

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş. Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

21 Eylül 2010

Çok Gizli ve Özel



Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Şaşman Plaza, Kat:12 D:25, Kozyatağı
34742, Kadıköy, İstanbul

21 Eylül 2010,

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Y&Y GYO") ile PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti. ("PwC") arasında imzalanmış olan 23 Ağustos 2010 tarihli finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi (bkz. Ek 10) kapsamında, Y&Y GYO ile Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş.'nin ("Yeşil İnşaat") 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla hisse değerlerinin tespit edilmesini ve bu iki şirketin birleşme oranlarının hesaplanmasını içeren çalışmanın sonuçları ektedir. Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat'ın değerlendirme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Devir yoluyla birleşme işlemi, Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından 14 Temmuz 2003 tarihli ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren SPK'nın Seri: I, No: 31. tebliğ hükümlerince gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda söz konusu SPK tebliğinde belirtildiği üzere birleşmeye taraf olan ortakların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek olarak nitelikleri SPK tarