuz kadar) yönelik olarak iskonto ve büyüme oranının tespiti açısından önemli riskler içermektedir. Bu sebeple, TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nin uluslar arası kabul gördüğü üzere, ABD Doları bazlı yapılması uygun görülmüştür.**

ABD Doları bazlı hesaplanan Şirket değeri'nin işleme konu olacağı tarih itibari ile geçerli olan kurla TL 'ye dönülmesi gerekmektedir.

Ülkemizde yabancı para cinsinden Risksiz getiri oranı'nın belirlenmesinde, Türkiye Cumhuriyeti'nin döviz (ABD Doları) cinsinden uzun vadeli (genellikle 30 yıllık) ortalama Eurobond getiri oranları esas alınmaktadır.

Risk primi ise piyasada elde edilen ortalama getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki fark ile ifade edilmektedir.



## 4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

### 4.1. Global Ekonomik Görünüm

Dünya ekonomisinde gelişmiş ve gelişen ülkelerde ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Yılın geneline ilişkin büyüme beklentileri de aşağı yönlü revize edilmektedir. İlk çeyrekte ABD ekonomisinde yüzde 1.9 büyüme gerçekleşmiş ve beklentilerin altında kalmıştır. Euro bölgesi ilk çeyrekte küçülmüştür. Japonya'da ilk çeyrek büyümesi geçen yılın aynı döneminde deprem nedeniyle yaşanan küçülmenin üzerine yüzde 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Çin'de de ekonomik büyüme oranı düşmektedir.

<b>Dünya Ekonomisi Büyüme</b>				
<b>(GEÇEN YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE)</b>				
DÖNEMLER	ABD %	EURO BÖLGESİ %	ÇİN %	JAPONYA %
2010 Q2	3.3	2.2	11.1	4.5
2010 Q3	3.5	2.2	10.6	5.3
2010 Q4	3.1	2.2	10.3	3.3
2011 Q1	2.2	2.4	9.7	-0.1
2011 Q2	1.6	1.6	9.6	-1.7
2011 Q3	1.5	1.3	9.4	-0.6
2011 Q4	1.6	0.7	9.2	-0.5
2012 Q1	1.9	-0.1	8.1	2.7

KAYNAK: OECD

Küresel ekonomi ile ilgili olarak izlenen öncü göstergeler ekonomideki yavaşlamayı teyit etmektedir. OECD bileşik öncü göstergeler seviyesi 100.5 ile durağanlık sınırına (100.0) oldukça yakın kalmaya devam etmektedir. Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı kriz seviyelerine yaklaşmış olup dünya ticaretindeki yavaşlamayı göstermektedir. Metal fiyatlarındaki gevşeme de ekonomik yavaşlama sonucu talebin azalmasından kaynaklanmaktadır.

<b>Dünya Ekonomisi Öncü Göstergeleri</b>				
DÖNEMLER	OECD BİLEŞİK ÖNCÜ GÖSTERGE ENDEKSİ	BALTIK CAPSİZE TAŞIMACILIK ENDEKSİ	IMF METAL FİYAT ENDEKSİ	OECD BÖLGESİ İSSİZLİK % TOTAL
2010 Q2	102.8	2.711	182.88	8.6
2010 Q3	101.9	3.370	202.24	8.6
2010 Q4	102.8	2.346	233.58	8.4
2011 Q1	103.0	1.768	244.21	8.2
2011 Q2	101.9	2.036	235.71	8.0
2011 Q3	100.1	3.136	224.10	8.0
2011 Q4	100.2	3.287	192.11	7.9
2012 Q1	100.4	1.412	206.92	7.9
2012 Q2	100.5 <sup>(1)</sup>	1.155	193.34 <sup>(2)</sup>	7.9 <sup>(2)</sup>

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Nisan, (2) Mayıs Küresel ölçekte mali göstergelerde yılın ilk çeyrek döneminde genel bir artış eğilimi yaşandıktan sonra ikinci çeyrekte yavaşlama ve gerileme eğilimi ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi piyasalarında da aynı eğilim yaşanırken petrol ve emtia fiyatları yılın ikinci çeyrek



döneminde gerilemektedir. Euro-dolar paritesi de dolar lehine güçlenmektedir. Faiz oranları ise küresel düşük kalmaya devam etmektedir.

#### Dünya Ekonomisi Mali Göstergeleri

DÖNEM	DM İNDEKSİ	FED. KAPITÜLASYON	İTİM İNDEKSİ	ABD İNDEKSİ	EUR DOLAR PARİTESİ
2010 Q2	9.774	75.6	1.244	0.25	1.2036
2010 Q3	10.768	79.9	1.307	0.25	1.3657
2010 Q4	11.577	91.4	1.422	0.25	1.3379
2011 Q1	12.319	106.7	1.430	0.25	1.4163
2011 Q2	12.414	95.7	1.506	0.25	1.4490
2011 Q3	10.913	79.2	1.620	0.25	1.3084
2011 Q4	12.217	98.8	1.566	0.25	1.2958
2012 Q1	13.212	103.0	1.662	0.25	1.3338
2012 Q2	12.480	98.0	1.585	0.25	1.2660

SOURCE: WORLD ECONOMIC SURVEILLANCE, JUNE 2012

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibarıyla

İş dünyasının ekonominin yakın dönem geleceğine ilişkin beklentilerini yansıtan imalat sanayi beklenti endeksleri (PMI) Avrupa Birliği'nde dip seviyelere gerilerken, Çin'de de ilk çeyrek sonrası düşüş göstermektedir. ABD'de ise iş dünyasının beklentileri göreceli olarak daha yüksektir.

#### Dünya Ekonomisi Güven ve Beklenti Endeksleri

DÖNEMLER	İMALAT SANAYİ BEKLENTİ ENDEKSİLERİ			TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİLERİ		
	ABD	AB	ÇİN	ABD	AB	ÇİN
2010 Q2	55.3	55.6	52.1	67.8	-14.9	108.5
2010 Q3	55.3	53.7	53.8	68.2	-11.4	104.1
2010 Q4	58.5	55.5	53.9	74.5	-12.1	100.4
2011 Q1	59.7	57.5	53.4	67.5	-13.0	107.6
2011 Q2	55.8	52.0	50.9	71.5	-11.2	108.1
2011 Q3	52.5	48.5	51.2	59.5	-19.1	103.4
2011 Q4	53.1	46.9	50.3	69.9	-22.1	100.5
2012 Q1	53.4	47.7	53.1	76.2	-19.1	100.0
2012 Q2	53.5 <sup>(1)</sup>	45.1	49.8	73.2	-19.7	103.0 <sup>(2)</sup>

SOURCE: ISM SURVEILLANCE, JUNE 2012

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibarıyla (1) Nisan, (2) Mayıs

#### 4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

ABD inşaat harcamalarında sınırlı bir toparlanma yaşanmaktadır. Konut inşaat harcamaları ilk çeyrekte 255.8 milyar dolara, Nisan ayında ise 262.3 milyar dolara ulaşarak son dokuz çeyrek dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Konut dışı bina harcamaları ise 260 milyar doların biraz üzerindeki büyüklüğünü son dört çeyrekte korumakta olup henüz büyüme eğilimine girememiştir.



### ABD İnşaat Sektörü Harcamaları

YILLIK MİLYAR DOLAR

DÖNEMLER	KONUT İNŞAATI HARCAMALARI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI HARCAMALARI
2010 Q2	257.8	261.9
2010 Q3	236.2	260.0
2010 Q4	238.4	239.0
2011 Q1	235.8	242.8
2011 Q2	252.3	258.7
2011 Q3	241.7	261.3
2011 Q4	253.7	263.4
2012 Q1	255.8	266.1
2012 Q2 <sup>1)</sup>	262.3	264.3

KAYNAK: U.S. BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Nisan

ABD konut sektörü göstergeleri yeni yıl ile birlikte sınırlı bir toparlanmaya işaret etmektedir. Yeni ev satışları ve mevcut ev satışları yılın ilk çeyrek döneminde artmış olup, artış ikinci çeyrek dönemde de sürmektedir. Konut fiyatları ise yılın ilk çeyrek döneminde gerilemiştir. İkinci çeyrek dönemde ise konut fiyatlarında artış olmakla birlikte henüz yılbaşı seviyelerine ulaşamamıştır.

### ABD Konut Sektörü

DÖNEMLER	YENİ EV SATIŞLARI AYLIK BİN	MEVCUT EV SATIŞLARI YILLIK BİN	KONUT FİYATLARI ENDEKSİ	
			CASE SHİLLER 20	CASE SHİLLER 10
2010 Q2	305	5.230	148.0	161.0
2010 Q3	317	4.470	147.2	161.0
2010 Q4	326	4.450	142.4	156.0
2011 Q1	301	4.260	137.6	150.9
2011 Q2	304	4.180	140.5	154.9
2011 Q3	306	4.280	142.0	155.6
2011 Q4	339	4.380	136.6	149.6
2012 Q1	347	4.470	134.1	146.5
2012 Q2	3692	4.550 <sup>2)</sup>	135.81	148.4 <sup>2)</sup>

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, U.S. STANDARD AND POORS CASE SHİLLER HOUSE PRICE INDEX.

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Nisan, (2) Mayıs

Avrupa Birliği Euro bölgesinde yaşanan sıkıntılar inşaat sektörü faaliyetlerini yeniden olumsuz etkilemeye başlamıştır. Uzun süreli küçülme ardından 2011 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreklerinde büyümeye geçen inşaat faaliyetleri yeni yılda küçülmeye başlamış, ikinci çeyrekte küçülme hızı artmıştır.

### Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri

BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE

DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2010 Q2	-4.0	-2.8	-9.5
2010 Q3	-8.1	-7.3	-10.8
2010 Q4	-9.3	-8.2	-14.4
2011 Q1	-2.5	-2.3	-3.9
2011 Q2	-4.9	-5.6	-1.4
2011 Q3	1.8	1.9	0.9
2011 Q4	1.9	2.4	-0.3
2012 Q1	-6.4	-6.0	-8.9
2012 Q2 <sup>1)</sup>	-5.0	-4.7	-6.2

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

(1) Nisan



### 4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

Ticari gayrimenkul sektörü ile küresel ölçekte iktisadi faaliyetler arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki canlanma ticari gayrimenkul sektöründe yeni arzları, kiralama taleplerini ve yatırım amaçlı satın almaları olumlu etkilemektedir. 2012 yılının ilk çeyrek döneminde küresel ölçekte iktisadi faaliyetlerde genel bir yavaşlama ortaya çıkmış olup bu yavaşlama yeni arzları yönelik iştahı sınırlamaktadır. İşlerin yavaşlama etkisi kiralama taleplerini de yavaşlatmaktadır. Ticari gayrimenkul fiyatlarının durağan kalması da yatırım amaçlı satın alma faaliyetlerini olumsuz etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde uygulanan çok düşük faiz oranlarına rağmen ticari gayrimenkul fiyatlarında durağanlık sürmektedir. Ticari gayrimenkul sektörüne yönelik bankaların kredi olanakları ile ticari gayrimenkul alacaklarına dayalı menkul kıymet piyasalarının ikincil pazarları da halen zayıf performans göstermeye devam etmektedir.

**ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri 2000 = 100**

DÖNEMLER	OFİS BİNALARI	SANAYİ LOJİSTİK BİNALARI	PERAKENDE BİNALARI	APARTMANLAR
2010 Q2	123	124	118	135
2010 Q3	118	117	125	136
2010 Q4	124	125	136	141
2011 Q1	115	115	130	134
2011 Q2	125	119	129	135
2011 Q3	125	119	131	135
2011 Q4	126	122	133	140
2012 Q1	125	121	132	141

SOURCE: NAIOP'S REAL COMMERCIAL PROPERTY PRICE INDEX

*Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye*

ABD'de ticari gayrimenkul fiyatlarında durağanlık sürmektedir. Ekonomideki genel eğilimler ticari gayrimenkul piyasasındaki talebi ve fiyatları da etkilemektedir. Buna bağlı olarak ilk çeyrekte iktisadi faaliyetlerde beklentilerin altında kalan büyüme ticari gayrimenkul fiyatlarındaki durağanlaşmaya yol açmaktadır. Ticari gayrimenkul sektöründe tüm alt pazarlarda fiyatlar son iki yıldır hemen aynı seviyelerdedir.

### 4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

2012 yılının ilk çeyrek döneminde büyüme yüzde 3.2 olarak gerçekleşmiş ve yavaşlamıştır. Büyümedeki yavaşlama tüm alt sektörlerde hissedilmektedir. İlk çeyrekte imalat sanayi yüzde 2.5 büyürken, toptan ve perakende ticaret sadece yüzde 0.9 oranında büyümüştür. Ekonomiyi soğutma önlemlerinin ilk çeyrekte hedefine ulaştığı görülmektedir.



### Türkiye Ekonomisi İktisadi Faaliyetlerde Büyüme

DÖNEMLER	GSBH	İHHAT SANAYİ	TİCARİT	ULKSTRAN İKTİSAD	MALİ HİZMETLER
2010 Q2	10.4	15.4	14.0	10.4	6.8
2010 Q3	5.3	7.1	7.5	6.0	6.7
2010 Q4	9.3	11.3	13.4	13.8	9.7
2011 Q1	11.9	14.9	17.3	12.4	10.0
2011 Q2	9.1	9.1	14.2	12.4	9.2
2011 Q3	8.4	9.2	11.5	12.0	12.0
2011 Q4	5.2	5.2	3.9	6.8	6.8
2012 Q1	3.2	2.7	0.9	4.7	4.8

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Türkiye ekonomisinde öncelikli hedef olarak belirlenen cari açığın azaltılması ve enflasyonun düşürülmesi konusunda olumlu gelişmeler yaşanmaktadır. Aylık bazdaki gerilemeler ile yıllık cari açık Nisan ayı sonunda 69.2 milyar dolara gerilemiştir. Tüketici fiyat endeksi ise Mayıs ayı sonu itibarıyla yüzde 8.28'e düşmüştür. Kamu bütçesinde mali disiplin korunurken Türk Lirası yılbaşına göre değer kazanmıştır.

### Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler

DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI YILLIK	CARI AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İSSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q2	8.37	27.6	45.0	10.5	1.53	6.50
2010 Q3	9.24	36.2	32.7	11.3	1.45	7.00 <sup>(1)</sup>
2010 Q4	6.40	48.6	39.6	11.4	1.55	6.50
2011 Q1	3.99	53.9	32.4	10.8	1.54	6.25
2011 Q2	6.24	71.6	27.3	9.2	1.62	6.25
2011 Q3	6.75	77.4	18.1	8.8	1.86	5.75
2011 Q4	10.45	77.2	17.4	9.8	1.90	5.75
2012 Q1	10.43	71.9	19.7	9.9	1.78	5.75
2012 Q2	8.28 <sup>(2)</sup>	67.2 <sup>(2)</sup>	17.4 <sup>(1)</sup>		1.81	5.75

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU VE MERKEZ BANKASI MALİYE BAKANLIĞI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibarıya

(1) MB Politika faizi olarak 1 haftalık repo faiz oranını kullanmaya başlamıştır, (2) Nisan, (3) Mayıs

Reel kesim beklentileri ile tüketici güveni 2011 yılının ilk çeyrek döneminde artış eğilimi içinde olmuştur. Ancak bu eğilim yılın ikinci çeyrek döneminde tersine dönmüş ve reel kesim beklentileri ile tüketici güveni gerilemeye başlamıştır. Buna rağmen beklenti ve güven endeksleri halen yılbaşiseviyesinin üzerindedir.



## Türkiye Ekonomisi Güven ve Beklentİ Endeksleri

DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ
2010 Q2	111.7	88.04
2010 Q3	110.7	90.41
2010 Q4	106.4	90.99
2011 Q1	114.8	93.43
2011 Q2	114.6	96.42
2011 Q3	112.4	93.70
2011 Q4	97.2	92.00
2012 Q1	112.9	93.90
2012 Q2	108.1	92.10 <sup>1)</sup>

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye, (1) Mayıs

### 4.5. Türkiye Turizm Sektörü Analizi

Türkiye doğal güzellikleri, eşsiz tarihi mekânları, arkeolojik ören yerleri, gelişmekte olan turistik altyapısı ve misafirperverlik geleneği ile dünyanın en çok tercih edilen turizm destinasyonlarından biri haline gelmiştir. Üç tarafı denizlerle çevrili olan ülkede yazların uzun sürmesi ülkeyi yaz tatili açısından son derece popüler hale getirmektedir. Turizm sektörü yeni istihdam olanakları yaratması, GSYİH ve ödemeler dengesine pozitif yönde destek olması gibi özellikleriyle Türkiye’de son yıllarda yaşanan ekonomik kalkınmanın arkasındaki en önemli etkenlerden biri olmuştur.

#### ► Turizm Gelirleri ve Ziyaretçi Sayısı;

2009 yılı verilerine göre, dünyada en çok turist çeken ülkelerin ziyaretçi sayıları incelendiğinde, Türkiye’nin 7. Sırayı alarak, Almanya ve Meksika’yı geride bıraktığı görülmektedir. 2008 yılında 79,3 milyon ziyaretçi ile en çok sayıda yabancı ziyaretçi çeken ülke Fransa olmuştur. Fransa’yı ABD ve İspanya takip ederken Türkiye 25 milyon yabancı ziyaretçi ile 8. sırayı almıştır. Yabancı ziyaretçi sayısı ve turizm gelirleri son dönemlerde büyük bir hızla artmaktadır.

#### En Çok Ziyaret Edilen 10 Ülke-2009

Sıra No.	Ülke	Milyon Kişi
1	Fransa	74,2
2	A.B.D.	54,9
3	İspanya	52,2
4	Çin	50,9
5	İtalya	43,2
6	İngiltere	28,0
8	Almanya	24,2
9	Malezya	23,6
10	Meksika	21,5

Kaynak: UNWTO(Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü)



Türkiye 2008 yılında, dünya çapında kötüleşen koşullara rağmen, 26 milyon yabancı ve 4 milyon yerli olmak üzere toplam 30 milyon ziyaretçi ağırlayarak, tarihinin en iyi yılını geçirmiştir. Ziyaretçi sayısı ve turizm gelirleri sırasıyla % 13,6 ve % 18,5 artmış ve sonuç olarak ziyaretçi başına ortalama 708 ABD doları gelir elde edilmiştir. 2009 yılında ise yabancı ziyaretçi sayısı % 2,8 artmış, ancak gelirler % 7 düşmüştür. Bunun sonucunda ziyaretçi başına ortalama gelir miktarı 647 ABD dolarına gerilemiştir. 2010 yılı turizm

<sup>1</sup> TÜİK(Türkiye İstatistik Kurumu)



İstatistikleri incelendiğinde, yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki yıla oranla yüzde 15,7 oranında artış göstermiş olup, 28.632.204 seviyesine ulaşmıştır. 2010 yılı için elde edilen turizm geliri ise 20,8 milyar dolardır.

### 2010 Yılı Toplam Ziyaretçi Sayısı ve Turizm Gelirleri

Yıl / Dönem	Turizm geliri (\$)	Ziyaretçi Sayısı	Kişi başı ortalama harcama (\$)
<b>2010</b>			
I. Dönem	2.413.524.810	3.752.720	643
II. Dönem	4.558.849.846	8.373.407	544
III. Dönem	8.574.889.686	13.861.776	619
IV. Dönem	5.259.444.102	7.040.041	747
<b>Yıllık</b>	<b>20.806.708.444</b>	<b>33.027.943</b>	<b>630</b>

Kaynak: TÜİK

2011 yılının ilk altı ayına ilişkin Turizm Gelirleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Buna göre ilk altı ay içerisinde elde edilen toplam gelirin 8.472.400.000,- ABD \$ ile geçen yılın aynı döneminden yüksek olduğu, bunun sebebinin ziyaretçi sayısının fazla olmasından kaynaklandığı görülmektedir.

Dönem	Turizm Geliri(Milyon \$)	Ziyaretçi Sayısı	Kişi Başı Ortalama Harcama(\$)
Ocak	933,5	975.723	956,73
Şubat	909,3	1.079.505	842,33
Mart	1.257,5	1.617.782	777,30
Nisan	1.315,1	2.290.722	574,10
Mayıs	1.874,8	3.283.125	571,04
Haziran	2.182,2	3.780.637	577,20
<b>Toplam</b>	<b>8.472,4</b>	<b>13.027.494</b>	<b>650,35</b>

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, Merkez Bankası, Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul'a ilişkin veriler incelendiğinde 2009 yılında uluslararası alanda yabancı ekonomik krize rağmen ziyaretçi sayısını artıran İstanbul'un Avrupa Kültür Başkenti olarak aldığı 2010'da ziyaretçi sayısının azaldığı görülmektedir.

### 2009-2010 Yılı İstanbul'a Gelen Ziyaretçi Sayısı

	TÜRKİYE		İSTANBUL		2009'a Göre Değişim Oranı (Aylık)	Önceki Yıla Göre Değişim (Kümülatif)
	2009	2010	2009	2010		
<b>OCAK</b>	751.817	<b>809.974</b>	339.897	<b>294.352</b>	- 13,4	- 13,4
<b>ŞUBAT</b>	898.927	<b>953.848</b>	408.083	<b>372.713</b>	- 8,7	- 10,8
<b>MART</b>	1.207.729	<b>1.414.616</b>	485.607	<b>489.884</b>	0,9	- 6,2
<b>NİSAN</b>	1.750.281	<b>1.744.628</b>	632.209	<b>588.601</b>	- 6,9	- 6,4
<b>MAYIS</b>	2.718.788	<b>3.147.492</b>	700.123	<b>688.821</b>	- 1,6	- 5,1
<b>HAZİRAN</b>	3.263.089	<b>3.500.024</b>	698.648	<b>659.117</b>	- 5,7	- 5,2
<b>TEMMUZ</b>	4.343.025	<b>4.358.275</b>	915.620	<b>819.420</b>	- 10,5	- 6,4
<b>AĞUSTOS</b>	3.760.372	<b>3.719.180</b>	747.674	<b>630.636</b>	- 15,7	- 7,8
<b>EYLÜL</b>	3.136.010	<b>3.486.319</b>	679.686	<b>712.583</b>	4,8	- 6,3
<b>EKİM</b>	2.617.193	<b>2.840.095</b>	761.692	<b>715.567</b>	- 6,1	- 6,2
<b>KASIM</b>	1.403.740	<b>1.491.005</b>	555.917	<b>517.318</b>	- 6,9	- 6,3
<b>ARALIK</b>	1.226.143		584.585	<b>471.968</b>	- 8,8	- 7,3
			<b>7.509.741</b>	<b>6.960.980</b>		

Kaynak: İstanbul Kültür ve Turizm İl Müdürlüğü

Kültür ve Turizm Bakanlığı İstanbul İl Müdürlüğü'nün açıkladığı 2010 yılı ziyaretçi istatistiklerine göre, İstanbul'a gelen yabancı ziyaretçi sayısı bir önceki yıla oranla %7,8

<sup>2</sup> Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2009-2010



oranında  
7.509.741 kişiden 6.960.980 kişiye düştüğü görülmektedir.

gerileyerek

Aylar	Gelen ziyaretçi sayısı		Değişim (%)	
	2011	2010	Aylık	Kümülatif
Ocak	294.352	378.380	28,5	28,5
Şubat	372.713	431.481	15,8	21,4
Mart	489.884	556.113	13,1	17,9
Nisan	588.601	694.959	18,1	18,1
Mayıs	688.821	729.860	6	14,6
Haziran	659.117	773.092	17,3	15,2
Ocak-Haziran (6 aylık toplam)	<b>3.093.488</b>	<b>3.563.885</b>		

Istanbul İl Kültür ve Turizm Müdürlüğü'nün açıkladığı 2011 ilk yarı (Ocak-Haziran) dönemine ilişkin verilere göre, altı aylık dönemde gelen yabancı ziyaretçi sayısı geçen yıl aynı dönemine göre %15 artışı görülmektedir.

#### ➤ Gelen Turistlerin Milliyetlere Göre Dağılımları;

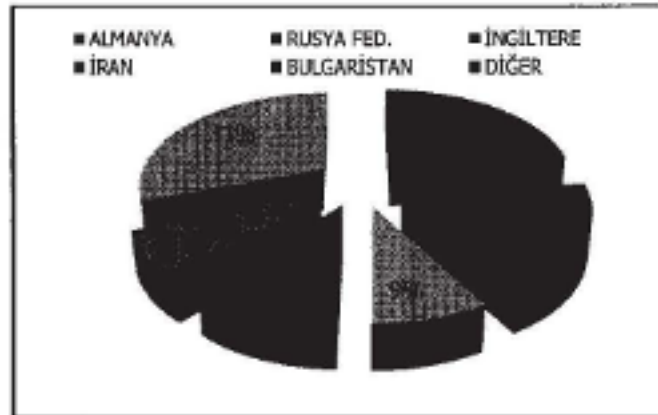
2010 yılı Ocak-Aralık döneminde Ülkemize en çok ziyaretçi gönderen ülkeler sıralamasında **Almanya % 15,32 (4 385 263)** ile birinci, **Rusya Federasyonu % 10,85 (3 107 043)** ile ikinci, **İngiltere % 9,34 (2 673 605)** ile üçüncü sıradadır. İngiltere'yi İran, Bulgaristan, Gürcistan, Hollanda, Fransa, Suriye ve İtalya izlemektedir. 2011 yılı Ocak-Haziran verilerine göre en çok ziyaretçi gönderen ülkeler sıralamasında Almanya birinciliği üstlenmektedir.

#### Ülkemize Gelen Yabancıların Milliyetlere Göre Dağılımı-İlk 10 Ülke

ÜLKELER	2011*	MİL. PAY%	2010	MİL. PAY%	2009	MİL. PAY%	2008	MİL. PAY%
ALMANYA	1.915.691	23,42	4.385.263	15,32	4.488.350	16,58	4.415.525	16,77
RUSYA FED.	1.491.836	18,24	3.107.043	10,85	2.597.733	9,95	2.399.576	9,39
İNGİLTERE	699.690	8,55	2.673.605	9,34	2.426.749	8,96	2.169.924	8,24
İRAN	615.166	7,51	1.885.697	6,58	1.383.261	5,11	1.344.965	5,05
BULGARİSTAN	667.814	8,16	1.433.970	5,01	1.406.604	5,19	1.255.343	4,77
GÜRCİSTAN	484.270	5,92	1.177.293	3,98	995.387	3,68	931.588	3,51
HOLLANDA	476.295	5,82	1.073.064	3,75	1.127.150	4,16	1.141.580	4,33
FRANSA	507.393	6,20	928.306	3,24	992.809	3,65	885.906	3,36
SURİYE	439.006	5,37	899.494	3,14	509.679	1,88	406.935	1,55
İTALYA	267.275	3,27	671.060	2,34	634.866	2,34	600.265	2,22
DİĞER	314.798	3,85	10.463.039	36,54	10.477.512	38,7	10.617.676	40,32
GENEL TOPLAM	<b>8.179.954</b>	<b>100</b>	<b>28.632.204</b>	<b>100</b>	<b>27.077.114</b>	<b>100</b>	<b>26 336 677</b>	<b>100</b>

\*İlk 6 ay için geçerlidir.

Kaynak: Turizm ve Kültür Bakanlığı



2011 İlk 6 Ay İçinde Gelen Ziyaretçilerin Milliyetlerine Göre Dağılımı

### ► Yabancı Turistlerin Türkiye'yi Ziyaret Amacı;

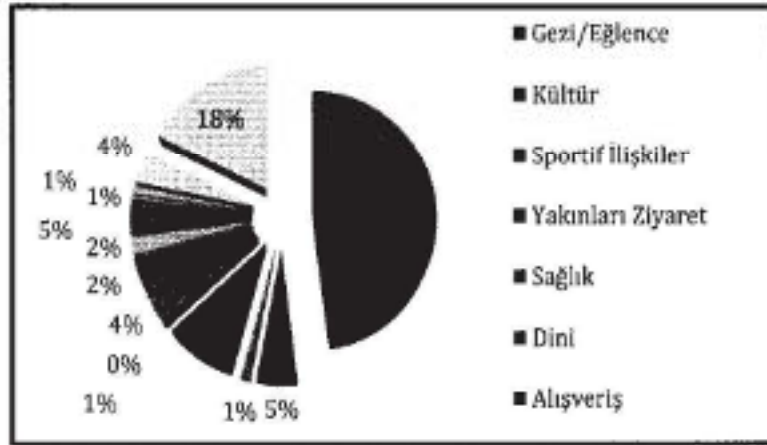
2001-2008 yılları arasında, geliş amaçlarına göre çıkış yapan yabancı ziyaretçilerin oranları Tablo 7'de görülmektedir. Tabloya göre, son sekiz yılda gezi-eğlence amacıyla Türkiye'ye gelen yabancıların oranı %44,3 ile %49,7 arasında değişmektedir. İkinci sırada bulunan yakınları ziyaret amacı, 2001 yılında gelen yabancıların %7'lik kısmının ülkeye gelmesini sağlamış, bu oran 2003 ve 2004 yıllarında azalsa da daha sonra yükselerek 2008 yılında %9,1'e ulaşmıştır.

Ülkemize yapıları 2001-2008 döneminde ilişkin, sekiz yılda elde edilen veriler, konusunu aynı konseptinde yer alan Gezi/Eğlence ve Alışveriş amacı toplamını yaklaşık %52,58 oranında oluşturmuş, diğer bir ifadeyle ülkemize gelen her iki ziyaretçi denince %52,58 oranında bu amaçla gelmiş görülmektedir.

### Geliş Amaçlarına Göre Çıkış Yapan Ziyaretçiler(2001-2008)

Geliş Amacı	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kültür	8,10	7,90	7,30	6,50	6,40	5,20	5,00	5,20
Sportif İlişkiler	1,10	1,00	1,10	1,20	1,20	0,90	1,30	1,20
Yakınları Ziyaret	7,00	7,60	6,10	6,10	7,20	7,60	9,00	9,10
Sağlık	0,90	0,60	0,80	0,80	0,80	0,80	0,70	0,60
Dini	0,30	0,50	0,40	0,40	0,50	0,50	0,60	0,40
Toplantı, Konferans, Seminer	2,10	1,80	2,20	1,90	2,00	2,30	2,90	2,40
Görev	4,40	4,40	5,30	4,70	4,20	5,30	2,50	2,20
Ticari İlişkiler, Fuar	4,50	2,90	3,20	3,70	3,00	3,90	3,80	3,50
Eğitim	-	1,50	0,50	0,70	0,40	0,50	0,60	0,60
Transit	2,70	2,00	1,80	1,00	2,00	1,70	0,20	0,90
Diğer	3,80	0,90	2,90	3,40	3,00	3,90	5,10	4,10
Beraberinde Giden	11,30	13,50	11,40	15,80	15,70	14,80	16,40	17,80
<b>Toplam Ziyaretçi Sayısı(Milyon)</b>	<b>11,27</b>	<b>12,92</b>	<b>13,70</b>	<b>17,20</b>	<b>20,52</b>	<b>19,27</b>	<b>23,01</b>	<b>26,38</b>

Kaynak: TÜİK

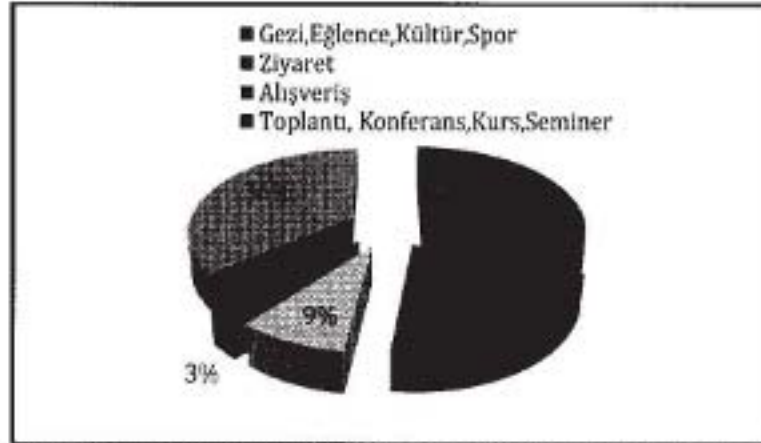


2008 Yılı Yabancı Turistlerin Türkiye'ye Geliş Amacı

2008 yılında İstanbul'a gelen yerli ve yabancı turistlerin geliş nedenlerini inceleyecek olursak, ilk sırada %30'lık bir orana gezi-kültür-eğlence-spor amaçlı ziyaretlerin olduğu görülmektedir.

Bunu %22 ile ziyaret amaçlı geziler ve %9'luk pay ile alışveriş izlemektedir. Toplantı, konferans, kurs, seminer gibi etkinlikler için İstanbul'a gelen yerli ve yabancı turist oranı %3 ile 4. sıradadır. %36'lık oran ile gösterilen diğer faaliyetlerin içine sağlık, görev, ticari ilişkiler, fuar amaçlı gelişler dahil edilmiştir.



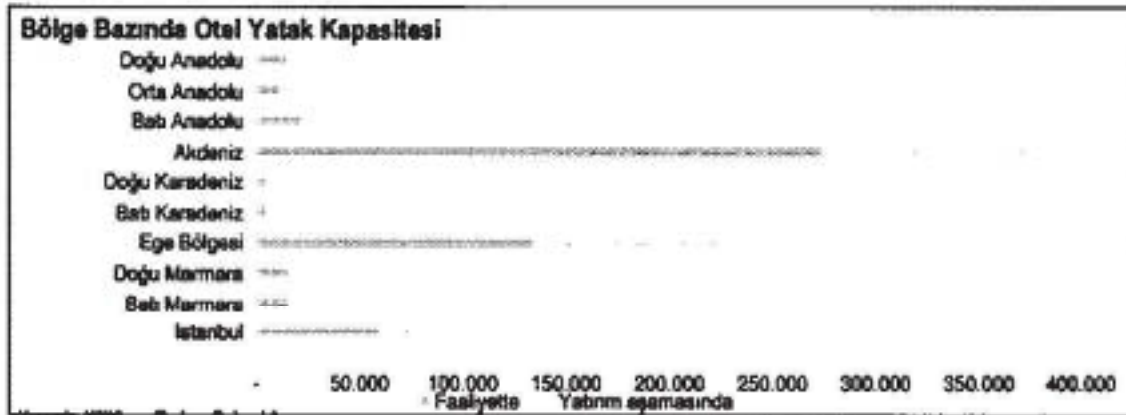


**2008 Yılı Yerli ve Yabancı Turistlerin İstanbul'a Geliş Amacı**

➤ **Türkiye Konaklama İstatistikleri;**

Türkiye'nin 3 büyük şehri olan İstanbul, Ankara ve İzmir ile popüler tatil beldeleri Antalya, Muğla ve Aydın otellerin yoğunlaştığı illerdir.

Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, Akdeniz Bölgesi en geniş yatak kapasitesine sahip bölgedir. Bununla birlikte, Ege Bölgesi'ndeki yatak kapasitesi hızla gelişmektedir ve yeni yatırımlarla birlikte %67 oranında artması beklenmektedir. İstanbul da başlı başına oldukça geniş bir yatak kapasitesine sahiptir.

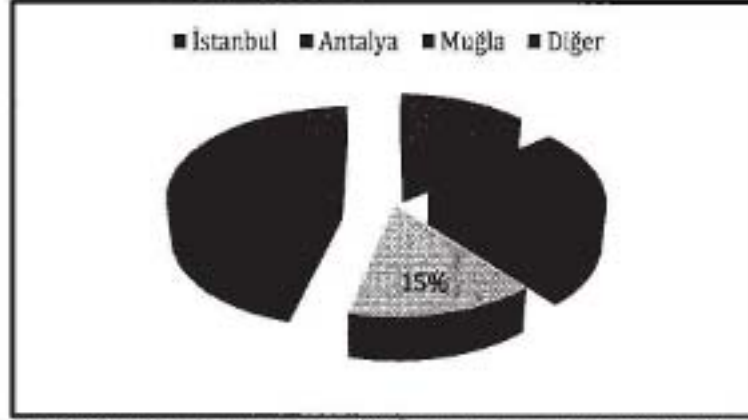


**İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri**

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2008

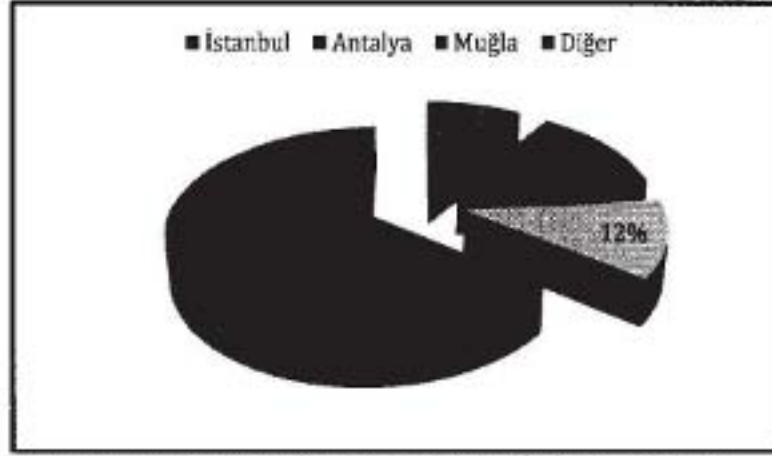
Turizm Bakanlığı işletme belgeli tesislerin, Türkiye genelindeki yüzde dağılımı incelendiğinde, İstanbul'un %14'lük pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.





**Türkiye Genelinde Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı**

Belediye onaylı turistik tesislerin dağılımı incelendiğinde ise, İstanbul %9'luk payı ile ilk üç içinde yer almaktadır.

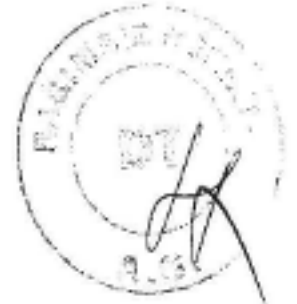


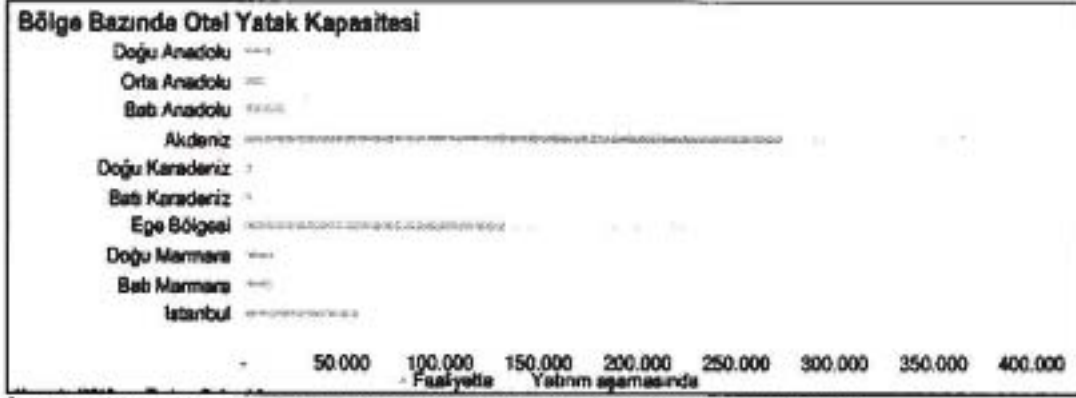
**Türkiye Genelinde Belediye Onaylı Tesislerin Dağılımı**  
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

#### 4.6. Türkiye Otelcilik Sektörü

Türkiye'nin 3 büyük şehri olan İstanbul, Ankara ve İzmir ile popüler tatil beldeleri Antalya, Muğla ve Aydın otellerin yoğunlaştığı illerdir.

Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, Akdeniz Bölgesi en geniş yatak kapasitesine sahip bölgedir. Bununla birlikte, Ege Bölgesi'ndeki yatak kapasitesi hızla gelişmektedir ve yeni yatırımlarla birlikte %67 oranında artması beklenmektedir. İstanbul da başlı başına oldukça geniş bir yatak kapasitesine sahiptir.

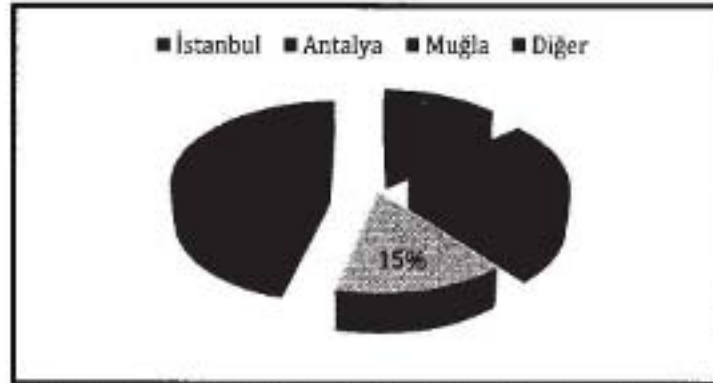




**İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri**

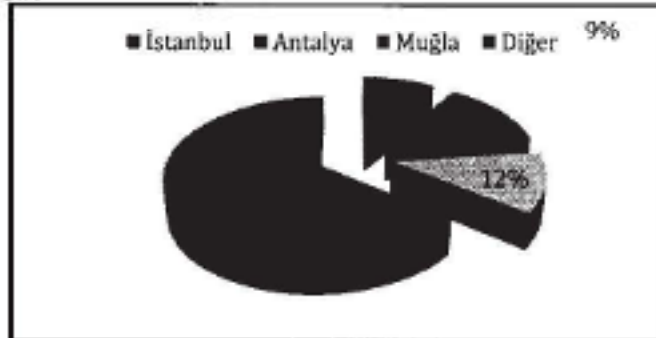
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Turizm Bakanlığı işletme belgeli tesislerin, Türkiye genelindeki yüzde dağılımı incelendiğinde, İstanbul'un %14'lük pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.



**Türkiye Genelinde Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı**

Belediye onaylı turistik tesislerin dağılımı incelendiğinde ise, İstanbul %9'luk payı ile ilk üç içinde yer almaktadır.

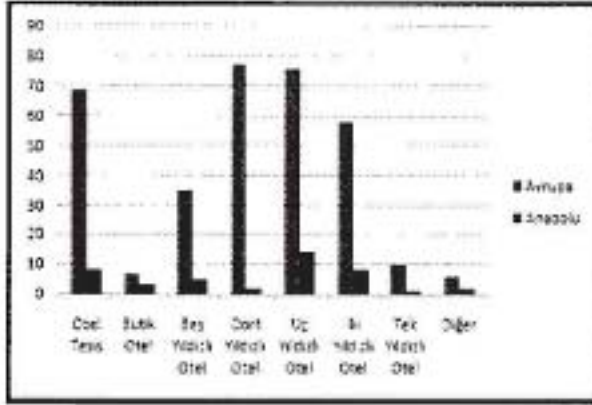


**Türkiye Genelinde Belediye Onaylı Tesislerin Dağılımı**

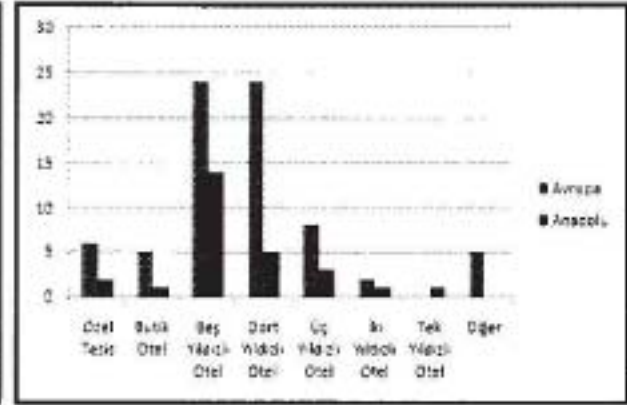
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul İl Kültür ve Turizm Müdürlüğünden alınan 2011 Nisan verilerine göre Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli konaklama tesisi sayısı İstanbul genelinde 381 olup, bu tesislere ait toplam yatak sayısı 65.017'dir. Ayrıca İstanbul'da Turizm Bakanlığı Yatırım Belgeli 101 tesis ve bu tesislere ait 32.718 yatak kapasitesi bulunmaktadır.





Şekil-7: İstanbul İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı(2011)  
Yatırım Belgeli Tesislerin Dağılımı(2011)  
Kaynak: İl Kültür Turizm Müdürlüğü



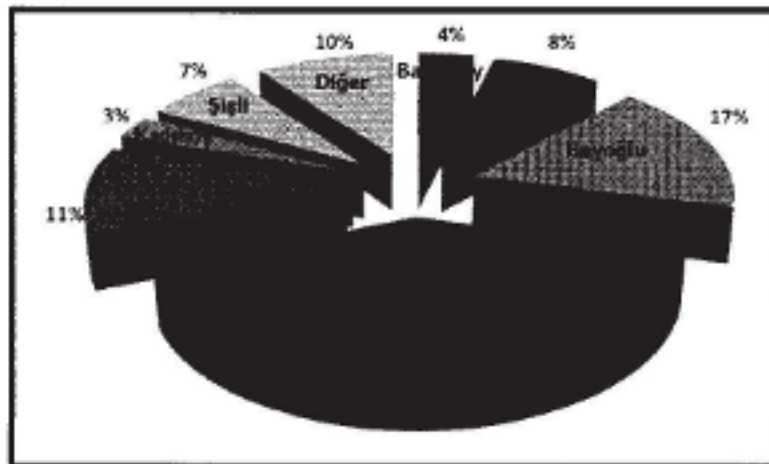
Şekil-8: İstanbul

İl genelindeki İşletme Belgeli tesislerin Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %11'i (43 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %89'unu (338 adet) bulundurmaktadır. Aynı şekilde İl genelindeki Yatırım Belgeli tesislerin de Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %26'sı (27 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %74'ü (74 adet) bulundurmaktadır.

Avrupa Yakası'nda en fazla yatak kapasitesine sahip tesis türü 34.402 adet yatak sayısı ile 5 yıldızlı otellerdir.

İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından hazırlanan İstanbul Çevre Düzeni Plan Raporu'na göre, İstanbul'a gelen turistler, konaklamak için kentsel ve tarihi yerleşimleri tercih etmektedir. İstanbul'un eski yerleşmeleri olan Fatih, Beyoğlu ve Beşiktaş ilçeleri geçmişten beri turizm altyapısının yoğunlaştığı ve konaklama talebinin fazla olduğu yerler olarak özellik göstermektedir. Bu ilçelerde konaklayan turist sayısı, toplam turist sayısının yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır.

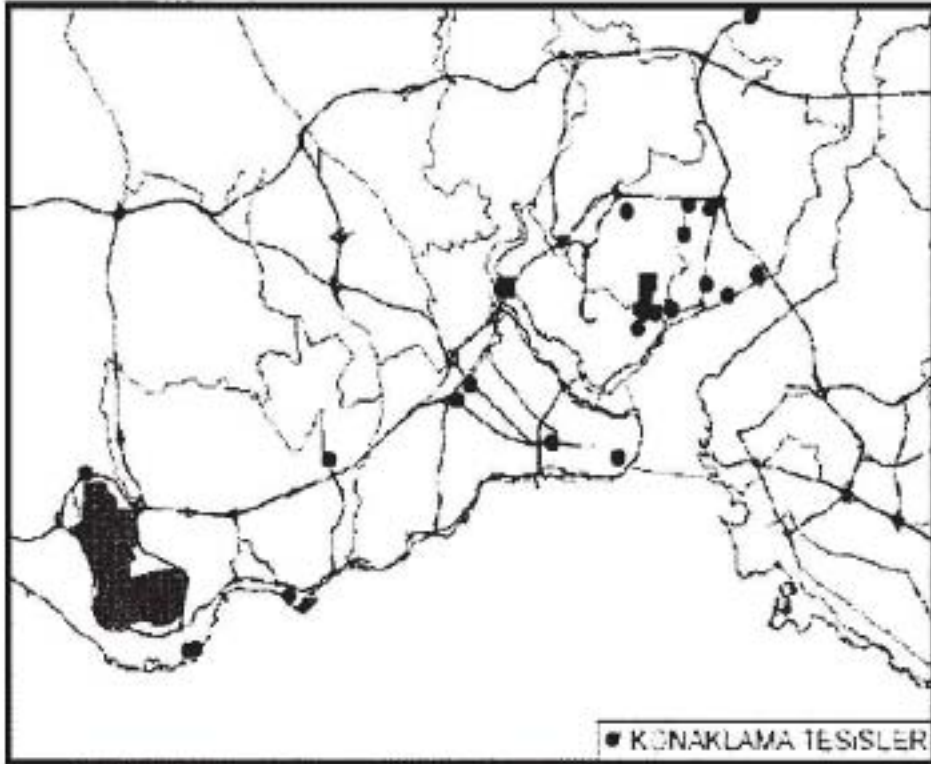
Avrupa Yakası içinde yatak kapasitesinin yoğunlaştığı üç bölgeden söz edilebilir. Buna göre İstanbul'daki toplam kapasitenin %40'ı (33.083) kentin tarihi çekirdeği olan Eminönü İlçesi'nde yer almaktadır. Bunu 13.685 yatak ile Beyoğlu (%17) ve 8.926 yatak ile Fatih (%11) İlçeleri izlemektedir.



Şekil-9: İstanbul'da Yatak Kapasitesinin İlçelere Göre Dağılımı  
Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu



Niteliklerine göre mevcut tesislerin mekânsal dağılımı incelendiğinde, 5 yıldızlı konaklama tesislerinin çoğunluğu MİA Bölgesi olarak adlandırabileceğimiz Beşiktaş, Şişli ve Beyoğlu aksında konumlandıkları görülmektedir. Öte yandan tarihi yarımada ve havaalanı hattında da 5 yıldızlı otellerin varlığından söz edilebilir. Bu otellerin tamamı kendi bünyesinde toplantı, seminer hizmeti vermekte, yarısından fazlası ise özel davet ve organizasyonlara ev sahipliği yapabilmektedir.



Harita-1: İstanbul'da 5 Yıldızlı Otellerin Mekansal Dağılımı

Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

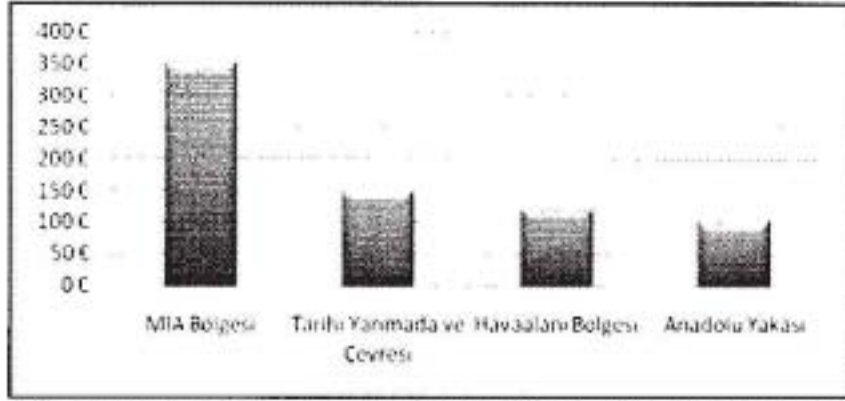
İstanbul'un 2010 yılı Avrupa Kültür Başkenti olması, birçok ülke ile vizelerin kaldırılması ve yurtdışında birçok uluslararası kuruluş ve yayının İstanbul'u yılın en iyi turizm destinasyonu olarak göstermesi gibi sebeplerle İstanbul'daki otel yatırımları hızla artmaktadır. Son bir yılda yatırımların artması ve turizm sektöründe ki canlılık, doluluk oranlarını yüzde 70-75'e kadar ulaştırmış olup, otel fiyatlarını da etkilemiştir.

#### ◆ 5 Yıldızlı Oteller

İstanbul genelinde incelenen 5 yıldızlı otellerin bölgeler bazında kişi başı geceleme fiyatlarının 2011 yılı itibarıyla yıllık ortalaması grafikteki gibidir.







**Şekil-10: İstanbul 'da 5 Yıldızlı Otellerde Kişibaşı Ortalama Geceleme Fiyatı**

Bölgeler bazında incelendiğinde kişibaşı geceleme fiyatlarının (kapı fiyatı) yıllık ortalaması değişkenlik göstermektedir. MİA bölgesinde yer alan oteller, uluslararası firmaların müdürlüklerinin bu bölgelerde bulunmasının, iş, eğlence ve sağlık merkezlerine yakın olmalarının avantajını kullanarak yüksek rakamlardan konaklama hizmeti sunmaktadırlar. Tarihi yarımada ve çevresinde yer alan oteller ise, bulunduğu bölgenin tarihi ve turistik dokunun avantajından yararlanarak yüksek bedellerden konuklarını ağırlamaktadırlar. Üçüncü sırada yer alan havaalanı ve çevresindeki oteller ise kongre ve fuar alanları ile havaalanına yakınlıkları itibariyle avantajlıdır.

**Tablo-8: Bölgelere Göre Kişibaşı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi**

	Euro, €	ABD, \$
<b>MİA Bölgesi</b>	<b>650-200</b>	<b>845 -260</b>
<b>Tarihi Yarımada ve Çevresi</b>	<b>250-100</b>	<b>325-130</b>
<b>Havaalanı Bölgesi</b>	<b>160-65</b>	<b>208-85</b>
<b>Anadolu Yakası</b>	<b>120-90</b>	<b>155-117</b>

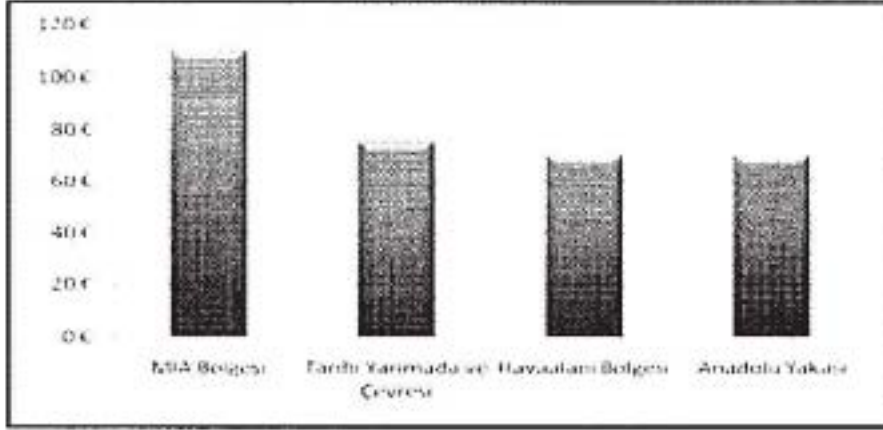
Yukarıda ki tablo incelendiğinde, 5 yıldızlı otellerin kişibaşı ortalama gecelik fiyatlarının konumlarına göre değişkenlik gösterdiği, buna göre;

- MİA'da yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 650-200,-€ aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 210-100,-€ aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 160-65,-€ aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları ise 120-90,-€ aralığında yer almaktadır.

◆ **3-4 Yıldızlı Oteller**

İstanbul genelinde incelenen 3 ve 4 yıldızlı otellerin bölgeler bazında kişi başı geceleme fiyatlarının 2011 yılı itibariyle ortalaması grafikteki gibidir;





Şekil-11: İstanbul 'da 3 ve 4 Yıldızlı Otellerde Kişibaşı Ortalama Geceleme Fiyatı

Tablo-9: Bölgelere Göre Kişibaşı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

	Euro, €	ABD \$
<b>MİA Bölgesi</b>	<b>140-80</b>	<b>182-105</b>
<b>Tarihi Yarımada ve Çevresi</b>	<b>90-60</b>	<b>117-78</b>
<b>Havaalanı Bölgesi</b>	<b>90-45</b>	<b>117-58</b>
<b>Anadolu Yakası</b>	<b>80-60</b>	<b>105-78</b>

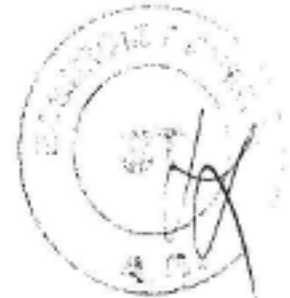
MİA ve çevresindeki otellerin geceleme fiyatlarının yüksek olduğu, bunu tarihi yarımada bölgesindeki otellerin takip ettiği anlaşılmaktadır. Yukarıda ki tablo incelendiğinde, 3 ve 4 yıldızlı otellerin kişibaşı ortalama gecelik fiyatlarının konumlarına göre değişiklik gösterdiği, buna göre;

- MİA'da yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 140-80,-€ aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 90-60,-€ aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları 90-45,-€ aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişibaşı ortalama geceleme fiyatları ise 80-60,-€ aralığında yer almaktadır.

Tarihi Yarımada Bölgesi'nde yer alan konaklama tesislerinin özellikle turizm odaklarının çevresinde lokalize oldukları gözlenmektedir. Buna göre, Eminönü, Sirkesi, Sultanahmet ve Laleli hattında, genellikle 3 ve 4 yıldızlı olmak üzere, konaklama tesislerinin yoğunlaştığı gözlenmektedir.

#### 4.7. Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansal Göstergeler

İnşaat sektörü ile gayrimenkul sektörünün yurt içinden kullandığı kredilerde büyüme yılın ilk çeyrek döneminde yavaşlamıştır. İkinci çeyrek dönemde ise Nisan ayı verilerine göre inşaat sektöründe sınırlı bir artış, gayrimenkul sektöründe ise sınırlı bir gerileme görülmektedir. İnşaat ve gayrimenkul (kredi tutarları güncellendi) sektörlerinin yurt dışından kullandıkları kredilerde ise sınırlı bir gerileme yaşanmaktadır.



### Gayrimenkul Sektöründe Kullanılan Krediler

DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR	GAYRİMENKUL TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	GAYRİMENKUL YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR (G)
2010 Q3	34.526	7.028	14.299	3.777
2010 Q4	36.859	7.176	16.616	3.995
2011 Q1	39.937	7.508	23.502	3.840
2011 Q2	43.166	7.533	22.272	3.990
2011 Q3	48.226	7.673	26.928	3.920
2011 Q4	49.334	6.962	26.978	3.864
2012 Q1	51.535	6.743	26.781	4.015
2012 Q2	52.473	6.769	26.817	3.836

KAYNAK: TC İMKB'DE BULUNAN

Veriler çeyrek dönemin sonu itibariyle, (G) Güncellenmiştir, (1) Nisan 2012 yılının ilk çeyrek döneminde 1 yeni GYO'nun halka açılması ile birlikte İMKB'de işlem gören GYO sayısı 24'e yükselmiştir. Net aktif verilerini yayınlayan SPK henüz güncel verileri açıklamamıştır. 24 GYO piyasa değeri ise yılın ilk çeyreği sonunda 13.8 milyar TL'ye yükselmiş, Mayıs ayı sonunda ise 11.9 milyar TL'ye düşmüştür.

### Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Net Aktif ve Piyasa Değeri

DÖNEMLER	GYO SAYISI	PORTFÖY DEĞERİ		PIYASA DEĞERİ	
		MİLYON TL	MİLYON DOLAR	MİLYON TL	MİLYON DOLAR
2010 Q2	15	4.524	2.863	3.014	1.907
2010 Q3	18	5.148	3.550	3.743	2.534
2010 Q4	21	13.907	9.323	11.062	7.179
2011 Q1	21	13.849	9.315	12.867	8.435
2011 Q2	23	15.788	9.749	13.522	8.349
2011 Q3	23	18.742	10.100	12.717	8.853
2011 Q4	23			11.522	6.230
2012 Q1	24			13.823	7.765
2012 Q2	24			11.906	6.471

KAYNAK: SİRKÜLER PORTFÖY KURUMU

Veriler çeyrek dönemin sonu itibariyle, (1) Mayıs 2012 yılının ilk çeyrek döneminde yabancılara gayrimenkul satışı 557 milyon dolar ile geçen yılın son çeyreğinin ve aynı çeyreğinin üzerinde gerçekleşmiştir. Sektöre doğrudan yatırım girişi ise 149 milyon dolar ile yine son çeyreğin üzerindedir. Mütakabiliyet yasası çıkmadan önceki yılın ilk çeyreğindeki veriler yabancıların yatırım iştahının sürdüğünü göstermektedir.

### Gayrimenkul Sektöründe Yabancı Sermaye Yatırımları

DÖNEMLER	YABANCI LARA GAYRİMENKUL SATIŞI MİLYON DOLAR	DOĞRUDAN YATIRIM GİRİŞİ MİLYON DOLAR
2010 Q3	427	69
2010 Q4	645	130
2011 Q1	463	125
2011 Q2	781	215
2011 Q3	264	162
2011 Q4	507	54
2012 Q1	557	149

KAYNAK: TC BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTESARLIĞI

Veriler çeyrek dönem içinde toplam

#### 4.8. Türkiye Finansal Göstergeler

Yılın ilk çeyrek döneminde mali göstergelerde artış yönünde yaşanan gelişmeler yılın ikinci çeyrek döneminde tersine bir eğilim göstermektedir. İMKB pazar değeri ilk çeyrekte önemli bir artış gösterdikten sonra ikinci çeyrekte gerileme eğilimindedir. Yabancıların portföy yatırımları da aynı eğilim içindedir. Bankaların toplam aktif büyüklüğündeki büyüme yavaşlamıştır. Merkez Bankası döviz rezervi sınırlı bir artış gösterirken geçen yılın son çeyreğinde gerileyen dış borç stoku 2012 yılı ilk çeyreği sonunda 318.2 milyar dolara yükselmiştir.

DÖNEMLER	BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ MİLYAR TL	İMKB PAZAR DEĞERİ/MİLYAR DOLAR	DİŞ BORÇ STOKU MİLYAR DOLAR	MB DÖVİZ REZERVİ MİLYAR DOLAR	YABANCIların PORTFÖY YATIRIMLARI MİLYAR DOLAR
2010-02	908.6	241.4	285.4	70.6	42.7
2010-03	922.4	312.1	282.0	75.8	112.9
2010-04	1.006.7	295.8	292.0	80.7	112.5
2011-01	1.046.4	292.5	300.5	86.2	116.5
2011-02	1.146.0	240.2	314.7	92.7	114.7
2011-03	1.212.7	232.7	314.0	87.5	95.4
2011-04	1.277.7	191.4	306.6	78.2	95.0
2012-01	1.229.0	260.1	318.2	80.2	115.4
2012-02	1.255.6	222.7		82.4 <sup>1)</sup>	111.6 <sup>2)</sup>

1) MB'nin 15 Ocak 2012 tarihinde açıkladığı verilerdir. 2) Yabancıların portföy yatırımları verileri 22 Haziran 2012 tarihindedir.

Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1) Mayıs, (2) 22 Haziran



## 5. ŞİRKET BİLGİLERİ

### 5.1. Şirket Ana Sözleşmesine Göre Faaliyet Alanı

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket") İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur.

Kayıtlı ofisinin adresi Cevizlibağ Topkapı Davutpaşa Cad. No-26 / 3-2 Zeytinburnu / İstanbul' dur. □

Şirket'in ana faaliyet konusu gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak olup, ana ortağı ile esas kontrolü elinde tutan taraf Arslan Ailesi'dir. Aşağıda Şirket ortaklık yapısını gösteren tablo sunulmuştur.

	(%)	Haz.12	(%)	Ara.11
Mahmut Arslan	33%	3.135.000	33%	3.135.000
Hasan Arslan	33%	3.135.000	33%	3.135.000
Hüseyin Arslan	32%	3.040.000	32%	3.040.000
Ali Arslan	1%	95.000	1%	95.000
Timuçin Devrim Yalı	1%	95.000	1%	95.000
		<b>9.500.000</b>		<b>9.500.000</b>

### 5.2. Şirket Yönetim Kurulu ve Görevli Personel

Şirket, 30 Haziran 2012 itibariyle 1 kişi istihdam etmektedir (2011: 1).

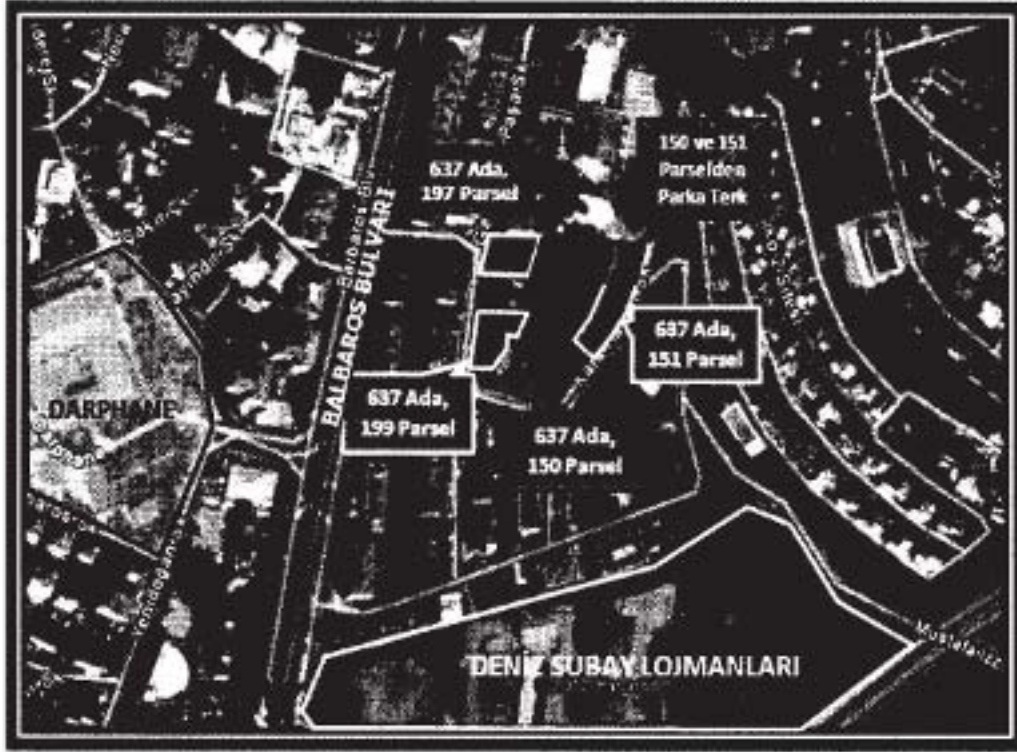
### 5.3. Şirket Aktifinde Yer Alan Gayrimenkuller

Değerleme konusu Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullere ait bilgiler aşağıda sunulmuştur.

- ✓ Mülkiyeti Ak Finansal Kiralama A.Ş.'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Mecidiye Mahallesi, 42 pafta, 637 ada, **197 parsel** numaralı, 744,65m<sup>2</sup> yüzölçümlü beş katlı kargir apartman
  - o 2. Bodrum katta konumlu 13/100 arsa paylı, 1 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o 1. Bodrum katta konumlu 9/100 arsa paylı, 2 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o 1. Bodrum katta konumlu 9/100 arsa paylı, 3 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o Zemin katta konumlu 10/100 arsa paylı, 4 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o Zemin katta konumlu 11/100 arsa paylı, 5 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o 1. katta konumlu 12/100 arsa paylı, 6 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o 1. katta konumlu 12/100 arsa paylı, 7 bağımsız bölüm numaralı mesken,
  - o 2. katta konumlu 24/100 arsa paylı, 8 bağımsız bölüm numaralı mesken,
- ✓ Mülkiyeti Arstate Turizm Pazarlama ve Tic. A.Ş.'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Mecidiye Mahallesi, 42 pafta, 637 ada,
  - o **150 parsel** numaralı, 4.088,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa (yeşil saha),
  - o **151 parsel** numaralı, 2.224,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa,
  - o **199 parsel** numaralı, 547,70m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa,

Vasıflı gayrimenkullerdir.

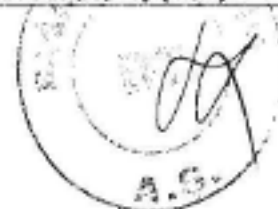




Gayrimenkullere ait tapu bilgileri aşağıda sunulmuştur.

ANA GAYRİMENKUL					
İli	İSTANBUL				
İlçesi	BEŞİKTAŞ				
Mahallesi/Köyü	MECİDİYE				
Pafta / Ada / Parsel No	42 / 637 / 197				
Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	745				
Niteliği	BEŞ KATLI KARGIR APARTMAN				
Malik	AK FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.				
BAĞIMSIZ BÖLÜM					
Bağımsız Bölüm No	Kat No	Niteliği	Arsa Payı	Cilt/Sahife No	İktisap Tarihi/Yev. No
1	2. Bodrum	Mesken	13/100	30/2960	08.07.2011/7715
2	1. Bodrum	Mesken	9/100	30/2961	08.07.2011/7715
3	1. Bodrum	Mesken	9/100	31/2962	08.07.2011/7715
4	Zemin	Mesken	10/100	31/2963	08.07.2011/7715
5	Zemin	Mesken	11/100	31/2964	08.07.2011/7715
6	1. Kat	Mesken	12/100	31/2965	08.07.2011/7715
7	1. Kat	Mesken	12/100	31/2966	08.07.2011/7715
8	2. Kat	Mesken	24/100	31/2967	08.07.2011/7715

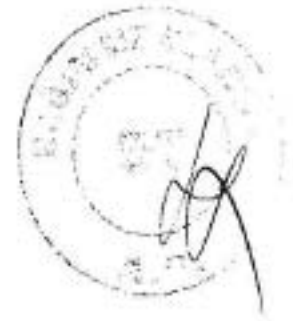
GAYRİMENKULLERE AİT TAPU BİLGİLERİ					
İli	İSTANBUL				
İlçesi	BEŞİKTAŞ				
Mahallesi/Köyü	MECİDİYE				
Pafta / Ada No	42 / 637				
Parsel No	150	151	199		
Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	4.088	2.224	547		
Niteliği	Arsa(Yeşil Saha)		ARSA	547,7	
Cilt/Sahife No	32/3060		16/1570	19/1771	
İktisap Tarihi/Yev. No	30.03.2011/3707		30.03.2011/3672		
Malik - Hissesi	ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİC. A.Ş.(TAM)				



Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullere ilişkin;Standart Gayrimenkul değerlendirme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 01.08.2012 tarihli rapora göre Şirket aktifinde yer alan gayrimenkul değerleri aşağıda toplu olarak verilmiştir.

<b>Ak Finansal Kiralama A.Ş. MÜLKİYETİNDE BULUNAN Leasing KONUSU GAYRİMENKULLER</b>				
<b>Bağımsız Bölüm No</b>	<b>KDV Hariç Değer</b>		<b>KDV Dahil Değer</b>	
	<b>TL</b>	<b>ABD\$</b>	<b>TL</b>	<b>ABD\$</b>
1	533.500	292.907	538.835	295.836
2	495.000	271.769	499.950	274.487
3	495.000	271.769	499.950	274.487
4	573.000	314.593	578.730	317.739
5	573.000	314.593	578.730	317.739
6	620.750	340.809	626.958	344.217
7	620.750	340.809	626.958	344.217
8	1.337.000	734.051	1.577.660	866.180
<b>TOPLAM</b>	<b>5.248.000</b>	<b>2.881.300</b>	<b>5.527.770</b>	<b>3.034.902</b>

<b>Arstate ... A.Ş. MÜLKİYETİNDE BULUNAN GAYRİMENKULLER</b>				
<b>Parsel No.</b>	<b>KDV Hariç Değer</b>		<b>KDV Dahil Değer</b>	
	<b>TL</b>	<b>ABD\$</b>	<b>TL</b>	<b>ABD\$</b>
150	37.229.416	20.440.000	43.930.711	24.119.200
151	20.253.968	11.120.000	23.899.682	13.121.600
199	4.987.904	2.738.500	5.885.727	3.231.430
<b>TOPLAM</b>	<b>62.471.288</b>	<b>34.298.500</b>	<b>73.716.120</b>	<b>40.472.230</b>



## 6. MALİ TABLOLAR

### 6.1. UFRS Uyarınca Düzenlenmiş Standart Mali Tablolar

Değerleme konusu **Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş.**'nin, 30 Haziran 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihleri itibarıyla hazırlanan bilançosunu, aynı tarihte sona eren döneme ait kapsamlı gelir tablosu, özkaynak değişim tablosu ve nakit akım tablosu, önemli muhasebe politikalarının özeti ve dipnotları, DRT BAĞIMSIZ DENETİM VE SERBEST MUHASEBECİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş. (Member of **DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED**) tarafından bağımsız denetime tabi tutulmuş olup, Rapor 3 Ağustos 2012 tarihinde "şartlı görüş" içeren şekilde düzenlenmiştir.

#### Rapor'da, Şartlı Görüşün Dayanağı

"Şirket, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na uygun olarak, 30 Haziran 2011 tarihinde sona eren altı aylık döneme ait kapsamlı gelir tablosu, özkaynak değişim tablosu ve nakit akım tablosu hazırlamadığından bahsedilen bu bilgilere ilişikteki finansal tablolarda yer verilmemiştir. "

İfadesiyle açıklanmış olup, bu husus değerlendirme çalışmalarında dikkate alınmış, ancak kullanılan yöntemler gereği bu hususun değer belirlenmesinde önem arz etmediği kanaatine varılmıştır.

Şirket'in finansal tabloları, Bağımsız Denetim Şirketi tarafından 30 Haziran 2012 tarihleri itibarıyla, Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına ("UFRS") uygun olarak hazırlanmıştır. Şirket, finansal tabloların hazırlanmasında UFRS 1'i uygulamıştır. Şirket'in UFRS 1'e geçiş tarihi 1 Ocak 2011'dir. Şirket'in finansal mali tablolarını hazırlaması esnasında, Şirket zorunlu istisnalar ve bazı opsiyonel zorunlulukları geriye dönük UFRS uygulamaları uygulamaktadır.

#### 6.1.1. Öz sermaye

Özsermaye özeti	30 Haziran 2012	31 Aralık 2011
<b>Türk Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'ne göre toplam özsermaye</b>	<b>4.689.206</b>	<b>4.279.448</b>
Sabit kıymetlerin yeniden değerlendirilmesi ve amortisman farkları	143.173	98.830
Adat faiz geliri	178.642	-
Aktiften silinen stok	(604.944)	(604.944)
Aktifleştirilen kur farkı ve finansman giderleri	(856.946)	(856.946)
Ertelenmiş vergi/ vergi düzeltmesi	(3.461)	81.277
<b>UFRS'ye göre toplam özsermaye</b>	<b>3.545.670</b>	<b>2.997.665</b>





## 6.1.2. Bilançolar

Yukarıda belirtilen sınıflamalar dışında yapılan önemli bilanço düzeltmeleri aşağıda açıklanmıştır:

- 30 Haziran 2012 tarihi itibarıyla finansal tablolarda satışlarda yer alan 1.065.000 TL'lik gayrimenkul satış karı 352,000 TL'lik maliyeti ile netlenerek diğer gelirlere sınıflanmıştır (31 Aralık 2011: yoktur).

### **30 Haziran 2012 tarihi itibarıyla bilanço mutabakatı aşağıdaki gibidir:**

VARLIKLAR	30 HAZİRAN 2012		
	Yasal	Düzeltilmeler	UFRS
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>			
Nakit ve nakit benzerleri	12.319	-	12.319
Ticari alacaklar	129.953	(115.595)	14.358
Stoklar	604.944	(604.944)	-
Diğer alacaklar ve dönen varlıklar	416.762	1.308.512	1.725.274
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>1.163.978</b>	<b>587.973</b>	<b>1.751.951</b>
<b>DURAN VARLIKLAR</b>			
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	3.975.081	4.571.473	8.546.554
Maddi olmayan duran varlıklar	5.285.246	(5.285.246)	-
Diğer alacaklar ve duran varlıklar	222	(222)	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>9.260.549</b>	<b>(713.995)</b>	<b>8.546.554</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>10.424.527</b>	<b>(126.022)</b>	<b>10.298.505</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAK</b>			
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
Finansal borçlar	2.500.000	-	2.500.000
Finansal kiralama borçları	455.201	471.369	926.570
Ticari borçlar	(1.004.419)	1.005.243	824
Diğer borçlar ve gider tahakkukları	12.957	8.810	21.767
Kurumlar vergisi karşılığı	-	3.461	3.461
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.963.739</b>	<b>1.488.883</b>	<b>3.452.622</b>
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
Finansal kiralama borçları	3.771.582	(471.369)	3.300.213
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.771.582</b>	<b>(471.369)</b>	<b>3.300.213</b>
<b>ÖZKAYNAK</b>			
Sermaye	9.768.933	-	9.768.933
Yasal yedekler	104.294	-	104.294
Geçmiş yıl karları	(5.184.021)	(1.143.536)	(6.327.557)
<b>Toplam Özkaynak</b>	<b>4.689.206</b>	<b>(1.143.536)</b>	<b>3.545.670</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAK</b>	<b>10.424.527</b>	<b>(126.022)</b>	<b>10.298.505</b>



### 6.1.3. Gelir Tabloları

**30 Haziran 2012 tarihi itibarıyla gelir tablosu mutabakatı aşağıdaki gibidir:**

	Yasal	Düzeltilmeler	UFRS
Satışlar ve Satışların Maliyeti	1.091.683	(1.065.000)	26.683
<b>BRÜT KAR</b>	<b>739.683</b>	<b>(713.000)</b>	<b>26.683</b>
Pazarlama ve satış giderleri	-	-	-
Genel yönetim giderleri	(121.582)	57.080	(64.502)
Finansal gelirler	302.411	87.653	390.064
Finansal giderler	(503.967)	90.989	(412.978)
Diğer gelir / (gider)	(6.787)	713.000	706.213
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR</b>	<b>409.758</b>	<b>235.722</b>	<b>645.480</b>
Vergi gideri	-	(84.738)	(84.738)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>409.758</b>	<b>150.984</b>	<b>560.742</b>
Diğer kapsamlı gelir	-	-	-
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</b>	<b>409.758</b>	<b>150.984</b>	<b>560.742</b>

### 6.2. Rayiç Değerlerle İfade Edilmiş Mali Tablolar

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, "Seri: XI, No.29, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" i uyarınca, 15.11.2003 tarihli ve 25290 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Seri: X, No.25, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği" yürürlükten kaldırılmış olup, yerine, (beşinci madde ile) İşletmelerin Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle **Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarını uygulayacakları (UMS/UFRS)**, bu hususa bilanço dipnotlarında yer verileceği ve bu kapsamda, belirlenen standartlara aykırı olmayan **Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nca (TMSK'ca) yayımlanan TMS/TFRS (Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları)** nin esas alınacağı belirtilmiş olup geçici madde 2 ile de UMS / UFRS'nin UMSK tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS'ler uygulanır denmektedir. Bu kapsamda, TMSK'ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.

**TMSK'ca yayımlanan "Maddi Duran Varlıklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS: 16) hakkında Tebliğin 29'uncu paragraf hükmü"** ile bir işletmenin maddi duran varlıklarının değerlendirilmesinde, muhasebe politikası olarak **maliyet** veya **yeniden değerlendirme modelini** seçebileceği hususu belirtilerek, bu yöntemin seçilmesi halinde, TMS.16, Paragraf 31. Yeniden Değerleme Modeli başlığında yer alan,

*"Gerçeğe uygun değeri güvenilir olarak ölçülebilen bir maddi duran varlık kalemi, varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra, **yeniden değerlendirilmiş tutarı** üzerinden gösterilir. **Yeniden değerlendirilmiş tutar**, yeniden değerlendirme tarihindeki **gerçeğe uygun değerinden**, müteakip birikmiş amortisman ve müteakip birikmiş değer düşüklüğü zararlarının indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. Yeniden değerlendirmeler, bilanço tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer kullanılarak bulunacak tutarın defter değerinden önemli ölçüde farklı olmasına neden olmayacak şekilde düzenli olarak yapılmalıdır.*



**Ve TMS:16, Paragraf 32.**

"Arazi ve binaların **gerçeğe uygun değeri** genellikle, piyasa koşullarındaki kanıtların mesleki yeterliliğe sahip **değerleme uzmanları tarafından değerlendirilmesi** sonucu saptanır. Maddî duran varlık kalemlerinin gerçeğe uygun değeri genellikle değerlendirme yoluyla belirlenmiş piyasa değerleridir."

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları **Sermaye Piyasası Kurulu'nca oluşturulan "Gayrimenkul Değerleme Şirketleri"** listesindeki **Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.** tarafından gerçekleştirilmiş olup, bu değerler mali tablolara yansıtılmıştır.

**Diğer taraftan, varlıklarda değer düşüklüğü hususunu düzenleyen TMS: 36, bir işletmenin, varlıklarının geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir değerden izlenmemesini sağlamak amacıyla uygulanması gereken ilkeleri belirlemektir.** Bir varlığın defter değerinin; kullanımı ya da satışı ile geri kazanılacak tutarından fazla olması durumunda, ilgili varlık geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir tutardan izlenir. Eğer durum bu şekilde ise, varlık değer düşüklüğüne uğramıştır ve Standart, işletmenin değer düşüklüğü zararını muhasebeleştirmesini gerektirir.

Bu Standart, örneğin **"TMS 16 Maddî Duran Varlıklar"** Standardında yer alan değerlendirme yöntemi gibi diğer Standartlara uygun olarak değerlendirilmiş tutarlardan (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değerden**) izlenen varlıklara uygulanır. Değerlenmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun değer tespiti**nde kullanılan esasa bağlıdır:

(a) **Varlığın gerçeğe uygun değeri piyasa değeri ise, sadece varlığın gerçeğe uygun değeri ile satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri arasındaki fark, varlığı elden çıkarmak için oluşacak doğrudan ek maliyettir:**

(i) **Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın geri kazanılabilir tutarı yeniden değerlendirilmiş tutarına (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerine) zorunlu olarak yakın ya da söz konusu tutardan daha büyük olacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, yeniden değerlendirilmiş varlığın değer düşüklüğüne uğraması olası değildir ve geri kazanılabilir tutarın tahmin edilmesine gerek bulunmamaktadır.**

(ii) **Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yeniden değerlendirilmiş varlık, kullanım değerinin yeniden değerlendirilmiş tutarından (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerinden) daha düşük olması durumunda değer düşüklüğüne uğrayacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için bu Standardı uygular.**

(b) **Varlığın gerçeğe uygun değerinin piyasa değerinden farklı bir esasa göre belirlenmesi durumunda, söz konusu varlığın yeniden değerlendirilmiş değeri (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değeri) geri kazanılabilir tutarından daha büyük ya da daha düşük olabilir. Bu nedenle, işletme, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, ilgili varlığının değer düşüklüğüne uğramış olup olmadığını belirlemek için bu Standardı uygular.**

**TMS:36'da tanımlanan muhasebe ilkeleri, TMS 40 'ta tanımlanan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller**(Gerçeğe uygun değerle ölçülen yatırım amaçlı gayrimenkuller)de uygulanmamaktadır.

**TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;**

"Genelde tüm varlıklar -kısa ve uzun vadeli- bilançoda doğru değerden muhasebeleştirildiklerinden emin olunması için değer düşüklüğü testine tabidirler."



*Değer düşüklüğünün temel prensibi, bir varlığın bilançoda geri kazanılabilir tutarının üstünde bir tutarda gösterilmemesidir. Geri kazanılabilir tutar bir varlığın, satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri ile kullanım değerinden yüksek olanıdır. Satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değer, bir varlık veya nakit yaratan birimin karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında gerçekleştirilen satış sonucu elde edilmesi gereken tutardan, elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesi suretiyle bulunan değerdir.*

*Değer düşüklüğüne tabi tüm varlıklar, değer düşüklüğüne ilişkin bir belirti olduğunda değer düşüklüğü içinde değerlendirilmelidir.*

*Varlığın defter değeri ile geri kazanılabilir tutar karşılaştırılır. Bir varlık veya nakit yaratan birimin defter değeri geri kazanılabilir tutarını aşıyorsa, ilgili varlık veya nakit yaratan birim değer düşüklüğüne uğramıştır. Oluşan değer düşüklüğü, varlık veya nakit yaratan birimdeki varlıklar üzerine dağıtılır ve gelir veya giderde muhasebeleştirilir.*

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS:16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmalarının ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmiş, Değerleme çalışmaları değerlemeye konu Şirket aktifinde yer alan (finansal kiralama konusu olanlar dahil) tüm mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37** 'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, gayrimenkul değerleme çalışmalarının eşanlı olarak gerçekleştirilmiş olduğu görülmüş, rayiç değerlerin mali tablolara yansıtılmasına ilişkin düzeltmeler, değerlemeye konu edilmiş tüm gayrimenkuller için yapılmıştır.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS:16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları ve değerlendirme öncesi mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, düzeltme çalışmaları konusuna dahil edilmemiş, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar esas alınmıştır.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmiş, olası devir/satış maliyetlerinin karşılıkları mali tablolara yansıtılmıştır.
- **UMS:36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "net gerçekleştirilebilir değer" olarak gayrimenkul değerlendirme şirketi tarafından belirlenen "rayiç değerler" "gerçeğe uygun değer" olarak kabul edilmiş değer düşüklüğü testi uygulanmıştır. Değer tespit çalışmalarında, belirlenen değer "gerçeğe uygun piyasa değeri" olup, konu varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiş olması sebebiyle, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle vergisel giderler ve tapu harçları da dikkate alınmıştır.

Özetle, Şirket bilançosunda, Maddi Duran Varlıklar başlığı altında bulunan "Arazi ve Arsalar" kalemi ile "Finansal Kiralama konusu gayrimenkuller" Sermaye Piyasası Kurulu'nca oluşturulan "Gayrimenkul Değerleme Şirketleri" listesindeki Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanarak Rapor'a bağlanan rayiç değerlerle hesaplara yansıtılarak ve elden çıkartma maliyetlerine de karşılık ayrılmak suretiyle düzeltmeler yapılmış olup, oluşturulan düzeltilmiş (rayiç değerlerle ifade edilmiş) mali tablolar aşağıda sunulmuştur.



Bu düzeltme işlemleri, Şirket'in muhasebe politikasındaki değişiklikten kaynaklanmamakta olup, yapılacak değerleme çalışmalarının rayiç değerlerle gerçekleştirilebilmesini teminen yapılmıştır.

### 6.2.1. Bilançolar

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>Aralık 11</b>	<b>Haziran 12</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>2.334.969</b>	<b>1.751.951</b>
Hazır Değerler	10.571	12.319
Menkul Kıymetler	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	7.706	14.358
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.771.647	1.499.990
Stoklar	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	545.045	225.284
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>8.637.975</b>	<b>67.719.288</b>
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0
Maddi Duran Varlıklar	8.556.698	67.719.288
Araziler ve Arsalar	7.958.202	7.958.202
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	608.640	608.640
Makine-Tesis ve Cihazlar	0	0
Diğer Maddi Duran Varlıklar	0	0
Birikmiş Amortismanlar (-)	-10.144	-20.288
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
DOF	0	59.172.734
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
Diğer Duran Varlıklar	81.277	0
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>10.972.944</b>	<b>69.471.239</b>

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>Aralık 11</b>	<b>Haziran 12</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>4.031.663</b>	<b>16.404.537</b>
Finansal Borçlar	2.500.000	2.500.000
Ticari Borçlar	3.605	824
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	935.603	926.570
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	592.455	25.228
<i>Ertelenmiş Vergi Karşılığı</i>	0	11.834.547
<i>Tapu Harcı</i>	0	1.117.368
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>3.943.616</b>	<b>3.300.213</b>
Finansal Borçlar	3.943.616	3.300.213
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>2.997.665</b>	<b>49.766.489</b>
Sermaye	9.500.000	9.500.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	268.933	268.933
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
Emisyon Primi	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0



Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	0	46.220.819
İştiraklerde Y.D.D.A.	0	0
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0
Yedekler	104.294	104.294
<b>Net Dönem Kârı</b>	0	548.005
Dönem Zararı (-)	0	0
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	-6.875.562	-6.875.562
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>10.972.944</b>	<b>69.471.239</b>

### 6.3. Hesap Kalemleri Hakkında Açıklamalar

Şirket'in 31.Haziran.2012 ve 31.Aralık.2011 tarihlerine ait bağımsız denetim raporu DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 3 Ağustos 2012 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Şirket mali tablolarına ilişkin özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

#### 6.3.1. İlişkili Taraflardan Alacaklar

<b>İlişkili taraflardan alacaklar</b>	<b>Haz.12</b>	<b>Ara.11</b>
Ortaklardan alacaklar	191.700	0
Arista yatırım yönetim holding	1.165.390	0
Asya akaryakıt	93.419	1.771.647
	<b>1.450.509</b>	<b>1.771.647</b>

#### 6.3.2. İlişkili Taraflara Borçlar

<b>İlişkili taraflara ticari borçlar</b>	<b>Haz.12</b>	<b>Ara.11</b>
Asya akaryakıt	1.741	0
Arista yatırım yönetim holding	0	208.412
Davutpaşa petrol ürünleri	0	10.620
Htm turizm	0	122.668
Ortaklara borçlar	0	227.463
	<b>1.741</b>	<b>569.163</b>

#### 6.3.3. Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar

<b>Diğer alacaklar ve dönen varlıklar</b>	<b>Haz.12</b>	<b>Ara.11</b>
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1.499.990	1.771.647
Devreden KDV	224.996	346.493
Verilen Teminatlar ve depozito	222	222
Peşin ödenen giderler	0	2.346
Gelir tahakkukları	0	195.920
Diğer	66	64
	<b>1.725.274</b>	<b>2.316.692</b>



#### 6.3.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

<u>Yatırım amaçlı gayrimenkuller</u>	<u>Haz.12</u>	<u>Ara.11</u>
Arazi ve Arsalar	7.958.202	7.958.202
Binalar	608.640	608.640
Amortismanlar	-20.288	-10.144
	<b>8.546.554</b>	<b>8.556.698</b>

Şirket tarafından, tümü işletme kiralaması olarak kiralanan yatırım gayrimenkullerinden kazanılmakta olan gayrimenkul kira geliri **26.683 TL**'dir. Şirket'in sahibi olduğu ofislerle ilgili kesilen elektrik, su ve ortak alan gider faturaları şirketin kiracılar ile yapmış olduğu sözleşmelere istinaden, kiracılar tarafından ödenmektedir.

Yatırım amaçlı gayrimenkuller üçüncü kişilere kiralanan 1 adet binadan ve binanın da üzerinde bulunduğu arazi ile birlikte 4 parsel araziden oluşmaktadır.

Finansal kiralama ile elde edilen gayrimenkulün 30.06.2012 tarihi itibarıyla net defter değeri **4.591.760 TL**'dir. ( **31.12.2011: 4.591.760 TL** )

#### 6.3.5. Finansal Borçlar

<u>Finansal Borçlar</u>	<u>Haz.12</u>	<u>Ara.11</u>
Tutar	2.500.000	2.500.000
Vade	30.09.2012	31.03.2012
Faiz	18,50%	%17,00

#### 6.3.6. Finansal Kiralama Yükümlülükleri

<u>Finansal kiralama yükümlülükleri</u>	<u>Haz.12</u>	<u>Ara.11</u>
Bir yıl içerisinde	926.570	935.603
İki ila üç yıl arasında	3.300.213	3.943.616
Gelecek dönemlere ait giderler (-)	0	0
	<b>4.226.783</b>	<b>4.879.219</b>

Finansal kiralama borçları Şirket tarafından elde edilen binanın finansmanından kaynaklanmaktadır. Sözleşmelerin tutarı 2.779.494 USD'dir ve faiz ödemeleri 550,590 USD'dir. Bina için yapılan kiralama ödemeleri Ağustos 2011 ve Temmuz 2016 arasında aylık olarak yapılmaktadır.

#### 6.3.7. Satışlar ve Amortisman Gideri

<u>Satışlar ve satışların maliyeti</u>	<u>Haz.12</u>
Kira Gelirleri	26.683



Amortisman gideri	-10.144
Sigorta gideri	-2.593

### 6.3.8. Genel Yönetim Gideri

<u>Genel yönetim gideri</u>	<u>Haz.12</u>
Diğer vergi gideri	-35.203
Personel gideri	-6.675
Danışmanlık gideri	-6.512
Kira gideri	-6.000
Bakım onarım	-6.000
Noter ve aidat	-2.243
Diğer	-1.869
	<u>-64.502</u>

### 6.3.9. Finansman Gideri

<u>Finansman Geliri</u>	<u>Haz.12</u>
Kambiyo karı	211.422
Aidat faiz geliri	129.161
	<u>340.583</u>

### 6.3.10. Diğer Gelirler

<u>Diğer Gelirler</u>	<u>Haz.12</u>
Gayrimenkul satış geliri	713.000
Diğer gelirler	-6.787
	<u>706.213</u>

30 Haziran 2012 tarihi itibarıyla finansal tablolarda satışlarda yer alan 1.065.000 TL'lik gayrimenkul satış karı 352,000 TL'lik maliyeti ile netlenerek diğer gelirlere sınıflanmıştır (31 Aralık 2011: yoktur).





## 7. GAYRİMENKULLERİN DEVİR YÖNTEMLERİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER

Bu hususlar, devri planlanan varlıkların alıcı bir şirket'e devri hususunda verilecek kararlarda vergi yükü planlaması ve yasal prosedürün belirlenmesinde belirleyici olması sebebiyle aşağıda açıklanmıştır.

Gayrimenkullerin alıcı şirket tüzel kişiliğine devrinde, aşağıda detayları verilecek olan 2 ana yöntem mevcuttur.

- Doğrudan Varlık Satışı Yöntemi
- Varlık Sahibi Şirket Tüzel Kişiliğinin Devri (Hisse Devri)

Yöntemlerden Varlık satışı, varlıkların tek tek satışına imkan tanırken, varlık sahibi tüzel kişiliğin devrinde, devri planlanan varlıklar dışındaki tüm varlıkların ve "tüm borçların" da devri zorunlu olmaktadır.

Ancak, devir yüklerinin minimizasyonu amacıyla, devre konu varlıkların ayrı tüzel kişilikler haline dönüştürülmesi ve ardından bir kül halinde devri de mümkündür.

Bu sebeple, aşağıda, doğrudan varlık satışı dışında, birleşme, kısmi bölünme yoluyla KVK hükümlerince aynı sermaye tahsisi, TTK hükümlerince aynı sermaye tahsisi gibi yöntemlere ilişkin düzenlemelere de yer verilmiştir.

### 7.1. Varlık Satışı Yöntemi

Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin satışı 3065 Sayılı KDV Kanunu'nun 1/1 maddesine göre esas olarak KDV'ye tabi olup doğacak kazanç Kurumlar Vergisine ve işlem tapu harçlarına tabidir. Ancak bu hususta bazı istisnalar getirilmiştir.

**KURUMLAR VERGİSİ ve KDV İSTİSNASI:** Aktifte yer alan gayrimenkul ve iştirak hisseleri satışından elde edilen kazançların % 75'i, aşağıdaki genel şartların sağlanması kaydıyla KV'nden istisnadır (KVK Md.5/1-e).

- ✓ istisna konusunun en az iki yıldır aktifte yer alıyor olması,
- ✓ satış bedelinin en geç iki yıl içinde tahsil edilmesi,
- ✓ kazancın 5 yıl boyunca pasifte bir fon hesabında tutulması,

İştirak satışı için menkul kıymet, gayrimenkul satış işlemi, gayrimenkul ticaret ya da kiralama ile uğraşılması.

Bu hükümlere göre, ŞİRKET aktifinde yer alan gayrimenkullerin satışından doğan kazançlar, bu istisna kapsamında değilse, kurumlar vergisine tabidir.

Raporun 5.1 bölümünde detayları verildiği üzere, varlık sahibi ŞİRKET'in gayrimenkul ticaret ya da kiralama ile uğraşması sebebiyle, satış konusu edilmesi planlanan varlıkların satış işlemlerinde Kurumlar Vergisi istisnasından yararlanılamayacaktır.

**TAPU HARÇLARI:** KV istisnasından faydalanılarak yapılan gayrimenkul satışlarında tapu harçları istisnası yoktur. Bu sebeple, varlık satışı planlanan ŞİRKET'in gayrimenkul ticaret ya da kiralama ile uğraşması devirde ödenecek tapu harçları açısından bir fark yaratmayacak, işlemler tapu harcına tabi olacaktır.



## 7.2. Kısmi Bölünme Yöntemi

Şirket aktifinde bulunan varlıkların, KVK'nun 19'uncu maddesi ve bu madde uyarınca "Maliye Bakanlığı ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca Ortaklaşa Yayımlanan Tebliğ" ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümleri gereğince, "**Kısmi Bölünme Yoluyla Aynı Sermaye Tahsisi**" şeklinde farklı Şirketlere devri de mümkün görülmektedir. Bu yolla ve ardından gerçekleştirilecek hisse devirleriyle, varlıkların devrolunduğu Şirket müşteri Şirket'e devredilebilecektir.

**KURUMLAR VERGİSİ KANUNU:** Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19'uncu maddesinin üçüncü fıkrasının (b) bendine göre, tam mükellef bir sermaye şirketi veya sermaye şirketi niteliğindeki yabancı bir kurumun Türkiye'deki işleri ve diğer faaliyetlerini aktifinde yer alan taşınmazlar ve en az iki yıl elde tutulan iştirak hisselerini, bir veya bir kaçının, mevcut veya yeni bulunacak tam mükellef bir sermaye şirketine devretmek üzere takditle kayıtlı amortismanlar sonrası net değer üzerinden, aynı sermaye olarak konulması kısmi bölünme olarak kabul edilmiştir. Bu düzenlemeye göre Şirketin aktifinde yer alan gayrimenkuller kısmi bölünme ile aynı bir şirkete aynı sermaye olarak konulması işlemesinde Kurumlar Vergisi söz konusu değildir.

**Tapu Harcı ve Damga Vergisi:** Anonim Şirket, Paylı Komandit Şirket ve Limited Şirket kuruluş, sermaye artırımı, birleşme, devir, bölünme ve nev'i değişikliklerinde yapılacak işlemler tapu Harçlarından (492 sayılı Harçlar Kanunu'nu 5035 sayılı Kanun ile değişik 123.ncü maddesi) ve Damga vergisinden (488 sayılı DVK md.9 Ek 2 no'lu Tablo) istisna tutulmuştur.

Bu yolla, özellikle devre konu varlıkların bir bütün (kül) halinde değil de, iktisadi bir bütünlük teşkil edecek varlık grupları şeklinde devrinin planlanması halinde tercih edilebilecek bir yöntem olup, kısmi bölünme yoluyla yeni oluşturulacak Şirket hisseleri bölünmenin ardından devre konu edilebilecektir<sup>3</sup>.

Bu yolla, devre konu varlıkların KVK istisnasından faydalanılmıyorsa, devre konusu varlıkların KDV'den ve istisnadan faydalanılmıyorsa, devre konusu varlıkların Tapu Harçları'ndan kaçınılmaz olacaktır.

Anılan mevzuat hükümlerine göre; Şirket aktifinde bulunan gayrimenkuller yanında, aynı şekilde, en az iki yıl süreyle Şirket aktifinde bulunan **iştirak hisseleri** de bölünmeye konu edilebilmektedir.

Yine Kurumlar Vergisi'ne ilişkin Tebliğ hükümlerine göre; **Şirket'in kısmi bölünme yoluyla sermaye olarak koyduğu varlıklar** (gayrimenkul ve/veya iştirak hisseleri) karşılığında elde ettiği hisse senetleri (yani devredilen varlıkların yer aldığı Şirket'in hisse senetleri), devre konu kıymetlerden kaynaklanan borçların da devri halinde, bölünen Şirket ortaklarına da verilebilmektedir.

Öte yandan, kısmi bölünme yoluyla varlıkları devralan Şirket'e ait hisse senetlerinin, bu varlıkları koyan Şirket'te kalması halinde, devredilen taşınmaz ve iştirak hisse senetlerine ilişkin pasif kıymetlerin (borçların) devri ihtiyaridir.

Diğer taraftan, KVK uyarınca bölünen **Şirket ortaklarına verilen hisselerin iktisap tarihi olarak, bölünen (veya devir olan) Şirket'in hisselerinin iktisap tarihi esas alınmaktadır (5520 sayılı KVK md.5/1 (e) ve 1 seri numaralı KV Genel Tebliği 19.3.3. uyarınca)**, dolayısıyla, bu hisselerle ilişkin olarak GVK' ve KVK'nda geçerli istisnadan faydalanabilmek için gerekli elde tutma süresi yeniden başlamamaktadır.

<sup>3</sup>Kısmi bölünme sonrası, bölünme yoluyla aynı sermaye karşılığı ihraç edilen hisselerin TTK'ndan kaynaklanan 2 yıllık devir yasağı, KVK'nda yapılan değişikliklerle kaldırılmıştır.



### 7.3. Birleşme (Devir) Yöntemi

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19'uncu maddesinin birinci ve ikinci fıkrası, birleşmenin özel bir türünü devir olarak tanımlamakta, tam mükellef kurumlar arasında kayıtlı değerler üzerinden ve kül halinde devralma suretiyle gerçekleştirilen işlemler devir olarak nitelendirilmektedir.

### 7.4. TTK Hükümlerine Göre Aynı Sermaye Konması (KVK Harici)

TTK'nun 139'uncu maddesine göre "Ticaret Şirketlerine sermaye olarak her nevi gayrimenkul, menkul ve gayrimenkulden faydalanma ve kullanma hakları gibi ekonomik değeri olan bütün haklar" konabilir.(Yeni TTK, madde 127'de benzer hüküm yer almaktadır.)

Bu durumda, bilirkişilerce belirlenen veya esas sözleşmede yer alan değer, ilgili mahkeme (Ticaret Mahkemesi, bulunmayan yerlerde Asliye Hukuk) tarafından tasdiki gerekmektedir. Aynı sermaye tahsisine ilişkin vergi düzenlemeleri ise genel olarak aşağıdaki gibidir.

**KURUMLAR VERGİSİ AÇISINDAN :** Aynı sermaye tahsisi **satış hükmündedir**. Dolayısıyla, oluşacak **değer artışı (kar)**, aynı sermaye konusu gayrimenkulün istisna kapsamına giren niteliklerde olması halinde %75 oranında istisna tutulacak (nihai olarak %5 KV oranı) , aksi halde **Kurum kazancına dahil** olarak %20 oranında KV'ne tabi olacaktır.

**TAPU HARCİ AÇISINDAN :** Harçlar Kanunu'nun 5035 sayılı Kanun ile değişik 123'üncü maddesinin son fıkrası hükmü gereği, ister kuruluş aşamasında, ister kurulduktan sonra yapılacak sermaye artırımında, **aynı sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin Şirket adına tapuya tescilinde tapu harcı ödenmemektedir**.

**KATMA DEĞER VERGİSİ AÇISINDAN:** İşletme aktifine kayıtlı gayrimenkullerin mevcut veya yeni kurulacak bir şirkete aynı sermaye olarak konulması işlemi, gayrimenkulü aktifinde bulunduran işletme bakımından **satış hükmündedir**. Bu nedenle, KDV Kanununun 1/1 maddesine göre KDV'ye tabi bulunmaktadır. Aynı sermaye konulması işleminin KDV Kanunu'nun 17/4-c maddesine uygun bir şekilde yapılması halinde ( KVK'na göre yapılan devir ve bölünmeler) işlem KDV'den istisna olacaktır.

### 7.5. Varlık Sahibi Şirket (ŞİRKET) Hisselerinin Devri:

Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin bir bütün halinde devredilecek olmasının kararlaştırılması halinde, devrin ŞİRKETHisse senetlerinin devri yoluyla yapılması da mümkündür.

### 7.6. Önerilen Devir Yöntemi

Yukarıda açıklanan çeşitli devir yöntemleri "devir maliyetleri" ve "prosedür kolaylığı" açısından irdelendiğinde,Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin devrine ilişkin en uygun yöntemin, devre konu varlıkların sahibi ŞİRKET hisselerinin devralınması, diğer bir ifadeyle malik Şirket tüzel kişiliğinin devralınması olduğu anlaşılmaktadır.



## 8. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

Bu çalışmada, değerlendirme konusu Şirket (Şirket hisse senetlerinin) değerinin tespiti amacıyla, Rapor'un 3.5'inci bölümünde detayları verilen 3 ayrı değerlendirme yönteminden, Şirket'in bulunduğu sektör ve mevcut finansal yapısı dikkate alınarak farklı yaklaşımlar kullanılmıştır.

1. İlk olarak, "**Benzer Şirket yaklaşımı**" esasları çerçevesinde, İMKB'nda işlem gören Şirket ve Turizm şirketlerine ilişkin **piyasa çarpanları** Şirket verilerine uygulanmıştır.
2. **Varlık Esaslı Yaklaşım**'lardan "**Özvarlık Değeri**" ve yöntemin UFRS'na daha uygun uygulaması olan "**Düzeltilmiş (Varlıkların Rayiç Değerleri Yansıtılmış) Öz Varlık Değeri**" hesaplanmıştır.
3. Gelir Esaslı Yaklaşımlardan "**İndirgenmiş Nakit Akımları**" çalışması gerçekleştirilmiştir.

### 8.1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yaklaşımı çerçevesinde yapılan çalışmalarda, değerlendirme konusu ŞİRKET'in 30.06.2012 tarihli, UFRS ye göre düzenlenmiş ve rayiç değerlerle ifade edilmiş mali tabloları kullanılmıştır.

Hesaplamalarda, değerlendirme konusu Şirket faaliyetinin, Rapor'un 5.1'inci bölümünde detayı verildiği üzere, "Turizm Şirketleri" faaliyetleri ile eşleşmesi nedeniyle bu çalışmada,

- İMKB Ortalaması,
- İMKB Mali Sektör Ortalamaları ve
- Lokanta ve Oteller Sektörü Ortalaması'na

ait veriler kullanılmıştır. Söz konusu ortalamalar, 30.06.2012 tarihli mali tablolar kullanılarak hesaplanmış "Hisse Senetleri Piyasası Değerleme Oranları" nı gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

#### DEĞERLEME ORANLARI (09.08.2012 Tarihi İtibariyledir) (Bin TL)

	PİYASA DEĞERİ	NET KAR (SON 4 ÇEYREK)	NAKİT NET TEMETTÜ	ÖZSERMAYE	FK	TV (%)	PD/DD
İMKB 100 TOPLAM/ORT.	370.482.016	31.965.735	8.019.891	239.161.633	11,59	2,16	1,55
İMKB 50 TOPLAM/ORT.	339.518.205	29.327.750	7.332.160	211.539.392	11,58	2,16	1,60
İMKB 30 TOPLAM/ORT.	294.036.452	27.390.515	6.123.504	189.817.797	10,73	2,08	1,55
İMKB TÜM TOPLAM/ORT.	465.427.143	38.072.154	9.118.938	298.020.672	12,13	1,97	1,56
<b>ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT</b>	<b>447.054.508</b>	<b>36.641.905</b>	<b>8.645.185</b>	<b>280.897.460</b>	<b>12,17</b>	<b>1,94</b>	<b>1,59</b>
AVRASYA PETROL VE TUR.	72.450	(4.731)	---	64.904	---	---	1,12
ALTINYUNUS ÇEŞME	113.276	71	---	89.718	---	---	1,26
FAVORİ DİNLENME YER.	23.775	11.433	---	14.988	2,08	---	1,59
MARMARİS ALTINYUNUS	84.388	3.685	---	46.628	22,90	---	1,74
MARTI OTEL	66.211	(9.112)	---	81.362	---	---	0,81
METEMTUR OTELCİLİK	16.380	(5.131)	---	269	---	---	60,78
NET TURİZM	132.000	23.586	---	310.181	5,60	---	0,43
PETROKENT TURİZM	79.315	2.957	---	19.113	26,82	---	4,15
TEK-ART TURİZM	121.028	2.708	---	170.123	44,70	---	0,71
ULAŞLAR TURİZM YAT.	38.492	VY	VY	VY	VY	VY	VY
UTOPYA TURİZM	41.500	1.718	---	104.801	24,16	---	0,40
<b>TOPLAM / ORTALAMA</b>	<b>788.815</b>	<b>27.183</b>	<b>---</b>	<b>904.088</b>	<b>29,01</b>	<b>---</b>	<b>0,87</b>

### 8.1.1 Fiyat / Kazanç (F/K) Oranına Göre Değerleme

09/08/2012 tarihi itibari ile kamuya açıklanan İMKB Ortalaması ve benzer Fiyat / Kazanç oranları esas alınmış ve bu değerler 30.06.2012 tarihli Şirket verilerine uygulanmıştır.

09.08.2012	F/K
İMKB 100 TOPLAM/ORT.	11,59
İMKB 50 TOPLAM/ORT.	11,58
İMKB 30 TOPLAM/ORT.	10,73
İMKB TÜM TOPLAM/ORT.	12,13
<b>ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT</b>	<b>12,17</b>
AVRASYA PETROL VE TUR.	---
ALTINYUNUS ÇEŞME	---
FAVORİ DİNLENME YER.	2,08
MARMARİS ALTINYUNUS	22,90
MARTI OTEL	---
METEMTUR OTELCİLİK	---
NET TURİZM	5,60
PETROKENT TURİZM	26,82
TEK-ART TURİZM	44,70
ULAŞLAR TURİZM YAT.	VY
UTOPYA TURİZM	24,16
<b>TOPLAM / ORTALAMA</b>	<b>29,02</b>

UFRS'e göre hazırlanan Şirket mali tablolarına göre Şirket dönem karı **548.005,-TL**'dir. Dönem karı gayrimenkul satış karından oluşmakta ve söz konusu kar tek bir dönemi ilgilendiren arzi bir gelir olması dikkate alındığında faaliyet zararı **73.470,-TL**'dir.

Yukarıda yapılan açıklamalar dikkate alındığında, bu verilerden yola çıkılarak gerçekleştirilen Fiyat / Kazanç analizinin anlamlı sonuç vermeyeceği anlaşılmaktadır.

F/K	Sermaye	Dönem Karı	F/K	ŞİRKET DEĞERİ, TL	
				İMKB	Sektör
Artstate	9.500.000	-73.470	Anlamsız	Anlamsız	Anlamsız

### 8.1.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) Oranına Göre Değerleme

09/08/2012 tarihi itibari ile kamuya açıklanan İMKB Ortalaması ve benzer Piyasa Değeri / Defter Değeri oranları esas alınmış ve bu değerler 30.06.2012 tarihli Şirket verilerine uygulanmıştır.

09.08.2012	PD / DD
İMKB 100 TOPLAM/ORT.	1,55
İMKB 50 TOPLAM/ORT.	1,60
İMKB 30 TOPLAM/ORT.	1,55
<b>İMKB TÜM TOPLAM/ORT.</b>	<b>1,56</b>
AVRASYA PETROL VE TUR.	1,12
ALTINYUNUS ÇEŞME	1,26
FAVORİ DİNLENME YER.	1,59
MARMARİS ALTINYUNUS	1,74



MARTI OTEL	0,81
METEMTUR OTELCİLİK	60,78
NET TURİZM	0,43
PETROKENT TURİZM	4,15
TEK-ART TURİZM	0,71
ULAŞLAR TURİZM YAT.	VY
UTOPYA TURİZM	0,40
<b>TOPLAM / ORTALAMA</b>	<b>0,87</b>

PD/DD	Sermaye	Özvarlık	DD	ŞİRKET DEĞERİ, TL	
				İMKB	Sektör
Artstate	9.500.000	3.545.670	0,37	5.530.294	3.093.591

Şirket aktifinin neredeyse tamamının gayrimenkullerden oluştuğu, Şirket'in mevcut durum itibariyle herhangi bir ticari faaliyette bulunmadığı ve Piyasa Değeri / Defter Değeri analizinde finansal verileri kullanılan İMKB Şirketlerin aktifinde yer alan gayrimenkullerin tarihi değerlerle ifade edildiği hususları dikkate alındığında piyasa PD / DD oranlarına dayalı olarak gerçekleştirilecek analizlerin yanıltıcı sonuçlar vereceği anlaşılmaktadır.

### 8.1.3. Temettü Verim Oranına Göre Değerleme

09/08/2012 tarihi itibari ile kamuya açıklanan İMKB Ortalaması ve benzer Şirketler Temettü Verimi oranları esas alınmış ve bu değerler 30.06.2012 tarihli Şirket verilerine uygulanmıştır.

09.08.2012	TV
İMKB 100 TOPLAM/ORT.	2,16
İMKB 50 TOPLAM/ORT.	2,16
İMKB 30 TOPLAM/ORT.	2,08
İMKB TÜM TOPLAM/ORT.	1,97
<b>ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT</b>	<b>1,94</b>
AVRASYA PETROL VE TUR.	---
ALTINYUNUS ÇEŞME	---
FAVORİ DİNLENME YER.	---
MARMARİS ALTINYUNUS	---
MARTI OTEL	---
METEMTUR OTELCİLİK	---
NET TURİZM	---
PETROKENT TURİZM	---
TEK-ART TURİZM	---
ULAŞLAR TURİZM YAT.	VY
UTOPYA TURİZM	---
<b>TOPLAM / ORTALAMA</b>	

Şirket'in 30.06.2012 döneminde 73.470,-TL faaliyet zararı olduğu ve geçmiş yıllara ilişkin faaliyet zarar 6.875.562,-TL'dir. Bu nedenle, Şirket karlılığına dayalı piyasa çarpanlarından yola çıkılarak gerçekleştirilen TV analizinin anlamlı sonuç vermeyeceği anlaşılmaktadır.

TV	Sermaye	Temettü	TV	ŞİRKET DEĞERİ, TL		
				İMKB	GYO	Sektör
Artstate	9.768.933	0	Anlamsız	Anlamsız	Anlamsız	Anlamsız

#### 8.1.4.Piyasa Çarpanları Yöntemi Sonuçları

Piyasa Çarpanları metodu çerçevesinde farklı analiz teknikleri kullanılarak hesaplanan Arstate ... A.Ş. değeri aşağıda toplu olarak sunulmuştur.

	İMKB	Sektör
PD/DD	5.530.294	3.093.591
F/K	Anlamsız	Anlamsız
TV	Anlamsız	Anlamsız

Yukarıda sonuçları toplu olarak sunulan Piyasa Çarpanları Analizine göre ;

- **PD / DD analizine göre ;**

Şirket'in herhangi bir ticari faaliyette bulunmadığı, Şirket aktifinin gayrimenkullerden oluşması ve gayrimenkullerin tarihi değerleri ile aktifte yer alması hususları dikkate alındığında PD / DD çarpanlarına göre hesaplanan Şirket Değeri yanıltıcı sonuçlara yola açacaktır.

- **F / K ve TV analizine göre;**

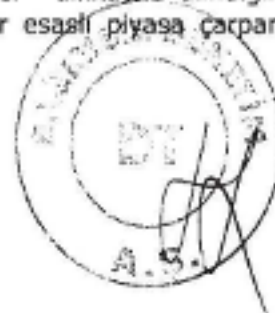
UFRS'e göre hazırlanan Şirket mali tablolarına göre Şirket 30.06.2012 tarihi itibarıyla 2012 yılı 6 aylık dönem karı **548.005,-TL**'dir. Bu dönem karı gayrimenkul satış karından oluşmakta ve söz konusu kar tek bir dönemi ilgilendiren arızı bir gelir niteliği taşımaktadır. Bu arızı gelir dikkate alınmaksızın hesaplanan 30.06.2012 dönemine ilişkin faaliyet zararı **73.470,- TL ve geçmiş dönem zararı ise 6.875.562,-TL**'dir.

Yukarıda yapılan açıklamalar dikkate alındığında, Şirket karlılığına dayalı piyasa çarpanlarından yola çıkılarak gerçekleştirilen **Fiyat / Kazanç** ve **TV** analizinin anlamlı sonuç vermeyeceği anlaşılmaktadır.

Yukarı yapılan açıklamalar ışığında;

- Şirket'in dönemsel getiri sağlayacak herhangi bir faaliyetinin bulunmadığı, esasen gayrimenkul yatırımlarından sermaye kazancı elde amacıyla tüzel kişiliğinin teşekkül ettirilmiş olduğu,
- Şirket değerinin, "devam eden işletme değeri", "know-how", "marka değeri", "organizasyon ve örgütlenme değeri" gibi unsurları içermediği,
- Bu sebeple, Şirket değerini temsil eden en doğru yaklaşımın "**varlık esaslı yaklaşım**" olacağı,
- Şirket aktifinde yer alan varlıkların ise tamamına yakınının gayrimenkul (finansal kiralama konu olanlar dahil) niteliğinde olduğu,
- Şirket'in UFRS uygun olarak düzenlenmiş mali tablolarında gayrimenkullerin tarihi değerlerle ifade ediliyor olması sebebiyle, yukarıdaki gerekçelerle, uzman kuruluşca hazırlanan gayrimenkul değerlendirme Rapor'u sonuçlarının mali tablolara yansıtılmasının uygun görüldüğü, ancak bu durumda, Piyasa çarpanları analizine esas alınan Şirket verilerinin farklı esaslara göre düzenlenmiş mali tablolardan yola çıkılarak elde edilmiş olması sebebiyle, kullanılan verilerin önemli sapmalar içerdiği, dolayısıyla Piyasa Değeri / Defter Değeri yaklaşımı esas alınarak gerçekleştirilen piyasa çarpanları analizinin hatalı Şirket değerlerine ulaşılmasına yol açacağı,
- Şirket'in UFRS'e göre hazırlanan göremali tablolarına göre 30.06.2012 tarihi itibarıyla 6 aylık dönem karı **548.005,-TL** olmakla beraber, söz konusu karın tek bir dönemi ilgilendiren arızı bir gelir olması dikkate alındığında faaliyet zararının **73.470,-TL** olduğu, dolayısıyla gelir/kar esaslı piyasa çarpanlarına dayalı analizlerin de anlamlı sonuçlar vermeyeceği,

tespitleri yapılmıştır.



Özetle, Piyasa Çarpanları Analizine göre hesaplanan Şirket değeri verilerinin yanıtıcı sonuçlara yol açacağı, bu sebeple Şirket Değeri'nin tespitine ilişkin nihai değerlendirmede bu değerlerin dikkate alınmamasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

## 8.2. Öz varlık Yöntemi

### 8.2.1. UFRS'e göre düzenlenmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket'in tasfiye değeri olarak da adlandırılmaktadır.

Şirket'in, 31.12.2011 ve 30.06.2012 tarihleri itibariyle, bağımsız denetim raporundan alınan ve UFRS göre hazırlanmış detay bilançolarından alınan kalemler aşağıda sunulmuştur.

	31.12.2011	30.06.2012
Dönen Varlıklar	2.334.969	1.751.951
Duran Varlıklar	8.637.975	8.546.554
KV Yükümlülükler	4.031.663	3.452.622
UV Yükümlülükler	3.943.616	3.300.213
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.997.665</b>	<b>3.545.670</b>
Sermaye	9.500.000	9.500.000
Sermaye Olumlu Farkları	268.933	268.933
Yedekler	104.294	104.294
Net Dönem Kârı	0	548.005
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	-6.875.562	-6.875.562

Şirket mali tablolarının incelenmesiyle,

- 31.12.2011 tarihi itibariyle Şirket öz sermayesinin 2.997.665,-TL ve
- 30.06.2012 tarihi itibariyle Şirket öz sermayesinin 3.545.670,-TL

olduğu anlaşılmaktadır.

Şirket aktifinde önemli bir yer tutması nedeniyle aktifte yer alan gayrimenkuller bu yöntemin güvenilirliği açısından varlıkların rayiç değerlerle ifadesini zorunlu kılmaktadır.

Bu sebeple, Şirket öz varlıklarının hesaplanmasına esas alınacak mali tabloların, özellikle gayrimenkullerin rayiç değerlerle ifade edilmesi yoluyla hazırlanması gerektiği, bu düzeltmeler yapılmaksızın hesaplanan 30.06.2012 tarihi itibarıyla 3.545.670,-TL tutarındaki öz varlıkların ise Şirket değerini temsil etmeyeceği kanaatine varılmıştır.





## 8.2.2. Rayiç Değerlerle İfade Edilmiş Mali Tablolar Esas Alınmak Suretiyle Hesaplanan Öz Varlık Değeri

Öz varlık (tasfiye) yönteminin Uluslararası değerlendirme standartlarına daha uygun olan bir uygulaması da, "**rayiç değerlerle ifade edilmiş öz varlık değeri**" yöntemidir. Bu yöntemde, Şirketin mali tabloları Uluslararası Finansal Raporlama Standartları" (UFRS) na uygun olarak ve muhasebe tercihinden bağımsız olarak rayiç değerlerle ifade edilmekte ve öz varlıklar bu düzeltilmiş mali tablolar esas alınmak suretiyle hesaplanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, "*Seri: XI, No.29, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği*" i uyarınca, 15.11.2003 tarihli ve 25290 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "*Seri:X, No.25, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği*" yürürlükten kaldırılmış olup, yerine, (beşinci madde ile) **İşletmelerin Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarını uygulayacakları** (UMS/UFRS), bu hususa bilanço dipnotlarında yer verileceği ve bu kapsamda, belirlenen **standartlara aykırı olmayan Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nca (TMSK'ca) yayımlanan TMS/TFRS** (Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları ) **nin esas alınacağı belirtilmiş** olup geçici madde 2 ile de **UMS / UFRS ' nin UMSK tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS'ler uygulanır** denmektedir. Bu kapsamda, **TMSK'ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.**

**TMSK'ca yayımlanan "Maddi Duran Varlıklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS : 16) hakkında Tebliğ'in 29'uncu paragraf hükmü"** ile, bir işletmenin maddi duran varlıklarının değerlemesinde, muhasebe politikası olarak **maliyet veya yeniden değerlendirme modelini** seçebileceği hususu belirtilerek, değerlendirme konusu varlıkların mali tablolarda, mesleki yeterliliğe sahip uzmanlar tarafından değerlendirilmesi sonucunda saptanan **gerçeğe uygun değerlerle** (değerleme yoluyla belirlenmiş piyasa değeri) **gösterilebileceği** ifade edilmektedir.

Yukarıdaki düzenlemeler uyarınca, değerlendirme konusu Şirket'in **30.06.2012** tarihli mali tablolarında;

**"Maddi Duran Varlıklar" hesabında yer alan gayrimenkul nitelikli varlıklar**, Sermaye Piyasası Kurulu'nca oluşturulan "Gayrimenkul Değerleme Şirketleri" listesindeki Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanarak Rapor'a bağlanan rayiç değerlerle **hesaplara yansıtılmış, yeniden değerlendirme neticesinde oluşacak değer artışı üzerinden %20 Kurumlar Vergisi karşılığına ve devre ilişkin tapu maliyetlerine de karşılık ayrılmak suretiyle bilançonun pasif kalemleri arasında yer verilmiştir.**

Şirket'in değerlendirme konusu, bilançoda arsa olarak yer alan gayrimenkullerine ve leasinge konu edilmiş olmaları sebebiyle "**haklar**" hesabında yer alan konut vasıflı gayrimenkullerine ilişkin uzman kuruluş tarafından tespit edilen rayiç değerler aşağıda tablo halinde verilmiştir:



**Ak Finansal Kiralama A.Ş. MÜLKİYETİNDE BULUNAN GAYRİMENKULLER**

Bağımsız Bölüm No	KDV Hariç Değer		KDV Dahil Değer	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
1	533.500	292.907	538.835	295.836
2	495.000	271.769	499.950	274.487
3	495.000	271.769	499.950	274.487
4	573.000	314.593	578.730	317.739
5	573.000	314.593	578.730	317.739
6	620.750	340.809	626.958	344.217
7	620.750	340.809	626.958	344.217
8	1.337.000	734.051	1.577.660	866.180
<b>TOPLAM</b>	<b>5.248.000</b>	<b>2.881.300</b>	<b>5.527.770</b>	<b>3.034.902</b>

**Arstate ... A.Ş. MÜLKİYETİNDE BULUNAN GAYRİMENKULLER**

Parsel No.	KDV Hariç Değer		KDV Dahil Değer	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
150	37.229.416	20.440.000	43.930.711	24.119.200
151	20.253.968	11.120.000	23.899.682	13.121.600
199	4.987.904	2.738.500	5.885.727	3.231.430
<b>TOPLAM</b>	<b>62.471.288</b>	<b>34.298.500</b>	<b>73.716.120</b>	<b>40.472.230</b>

Mali tablolarda yer alan bu kalemlerin rayiç değerle ifade edilmesi, değerlendirme konusu Şirket'in bu yöntemi genel muhasebe politikası gereği tercihinden kaynaklanmayıp, değerlendirme çalışmalarının anlamlı sonuçlar vermesini teminen gerçekleştirilmiştir.

Değerleme konusu Şirket'in, yetkili kuruluşca değerlemeye konu edilen gayrimenkullerin son durum itibarıyla yasal kayıtlarında yer alan bilgiler ile bu varlıklar için belirlenmiş olan rayiç değerlerin ilgili kalemlere yansıtılması suretiyle hazırlanmış **"30.06.2012 Tarihli Bilanço Formatındaki Mali Tabloları"** aşağıda verilmiştir.

**Vergi ve Tapu Harcı Karşılığı Dikkate Alınarak Hazırlanan Düzeltilmiş Özvarlık Tablosu**

	<b>31.12.2011</b>	<b>30.06.2012</b>
Dönen Varlıklar	2.334.969	1.751.951
Duran Varlıklar	8.637.975	67.719.288
KV Yükümlülükler	4.031.663	16.404.537
<i>Ertelenmiş Vergi Karşılığı</i>	0	11.834.547
<i>Tapu Harcı</i>	0	1.117.368
<i>Diğer</i>	4.031.663	3.452.622
UV Yükümlülükler	3.943.616	3.300.213
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.997.665</b>	<b>49.766.489</b>
<i>Sermaye</i>	9.500.000	9.500.000
<i>Sermaye Olumlu Farkları</i>	268.933	268.933
<i>D.O.F</i>	0	46.220.819
<i>Yedekler</i>	104.294	104.294
<i>Net Dönem Kârı</i>	0	548.005
<i>Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)</i>	-6.875.562	-6.875.562



Rapor'un 5.1'inci 7.1'inci bölümünde detayı verildiği üzere , Şirket'in gayrimenkul ticaret ve / veya kiralaması ile uğraşıyor olması hususu dikkate alındığında Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin satış işleminde Kurumlar vergisi istisnasından faydalanılamayacağı, bu sebeple, ödenecek tapu harçlarının yanında gayrimenkullerin satış yoluyla devri durumunda söz konusu gayrimenkullerin aktifte 2 yıl yer alıp almadığına bakılmaksızın işlemlerde KDV söz konusu olacak , satış karı üzerinden KV hesaplanacaktır.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere Kısa Vadeli Yükümlülükler başlığında

- 11.834.547,-TL "Ertelenmiş Vergi Karşılığı" ve
- 1.117.368,-TL "Tapu Harcı"

giderlerine yer verilmiş olup Özkaynaklar başlığı altında yer alan D.O.F. ise bu durumda 46.220.819,-TL olarak hesaplanmıştır.

Ancak, Müşteri Şirket'in (ÖZAK GYO A.Ş.);

- GYO statüsünde olması sebebiyle Kurumlar Vergisi istisnasının bulunduğu ,
- Değerleme konusu Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin (finansal kiralamaya konu olanlar dahil) iktisabı amacıyla Şirket tüzel kişiliğinin devralınması durumunda yukarıda anılan vergilerden kaçınılabileceği ,
- Şirket tüzel kişiliğinin devralınması sonrasında ise bu Şirket ile devralan sıfatıyla birleşmesi durumunda gayrimenkullerin tekrar satışında dahi vergi yükümlülüğünün doğmayacağı ,

hususlar dikkate alındığında ayrılan vergi karşılıklarının konusuz kalacağı anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan yetkili kuruluş tarafından tespit edilen gayrimenkul rayiç değerlerinin "vergiler hariç değerler" olduğu dikkate alınarak Şirket değerinin (Şirket öz sermaye değerinin) tespitinde vergi karşılıkları ayrılmaksızın hazırlanmış mali tabloların esas alınması uygun görülmüştür. **Vergi ve tapu harcı karşılığı dikkate alınmadan hazırlanan** düzeltilmiş (rayiç değerlerle ifade edilmiş) özvarlık tablosu aşağıda sunulmuştur.

<b>Vergi ve Tapu Harcı Karşılığı Dikkate Alınmadan Hazırlanan Düzeltilmiş Özvarlık Tablosu</b>		
	<b>31.12.2011</b>	<b>30.06.2012</b>
Dönen Varlıklar	2.334.969	1.751.951
Duran Varlıklar	8.637.975	67.719.288
KV Yükümlülükler	4.031.663	3.452.622
<i>Ertelenmiş Vergi Karşılığı</i>	0	0
<i>Tapu Harcı</i>	0	0
<i>Diğer</i>	4.031.663	3.452.622
UV Yükümlülükler	3.943.616	3.300.213
<b>Özkaynaklar</b>	<b>2.997.665</b>	<b>62.718.404</b>
<i>Sermaye</i>	9.500.000	9.500.000
<i>Sermaye Olumlu Farkları</i>	268.933	268.933
<i>D.O.F</i>	0	59.172.734
<i>Yedekler</i>	104.294	104.294
<i>Net Dönem Kârı</i>	0	548.005
<i>Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)</i>	-6.875.562	-6.875.562



Sonuç olarak, vergi ve tapu harcı karşılığı dikkate alınmaksızın hazırlanan **düzeltilmiş öz varlık yöntemine** göre Şirket'in değeri **62.718.404,-TL** olarak hesaplanmıştır. Değerleme konusu Şirket hisselerinin GYO tarafından satın alınması durumunda, gayrimenkullerin rayiç değerlerini yansıtmaları ve satın alma (hisse devri) işleminde vergi ve tapu harcı mükellefiyetinin doğmayacak olması (Raporun 7'nci bölümünde detaylı verildiği üzere) sebebiyle, Şirket'in vergi ve tapu harcı karşılığı dikkate alınmaksızın hazırlanan mali tabloları esas alınmak suretiyle belirlenen **düzeltilmiş öz varlık değerinin, "Şirket Değeri" olarak dikkate alınmasının uygun olduğu kanaatine** varılmıştır.



### 8.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (DCF-İNA) Analizi

Bu yöntem ile geçmiş yıllara ilişkin finansal tablolar, sektör beklentileri ve projeksiyonlar dikkate alınarak, Şirket'in gelecekte yaratması öngörülen nakit akımları ve bu nakit akımlarından yola çıkılarak Şirket'in bu günkü değeri belirlenmeye çalışılmaktadır. Şirket gayrimenkullerinin değerlendirme çalışmalarına ilişkin yetkili kuruluşu hazırlamış olduğu gayrimenkul değerlendirme raporunda, alternatif değerlendirme yöntemi olarak iki farklı İndirgenmiş nakit akımları analizi de kullanılmış olup bu analizlerden biri, Şirket aktifinde yer alan tüm gayrimenkuller (637 ada, 150, 151, 197 ve 199 numaralı parseller) üzerinde mevcut imar durumu göz önünde bulundurularak 4 Yıldızlı Otel kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmesine yöneliktir.

Anılan analiz, otel işletmeciliği yapması planlanan Şirket hisselerinin değer tespiti amacıyla yönelik değil, işletmeye konu olacak gayrimenkullerin bugünkü değerinin tespitine yönelik olarak gerçekleştirilmiş olduğundan, gelirlerin net bu günkü değerlerine esas nakit akımlarının, işletme gelirleri yerine, "kira gelirine esas alınacak ciro payları" olduğu anlaşılmaktadır<sup>4</sup>.

Bu sebeple, aşağıda detayları verilen İNA analizine ilişkin çalışmalarda, proje geliştirme ve fonksiyonlar itibarıyla beklenen otel gelirleri varsayımları aynen kabul edilmiş, ancak, gayrimenkul değeri yerine Şirket değeri'nin belirlenmesi amaçlandığından, işletme giderleri de öngörülmek suretiyle hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.

#### 8.3.1. Varsayımlar

##### a. Proje Geliştirme Varsayımları :

**İnşaat Maliyeti :** Yetkili kuruluşça hazırlanan Rapor'a göre proje inşaat maliyeti 8.689.687,-ABD \$ olarak gerçekleştirileceği hesaplanmıştır.

**İnşaat Süresi :** Projenin 2013 yılı sonu itibarı ile tamamlanacağı varsayılmıştır.

**İnşaat Maliyetinin Dağılımı :** İnşaat maliyetinin 2012 yılı içerisinde toplam maliyetinin % 30 ve 2013 yılı içerisinde ise % 70'inin gerçekleştirileceği varsayılmıştır.

**Proje Kapasitesi :** Projenin, toplamda 150 oda kapasiteli olacağı ve 130 adet standart ve 20 adet suite olmak üzere toplam 150 oda kapasiteli olacağı varsayılmıştır.

**Tefriş maliyeti :** tefriş maliyeti oda tefrişi ve ortak alan tefrişi olmak üzere iki başlık altında toplanmış olup toplam tefriş bedeli **2.904.325,-\$** olarak hesaplanmıştır.

Standart oda tefrişi	: 8.240,-\$	x	130 adet standart oda	= 1.071.200,-\$
Suite oda tefrişi	: 10.987,-\$	x	20 adet suite oda	= 291.733,-\$
Ortak Alan tefrişi	: 5.874,-m <sup>2</sup>	x	275,-\$/m <sup>2</sup>	= 1.613.392,-\$

**Açılış Maliyeti :** Açılış ve tanıtım maliyeti oda başına 3.000,-\$ olarak varsayılmış ve toplam açılış maliyeti **450.000,-\$** olarak öngörülmüştür.

##### b. Konaklama Varsayımları :

**Konaklama Fiyatı :** Değerleme konusu Şirket'in aktifinde yer alan gayrimenkullerin bulunduğu bölgede yer alan otellerin oda satış bedelleri incelendiğinde oda satış fiyatlarının 150,-\$ ile 370,-\$ aralığında değiştiği tespitleri yapılmıştır.

<sup>4</sup> Yetkili Kuruluş tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme raporunda, **Gelirlerin Kapitalizasyonu Analizi** çerçevesinde değerlendirme konusu 637 ada, 150, 151, 197 ve 199 numaralı parsellerin değeri **70.391.468,-TL (38.646.902,-ABD \$)** olarak hesaplanmıştır.



Otel	Oda Tipi	Gecelik Ücreti	
		TL	ABD \$
Plaza Otel	Standart	375	206
Conrad	Deluxe	688	378
Point Otel	Deluxe	263	144

Yukarıda yer alan bilgiler dikkate alındığında, değerlendirme konusu şirket bünyesinde yer alan gayrimenkullerin turizm tesisi olarak geliştirilmesi halinde gecelik konaklama ücretinin 150,-ABD \$ olarak alınmasının uygun olduğu görülmüştür.

Yıllık konaklama ücretinin ABD doları bazında % 3 oranında artacağı varsayılmıştır.

**Doluluk Oranı :** Projenin 2013 yıl sonu itibari ile faaliyete geçeceği varsayılmış olup projeksiyon dönemleri itibari ile analizlerde esas alınan doluluk oranı aşağıda sunulmuştur.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Proje Doluluk Oranı	70%	75%	80%	85%	90%	95%	95%	95%	95%

**c. Diğer Gelir Varsayımları :**

**Yeme - İçme / Banket Varsayımı :** Yeme - içme / banket gelirlerinin, konaklama gelirlerinin % 20'si oranında olacağı varsayılmıştır.

**Sunulan Hizmet ve Diğer Alanlar Geliri :** Sunulan hizmet (oda hizmetleri, Spa , fitness gibi) geliri ve diğer alanlar (kira gibi) gelirleri ise toplam otel (konaklama + yeme-içme /banket) cirosunun %10'unu oranında gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**d. Sunulan Hizmet Maliyeti Varsayımları:**

**Konaklama Maliyeti :** Konaklama gelirinin 2014 yılı itibari ile % 16 olarak gerçekleştireceği ve doluluk ile doğru orantılı olarak 2016 yılında % 18'e ulaşacağı ve diğer projeksiyon dönemleri için ise % 18 olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Yeme - İçme / Banket Maliyeti :** Yeme - içme / banket gelirinin 2014 yılı itibari ile % 18 olarak gerçekleştireceği ve doluluk ile doğru orantılı olarak 2016 yılında % 20'ye ulaşacağı ve diğer projeksiyon dönemleri için ise % 20 olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Diğer Giderler :** Sunulan hizmet ve diğer alan gelirlerinin %10'u oranında olacağı varsayılmıştır.

**e. Faaliyet Gideri Varsayımları :**

**Satış ve Pazarlama Gideri :** Toplam cironun % 1,5'u olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Genel İdare Gideri :** Toplam cironun % 1'i olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Personel Gideri :** Toplam cironun % 4'ü olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Enerji Gideri :** Toplam cironun % 3'ü olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.

**Diğer Giderler :** Toplam cironun % 1,5'u olarak gerçekleştireceği varsayılmıştır.



**Bakım Onarım Gideri :** Toplam cironun % 2'si olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

**f. Finansal Kiralama Ödemeleri Varsayımları :**

Finansal kiralama borçları, Şirket aktifinde yer alan binanın, leasing yoluyla finansmanından kaynaklanmaktadır. Sözleşmelerin tutarı 2.779.494 USD'dir ve faiz ödemeleri 550,590 USD'dir. Bina için yapılan kiralama ödemeleri, Rapor'un 6.3.6 bölümünde de belirtildiği üzere, Ağustos 2011 ve Temmuz 2016 arasında aylık olarak yapılmaktadır.

**g. Finansal Varsayımlar :**

İskonto Oranı	10,40%
Risksiz Getiri Oranı	4,95%
Risk Primi	2,48%
Likidite Risk Primi (Sektör Riski)	1,49%
Proje Riski	1,49%

**Risksiz Getiri Oranı (R<sub>f</sub>):** olarak, değerlendirme tarihi itibarıyla 14.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları Bazlı Eurobond'un mevcut yıllık getiri oranı olan % 4,95 esas alınmış olup mevcut piyasa koşulları ve risk seviyesinde, tutucu bir yaklaşımla, özel sektör ve şirket risk primini de içeren yıllık iskonto oranı %10,4 olarak alınmıştır.

**ROIC Oranı:** Şirket "Devam Eden Değer"ın hesaplanmasında kullanılan ROIC oranı projeksiyon dönemlerine ait son yıl oranı olan %13,3 esas alınmıştır.

**Büyüme Oranı:** Şirket "Devam Eden Değer"ın hesaplanmasında kullanılan büyüme oranı % 3 esas alınmıştır.

**h. ABD \$ / TL Varsayımı :**

ABD \$ / TL kuru olarak 1.80TL esas alınmıştır.

**8.3.2. İNA Analizi Sonuçları**

Yukarıdaki varsayımlar esas alınarak gerçekleştirilen indirgenmiş nakit akımları analizi sonuçları aşağıda verilmiş olup, projeksiyon dönemlerine ilişkin mali tablo ve hesaplamalar Rapor ekinde yer almaktadır.



- **Serbest Nakit Akımları Modeline Göre :**

FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$				
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2013	-2.576	1,10400	0,9058	-2.333
2014	-8.144	1,21882	0,8205	-6.682
2015	4.841	1,34557	0,7432	3.598
2016	4.837	1,48551	0,6732	3.256
2017	5.340	1,64001	0,6098	3.256
2018	4.782	1,81057	0,5523	2.641
2019	5.294	1,99887	0,5003	2.649
2020	5.832	2,20675	0,4532	2.643
2021	5.950	2,43625	0,4105	2.442
2022	6.157	2,68962	0,3718	2.289
DED	66.120	2,68962	0,3718	24.583
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				38.342
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0507
Faaliyetlerin Değeri				40.287

- **Ekonomik Kar Analizi Yöntemine Göre :**

EKONOMİK KAR'A GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ, 1000 \$				
YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2013	-3.959	1,10400	0,9058	-3.586
2014	-4.227	1,21882	0,8205	-3.468
2015	-827	1,34557	0,7432	-615
2016	-281	1,48551	0,6732	-189
2017	227	1,64001	0,6098	138
2018	-325	1,81057	0,5523	-179
2019	194	1,99887	0,5003	97
2020	739	2,20675	0,4532	335
2021	951	2,43625	0,4105	390
2022	1.161	2,68962	0,3718	432
DED	18.614	2,68962	0,3718	6.921
Ekonomik Karın Bugünkü Değeri				276
Yatırılan Sermaye				38.066
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				38.342
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü				1,0507
Faaliyetlerin Değeri				40.287

- **Bulunan Değerler Üzerinden Özkaynakların Tespiti :**

Serbest nakit akımları modeli ve ekonomik kar yöntemleriyle hesaplanan "**Firma Faaliyetlerinin Değeri**" üzerinden, "**Firma Öz kaynaklarının Değeri**" ve bu değer esas alınmak suretiyle birim **hisse senedi değeri** hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

**FİRMANIN ÖZKAYNAKLARININ DEĞERİ, 1000 \$**

Faaliyetlerin Değeri	40.287
Menkul Kıymetler	
Firmanın Değeri	40.287
Finansal Borçlar	-3.222
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	0
Özkaynakların Değeri	37.064
Hisse Senedi Sayısı	9.500.000
Hisse Senedinin Fiyatı	7,02



Adet  
TL/Adet



İştirakler (Defter Değeri )	0	
Özkaynakların Değeri + İştirakler	37.064	
Hisse Senedi Sayısı	9.500.000	Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	7,02	TL/Adet

Sonuç olarak, Şirket değerinin tespiti amacıyla, Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin "Otel" olarak geliştirilerek işletileceği varsayımına dayalı olarak gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Şirket değerini (şirket hisselerinin tamamını) temsil eden bu günkü değer **66.715.501,-TL** olarak hesaplanmıştır.

Bu Şirket değeri esas alınmak suretiyle, Şirket'in 9.500.000,-TL sermayesini temsil eden be her 1,- TL nominal değerli payın rayiç değeri 7,02TL 'na karşılık gelmektedir.



## 9. DEĞERLERİN TOPLU SUNUMU VE KABUL EDİLEN DEĞER TAKDİRİ

Bu çalışmada, ŞİRKET aktifinde yer alan varlıkların satışı amacıyla yönelik olarak, Rapor'un 7'nci bölümünde gerçekleştirilen analizler ve 7.6 bölümünde varılan sonuç uyarınca, devre konu varlıkların en uygun devir yönteminin "**Şirket Hisse Senetleri**" nin, diğer bir ifadeyle **Şirket tüzel kişiliğinin** devri olduğu kanaatine varılmıştır.

Şirket devrine esas alınacak "değerin" belirlenmesi amacıyla, değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiş ve Şirket değerlemelerinde genel kabul görmüş çeşitli yöntemlerle gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda elde edilen Şirket Değerleri aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur:

PİYASA ÇARPANLARI YAKLAŞIMI	İMKB	Sektör
PD/DD	5.530.294	3.093.591
F/K	Anlamsız	Anlamsız
TV	Anlamsız	Anlamsız

### ÖZVARLIK YAKLAŞIMI

Özvarlık Değeri , TL	3.545.670
Vergi ve Tapu Harcı Karşılıkları Dikkate Alınarak Hazırlanan Düzeltilmiş Özvarlık Değeri , TL	49.766.489
Vergi ve Tapu Harcı Karşılıkları Dikkate Alınmadan Hazırlanan Düzeltilmiş Özvarlık Değeri , TL	<b>62.718.404</b>

### İNA ANALİZİ YAKLAŞIMI

İNA Analizi , TL	<b>66.715.501</b>
------------------	-------------------

#### 1. Piyasa Çarpanları ile yapılan analiz sonuçları :

- Değerleme konusu Şirket'in dönemsel getiri sağlayacak herhangi bir faaliyetinin bulunmadığı, esasen gayrimenkul yatırımlarından sermaye kazancı elde amacıyla tüzel kişiliğinin teşekkül ettirilmiş olduğu,
- Şirket değerinin, "devam eden işletme değeri", "know-how", "marka değeri", "organizasyon ve örgütlenme değeri" gibi unsurları içermediği,
- Bu sebeple, Şirket değerini temsil eden en doğru yaklaşımın "**varlık esaslı yaklaşım**" olacağı,
- Şirket aktifinde yer alan varlıkların ise tamamına yakınının gayrimenkul (finansal kiralama konu olanlar dahil) niteliğinde olduğu,
- Şirket'in UFRS uygun olarak düzenlenmiş mali tablolarında gayrimenkullerin tarihi değerlerle ifade ediliyor olması sebebiyle, yukarıdaki gerekçelerle, uzman kuruluşca hazırlanan gayrimenkul değerlendirme Rapor'u sonuçlarının mali tablolara yansıtılmasının uygun görüldüğü, ancak bu durumda, Piyasa çarpanları analizine esas alınan Şirket verilerinin farklı esaslara göre düzenlenmiş mali tablolardan yola çıkılarak elde edilmiş olması sebebiyle, kullanılan verilerin önemli sapmalar içerdiği, dolayısıyla Piyasa Değeri / Defter Değeri yaklaşımı esas alınarak gerçekleştirilen piyasa çarpanları analizinin hatalı Şirket değerlerine ulaşılmasına yol açacağı,



f. Şirket'in UFRS'e göre hazırlanan göre mali tablolarına göre 30.06.2012 tarihi itibarıyla 6 aylık dönem karı 548.005,-TL olmakla beraber, söz konusu karın tek bir dönemi ilgilendiren anızı bir gelir olması dikkate alındığında faaliyet zararının 73.470,-TL olduğu, dolayısıyla gelir/kar esaslı piyasa çarpanlarına dayalı analizlerin de anlamlı sonuçlar vermeyeceği, hususları dikkate alınarak Şirket değeri çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizi sonuçları dikkate alınmamıştır.

## 2. Düzeltilmiş Özvarlık Yöntemi ile Yapılan Analiz Sonuçları :

- a. Şirket'in gayrimenkul ticaret ve / veya kiralaması ile uğraşması ile uğraşması dikkate alındığında, Şirket aktifinde bulunan devre konu gayrimenkullerin satış işleminde Kurumlar vergisi istisnasından faydalanılamayacağı, bu sebeple, ödenecek tapu harçlarının yanında gayrimenkullerin satış yoluyla devri durumunda söz konusu gayrimenkullerin aktifte 2 yıl yer alıp almadığına bakılmaksızın işlemlerde KDV'nin söz konusu olacağı ve satış karı üzerinden Kurumlar Vergisi hesaplanacağı ,
- b. Ancak, Müşteri Şirket'in (ÖZAK GYO A.Ş.)
  - i. Gayrimenkul Yatırım ortaklığı niteliğindeki tüzel kişiliği sebebiyle Kurumlar Vergisi istisnasının bulunduğu,
  - ii. Değerleme konusu Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin (finansal kiralamaya konu olanlar dahil) iktisabı amacıyla Şirket tüzel kişiliğinin devralınması durumunda yukarıda anılan vergilerden kaçınılabileceği,
  - iii. Şirket tüzel kişiliğinin devralınması sonrasında ise bu Şirket ile devralan sıfatıyla birleşilmesi durumunda gayrimenkullerin tekrar satışında dahi vergi yükümlülüğünün doğmayacağı ,
  - iv. Yukarıdaki hususlar dikkate alındığında ayrılan vergi karşılıklarının konusuz kalacağı tespit edilmiştir.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, yetkili kuruluş tarafından tespit edilen gayrimenkul rayiç değerlerinin "vergiler hariç değerler" olduğu dikkate alınarak, Şirket değerinin (Şirket öz sermaye değerinin) tespitinde vergi karşılıkları ayrılmaksızın düzeltilmiş özvarlık değeri olan **62.718.404,-TL**'nin esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

## 3. İNA Analizi sonuçları ;

Rapor'un ilgili bölümlerinde öngörülen varsayımlar esas alınarak gerçekleştirilen hesaplamalar ile ulaşılan Şirket değeri **66.715.501,-TL** olarak hesaplanmıştır.

Ancak,

- a. Şirket aktifindeki gayrimenkullerin otel olarak geliştirilerek işletileceği ana varsayımına dayanan analizlerin;
  - Değerleme konusu Şirket'in halihazırda herhangi otel işletmeciliği deneyimi, know-how'ı, gerekli personel ve organizasyon alt yapısının mevcut olmadığı,
  - Analizlere esas teşkil eden ön görümlere ilişkin olarak Şirket geçmiş dönem verilerinden faydalanılamadığı,
  - Gayrimenkul (otel) geliştirme faaliyetlerine ilişkin ön görülerin ayrıca proje riski içerdiği,gibi hususlar dikkate alınarak, Şirket değerinin tespitinde İNA Analizi ile ulaşılan değer esas alınmasının varlık esaslı değerlendirme yaklaşımı (rayiç değerlerle ifade edilmiş özvarlık değeri) ile bulunan değere göre daha büyük sapmalar içerebileceği anlaşılmaktadır.



**Sonuç olarak;**

değerleme konusu Şirket'in sermayesini temsil eden payların tamamının adil (rayiç) piyasa değeri olarak **"Vergi ve Tapu Harcı Karşılığı Dikkate Alınmaksızın"** belirlenen **62.718.404,-TL tutarındaki** öz varlık değerinin esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.



## 10.GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

**Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (Müşteri)'nin talebi üzerine; Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş. (ŞİRKET)'nin;**

- Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin münferiden ve/veya toplu olarak satın alınması,
- Şirket hisselerinin devri yoluyla gayrimenkullerin sahipliklerinin devralınması,
- Taraflarca uygun görülecek bir yöntemle,

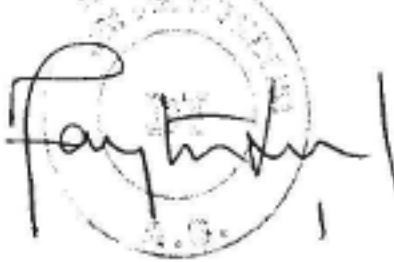
Mülklerin satışı amacıyla yapılacak görüşmelerde, karar alma sürecine yardımcı olmak amacıyla, **30.06.2012** tarihi itibarıyla Şirket gayrimenkullerinin ve diğer varlıklarının gerçek durumuna ve bu verilerden de faydalanılarak, **Şirket öz sermaye değerinin** ve mevcut mevzuat hükümlerince devir maliyetlerini minimize edecek **devir yönteminin** belirlenmesi amaçlarıyla gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda,

- Değerleme konusu ŞİRKET aktifinde yer alan varlıkların devir amacına yönelik olarak, Rapor'un ilgili bölümlerinde detayları verilen devir yöntemleri ve oluşturacakları maliyetler dikkate alındığında, en uygun devir yönteminin "**Şirket Hisse Senetleri**" nin, diğer bir ifadeyle **Şirket tüzel kişiliğinin devri olduğu,**
- Değerleme konusu Şirket sermayesini temsil eden **payların tamamının** devrinde esas alınacak adil (rayiç) piyasa değeri olarak, **düzeltilmiş özvarlık yöntemi** ile belirlenen **62.718.404,-TL**'lik değer in esas alınmasının uygun olacağı,
- Değerleme konusu Şirket sermayesinin 9.500.000,-TL olduğu dikkate alınarak, be her **1,00TL nominal değerli payın adil (rayiç) piyasa değeri olarak 6,60TL'nin** kabulünün uygun olacağı,

**kanaatine varılmıştır.**

**Sorumlu Ortak, Baş Denetçi**

**Tayfun ŞENOL**



## 11.RAPOR EKLERİ

TAHMİNİ BİLANÇOLAR, Varlıklar ( 1000 \$)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Peri
Net Dönen Değerler	70	70	76	84	92	101	110	119	123	127	13
Menkul Kıymetler				175	2.407	1.636	8.135	14.282	20.804	27.793	35.27
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	228	251	276	302	329	358	369	380	39
Diğer Alacaklar	0	0	114	126	138	151	165	179	184	190	19
Diğer Dönen Varlıklar	958	100	76	84	92	101	110	119	123	127	13
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>1.028</b>	<b>170</b>	<b>493</b>	<b>679</b>	<b>3.007</b>	<b>5.292</b>	<b>8.839</b>	<b>15.058</b>	<b>21.603</b>	<b>28.616</b>	<b>36.12</b>
Brüt Maddeli Duran Varlıklar	40.240	49.227	50.387	51.546	52.705	53.865	55.024	56.184	57.343	58.502	59.66
Ödenmiş Amortismanlar	-11	-11	-1.171	-2.330	-3.489	-4.649	-5.808	-6.968	-8.127	-9.286	10.44
<b>Net Maddeli Duran Varlıklar</b>	<b>40.229</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.21</b>
Kısa Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Maddeli Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>40.229</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.216</b>	<b>49.21</b>
<b>Toplam Varlıklar (Aktifler)</b>	<b>41.257</b>	<b>49.386</b>	<b>49.709</b>	<b>49.895</b>	<b>52.223</b>	<b>54.508</b>	<b>58.055</b>	<b>64.274</b>	<b>70.819</b>	<b>77.832</b>	<b>85.33</b>

TAHMİNİ BİLANÇOLAR, Kaynaklar (1000 \$)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Peri
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.597	1.813	975								
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	100	100	759	837	920	1.007	1.098	1.194	1.230	1.267	1.30
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	515	500	759	837	920	1.007	1.098	1.194	1.230	1.267	1.30
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Toplam Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>2.212</b>	<b>2.413</b>	<b>2.493</b>	<b>1.675</b>	<b>1.840</b>	<b>2.014</b>	<b>2.196</b>	<b>2.388</b>	<b>2.459</b>	<b>2.533</b>	<b>2.60</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.833	1.283	732	182	0	0	0	0	0	0	
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2.607	11.523	9.114	6.705	4.296	1.887	0	0	0	0	
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Toplam Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>4.440</b>	<b>12.805</b>	<b>9.846</b>	<b>6.887</b>	<b>4.296</b>	<b>1.887</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
Ödenmiş Sermaye	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.42
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Değerden Değerleme Değer Artışı	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.87
Yedekler	-3.697	-4.135	-930	3.033	7.786	12.306	17.557	23.585	30.059	36.998	44.42
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>34.604</b>	<b>34.166</b>	<b>37.371</b>	<b>41.334</b>	<b>46.087</b>	<b>50.607</b>	<b>55.858</b>	<b>61.886</b>	<b>68.360</b>	<b>75.299</b>	<b>82.72</b>
<b>Toplam Borçlar ve Özkaynaklar</b>	<b>41.256</b>	<b>49.386</b>	<b>49.709</b>	<b>49.896</b>	<b>52.223</b>	<b>54.508</b>	<b>58.054</b>	<b>64.274</b>	<b>70.819</b>	<b>77.832</b>	<b>85.33</b>



<b>İHMİNİ GELİR TABLOLARI 1000 \$</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Per</b>
Net Satışlar	0	0	7.588	8.374	9.201	10.069	10.981	11.939	12.297	12.666	13.04
tıslann Maliyeti (Amortisman Hariç)	0	0	-1.196	1.396	1.617	-1.770	-1.930	-2.098	-2.161	-2.226	-2.29
Faaliyet Giderleri	0	0	-986	1.089	1.196	-1.309	-1.428	-1.552	-1.599	-1.647	-1.69
mortisman Giderleri	0	0	-1.159	1.159	1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.15
<b>Esas Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.228</b>	<b>5.831</b>	<b>6.464</b>	<b>7.129</b>	<b>7.378</b>	<b>7.634</b>	<b>7.89</b>
ıddi Olmayan Duran Varlık Amort.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Diğer Faaliyet, Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	0	0	0	0	7	120	232	406	714	1.040	1.39
ısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-111	-128	-145	-78	0	0	0	0	0	0	
un Vadeli Borçlanma Giderleri	-128	-311	-896	-689	-482	-301	-132	0	0	0	
<b>Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>-239</b>	<b>-439</b>	<b>3.205</b>	<b>3.963</b>	<b>4.753</b>	<b>5.651</b>	<b>6.564</b>	<b>7.535</b>	<b>8.092</b>	<b>8.674</b>	<b>9.28</b>
ağandıı Gelir ve Kârılar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Olağandıı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ınem Kârı (Zararı)	<b>-239</b>	<b>-439</b>	<b>3.205</b>	<b>3.963</b>	<b>4.753</b>	<b>5.651</b>	<b>6.564</b>	<b>7.535</b>	<b>8.092</b>	<b>8.674</b>	<b>9.28</b>
urumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	0	0	0	0	0	-1.130	-1.313	-1.507	-1.618	-1.735	-1.85
<b>ı Kâr</b>	<b>-239</b>	<b>-439</b>	<b>3.205</b>	<b>3.963</b>	<b>4.753</b>	<b>4.520</b>	<b>5.251</b>	<b>6.028</b>	<b>6.473</b>	<b>6.939</b>	<b>7.43</b>

<b>ıdeklar</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Per</b>
Dönem Başı Yedek Tutarı	-3.457	-3.697	-4.135	-930	3.033	7.786	12.306	17.557	23.585	30.059	36.99
ı Kâr	-239	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.43
Dağıtılan Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
ınem Sonu Yedek Tutarı	<b>-3.697</b>	<b>-4.135</b>	<b>-930</b>	<b>3.033</b>	<b>7.786</b>	<b>12.306</b>	<b>17.557</b>	<b>23.585</b>	<b>30.059</b>	<b>36.998</b>	<b>44.42</b>

<b>İHMİNİ NET FAALİYET KARI,(NOPLAT,1000 \$)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Per</b>
Net Satışlar	0	0	7.588	8.374	9.201	10.069	10.981	11.939	12.297	12.666	13.04
tıslann Maliyeti (Amortisman Hariç)	0	0	-1.196	1.396	1.617	-1.770	-1.930	-2.098	-2.161	-2.226	-2.29
Faaliyet Giderleri	0	0	-986	1.089	1.196	-1.309	-1.428	-1.552	-1.599	-1.647	-1.69
mortisman Giderleri	0	0	-1.159	1.159	1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.15
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.228</b>	<b>5.831</b>	<b>6.464</b>	<b>7.129</b>	<b>7.378</b>	<b>7.634</b>	<b>7.89</b>
aliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	0	-1.166	-1.293	-1.426	-1.476	-1.527	-1.58
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.228</b>	<b>4.665</b>	<b>5.171</b>	<b>5.703</b>	<b>5.902</b>	<b>6.107</b>	<b>6.31</b>

| Net Operational Profit Less Adjusted Taxes



Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Per
İrurlar Vergisi	0	0	0	0	0	1.130	1.313	1.507	1.618	1.735	1.85
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması	0	0	0	0	0	60	26	0	0	0	-
...iz Gelirinin Vergisi	0	0	0	0	0	-24	-46	-81	-143	-208	-27
Olağandışı Gelir ve Karların Vergisi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
Olağandışı Gider ve Zararların Vergi Koruması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.166</b>	<b>1.293</b>	<b>1.426</b>	<b>1.476</b>	<b>1.527</b>	<b>1.50</b>

Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Per
Net Kâr	-239	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.43
...ile: MODV Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>Düzeltilmiş Net Kâr</b>	<b>-239</b>	<b>-439</b>	<b>3.205</b>	<b>3.963</b>	<b>4.753</b>	<b>4.520</b>	<b>5.251</b>	<b>6.028</b>	<b>6.473</b>	<b>6.939</b>	<b>7.43</b>
...ile: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	111	128	145	78	0	0	0	0	0	0	-
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	128	311	896	689	482	241	106	0	0	0	-
<b>...tırımcılara Kalan Toplam Gelir</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.235</b>	<b>4.761</b>	<b>5.357</b>	<b>6.028</b>	<b>6.473</b>	<b>6.939</b>	<b>7.43</b>
...ıcart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	0	0	0	-7	-96	-186	-325	-571	-832	-1.11
...ıcart: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve K.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
...ile: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider ve Z.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.228</b>	<b>4.665</b>	<b>5.171</b>	<b>5.703</b>	<b>5.902</b>	<b>6.107</b>	<b>6.31</b>

TAHMİNİ YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Per
...inen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	1.028	170	493	544	598	654	714	776	799	823	84
...sa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	615	600	1.518	1.675	1.840	2.014	2.196	2.388	2.459	2.533	2.60
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>413</b>	<b>-430</b>	<b>-1.024</b>	<b>-1.131</b>	<b>-1.242</b>	<b>-1.359</b>	<b>-1.482</b>	<b>-1.612</b>	<b>-1.660</b>	<b>-1.710</b>	<b>-1.76</b>
...at Maddeli Duran Varlıklar	40.229	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.21
DİĞER VARLIKLAR - DİĞER BORÇLAR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>...aliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>40.642</b>	<b>48.786</b>	<b>48.191</b>	<b>48.085</b>	<b>47.974</b>	<b>47.857</b>	<b>47.733</b>	<b>47.604</b>	<b>47.556</b>	<b>47.506</b>	<b>47.45</b>
Menkul Kıymetler	0	0	0	135	2.409	4.638	8.125	14.282	20.804	27.793	35.27
...addi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
...ansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>40.642</b>	<b>48.786</b>	<b>48.191</b>	<b>48.220</b>	<b>50.383</b>	<b>52.495</b>	<b>55.858</b>	<b>61.886</b>	<b>68.360</b>	<b>75.299</b>	<b>82.72</b>
...lenmiş Sermaye	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.42
DİĞER ÖZKAYNAKLAR	29.177	28.738	31.943	35.907	40.659	45.180	50.431	56.459	62.933	69.872	77.30
<b>...toplum Öz kaynaklar</b>	<b>34.604</b>	<b>34.166</b>	<b>37.371</b>	<b>41.334</b>	<b>46.087</b>	<b>50.607</b>	<b>55.858</b>	<b>61.886</b>	<b>68.360</b>	<b>75.299</b>	<b>82.72</b>
Kasa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	6.037	14.620	10.821	6.887	4.296	1.887	0	0	0	0	-
<b>...toplum Yatırılan Sermaye</b>	<b>40.641</b>	<b>48.786</b>	<b>48.192</b>	<b>48.221</b>	<b>50.383</b>	<b>52.494</b>	<b>55.858</b>	<b>61.886</b>	<b>68.360</b>	<b>75.299</b>	<b>82.72</b>





**TAHMİNİ NET NAKİT AKIMI, 1000 \$**

Nakit Akım Tablosu	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Perp
Faaliyet Kârı	0	0	4.247	4.731	5.228	5.831	6.464	7.129	7.378	7.634	7.898
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	0	-1.166	1.293	1.426	-1.476	-1.527	-1.580
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4.247</b>	<b>4.731</b>	<b>5.228</b>	<b>4.665</b>	<b>5.171</b>	<b>5.703</b>	<b>5.902</b>	<b>6.107</b>	<b>6.318</b>
Amortismanlar	0	0	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159
<b>Brüt Nakit Akımı</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.406</b>	<b>5.890</b>	<b>6.387</b>	<b>5.824</b>	<b>6.331</b>	<b>6.863</b>	<b>7.062</b>	<b>7.266</b>	<b>7.477</b>
İşleme Sermayesindeki Artış	-31	-843	-594	-106	-112	-117	-123	-129	-48	-50	-51
Sabit Sermaye Yatırımı	2.607	8.987	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159
Diğer Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Brüt Yatırım</b>	<b>2.576</b>	<b>8.144</b>	<b>565</b>	<b>1.053</b>	<b>1.048</b>	<b>1.042</b>	<b>1.036</b>	<b>1.030</b>	<b>1.111</b>	<b>1.110</b>	<b>1.108</b>
<b>MODVY Öncesi Net Nakit Akımı</b>	<b>-2.576</b>	<b>-8.144</b>	<b>4.841</b>	<b>4.837</b>	<b>5.340</b>	<b>4.782</b>	<b>5.294</b>	<b>5.832</b>	<b>5.950</b>	<b>6.157</b>	<b>6.369</b>
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Nakit Akımı</b>	<b>-2.576</b>	<b>-8.144</b>	<b>4.841</b>	<b>4.837</b>	<b>5.340</b>	<b>4.782</b>	<b>5.294</b>	<b>5.832</b>	<b>5.950</b>	<b>6.157</b>	<b>6.369</b>
Faaliyet Dışı Nakit Akımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Yatırımcılara Kalan Nakit</b>	<b>-2.576</b>	<b>-8.144</b>	<b>4.841</b>	<b>4.837</b>	<b>5.340</b>	<b>4.782</b>	<b>5.294</b>	<b>5.832</b>	<b>5.950</b>	<b>6.157</b>	<b>6.369</b>

NAKİT AKIMININ KAYNAĞI, 1000 \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Perp
Vergi Sonrası Faltz Geliri	0	0	0	0	-7	-96	-186	-325	-571	-832	-1.112
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	0	0	0	135	2.274	2.229	3.487	6.157	6.522	6.989	7.481
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	111	128	145	78	0	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	128	311	896	689	682	241	106	0	0	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	-208	-218	840	975	0	0	0	0	0	0	0
U.V. Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	-2.607	-8.365	2.959	2.959	2.590	2.409	1.887	0	0	0	0
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam Nakit Akımı</b>	<b>-2.576</b>	<b>-8.144</b>	<b>4.841</b>	<b>4.837</b>	<b>5.340</b>	<b>4.782</b>	<b>5.294</b>	<b>5.832</b>	<b>5.951</b>	<b>6.157</b>	<b>6.369</b>



ÖLÇÜLEN TEMEL PERFORMANS ORANLARI	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>										
Net Kar / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	28,8%	29,7%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%
Finansman Giderleri / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	15,3%	13,8%	12,6%	11,5%	10,6%	9,7%	9,4%	9,2%
Yatırım Karı / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	56,0%	56,5%	56,8%	57,9%	58,9%	59,7%	60,0%	60,3%
Amortisman Duran Varlıklar / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	648,6%	587,7%	534,9%	488,8%	448,2%	412,2%	400,2%	388,6%
Ölçüleme Sermayesi / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	-5,7%	-12,2%	-12,3%	-12,3%	-12,4%	-12,4%	-13,1%	-13,1%
Yatırımlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Ölçü Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,0%	0,0%	8,7%	9,8%	10,9%	12,2%	13,5%	14,9%	15,5%	16,1%
Ölçü Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	#DIV/0!	#DIV/0!	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ölçü Net Karı Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,0%	0,0%	8,7%	9,8%	10,9%	9,7%	10,8%	11,9%	12,4%	12,8%
Ölçü Net Karı Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV)	0,0%	0,0%	8,7%	9,8%	10,9%	9,7%	10,8%	11,9%	12,4%	12,8%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>										
Amortisman Duran Varlıklar / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	648,6%	587,7%	534,9%	488,8%	448,2%	412,2%	400,2%	388,6%
Ölçüleme Sermayesi / Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	-9,6%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-12,9%	-13,0%	-13,3%	-13,3%
Yatırımlar / Yatırılan Sermaye	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Ölçü Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,0%	0,0%	8,8%	9,8%	10,9%	12,2%	13,5%	15,0%	15,5%	16,1%
Ölçü Net Karı Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,0%	0,0%	8,8%	9,8%	10,9%	9,7%	10,8%	12,0%	12,4%	12,8%
Ölçü Net Karı Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV)	0,0%	0,0%	8,8%	9,8%	10,9%	9,7%	10,8%	12,0%	12,4%	12,8%
<b>Ölçü Oranları</b>										
Ölçü Karın Büyüme Oranı	100,0%	#DIV/0!	#DIV/0!	10,4%	9,9%	9,4%	9,1%	8,7%	3,0%	3,0%
Ölçü Faaliyet Karı Büyüme Oranı	100,0%	#DIV/0!	#DIV/0!	11,4%	10,5%	11,5%	10,9%	10,3%	3,5%	3,5%
Ölçü Net Karı Büyüme Oranı	100,0%	#DIV/0!	#DIV/0!	11,4%	10,5%	-10,8%	10,9%	10,3%	3,5%	3,5%
Ölçü Yatırımlar İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	6,8%	20,0%	-1,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,1%
<b>Ölçü Ak Getirisi</b>										
Ölçü Özkaynak Getirisi	-0,7%	-1,3%	9,0%	10,1%	10,9%	9,3%	9,9%	10,2%	9,9%	9,7%



ÖRÜLEN EKONOMİK KAR, 1000 \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	P
atılan Sermayenin Getirisi	0,0%	0,0%	8,7%	9,8%	10,9%	9,7%	10,8%	11,9%	12,4%	12,8%	13
İkili Ortalama Sermaye Maliyeti	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10
read (Net Getiri Oranı)	-10,4%	-10,4%	-1,7%	-0,6%	0,5%	-0,7%	0,4%	1,5%	2,0%	2,4%	2,
atılan Sermaye (Dönem Başı)	38.066	40.642	40.786	48.191	48.085	47.974	47.857	47.733	47.604	47.556	47.
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	-3.959	-4.227	-827	-281	227	-325	194	739	951	1.161	1:
İşletme Kârı	0	0	4.247	4.731	5.228	4.665	5.171	5.703	5.902	6.107	6.
Sermaye Maliyeti	-3.959	-4.227	-5.074	-5.012	-5.001	-4.989	-4.977	-4.964	-4.951	-4.946	-4.
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	-3.959	-4.227	-827	-281	227	-325	194	739	951	1.161	1:
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

ÖRÜLEN DİĞER ORANLAR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	P
<b>Operasyonel Maliyetler</b>											
Operasyonlardaki Büyüme	-100,0%	#DIV/0!	#DIV/0!	10,4%	9,9%	9,4%	9,1%	8,7%	3,0%	3,0%	3
Operasyonun Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	#DIV/0!	#DIV/0!	15,8%	16,7%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17
Operasyonun Giderleri/Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13
Operasyonun Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	#DIV/0!	#DIV/0!	71,2%	70,3%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,4%	69,
Operasyonun Amortismanlar/Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	15,3%	13,8%	12,6%	11,5%	10,6%	9,7%	9,4%	9,2%	8
Operasyonun İşletme Marjı	#DIV/0!	#DIV/0!	56,0%	56,5%	56,8%	57,9%	58,9%	59,7%	60,0%	60,3%	60,
<b>Finansman Maliyetleri</b>											
Operasyonun İşletme Sermayesi/Net Satışlar											
Operasyonun Nakit İhtiyacı	#DIV/0!	#DIV/0!	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1
Operasyonun İhtiyaçları	#DIV/0!	#DIV/0!	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3
Operasyonun Stoklar	#DIV/0!	#DIV/0!	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1
Operasyonun İşletme Dönen Varlıklar	#DIV/0!	#DIV/0!	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1
Operasyonun İşletme Borçlar	#DIV/0!	#DIV/0!	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10
Operasyonun İşletme Kısa Vadeli Borçlar	#DIV/0!	#DIV/0!	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10
Operasyonun İşletme Sermayesi Marjı	#DIV/0!	#DIV/0!	-13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,
<b>Operasyonun Maddi Duran Varlıklar</b>											
Operasyonun Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	664,0%	615,5%	572,8%	535,0%	501,1%	470,6%	466,3%	461,9%	457
Operasyonun Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	#DIV/0!	#DIV/0!	648,6%	587,7%	534,9%	488,8%	448,2%	412,2%	400,2%	388,6%	377
Operasyonun Amortismanlar/Geçen Yıl MDV		0,0%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2

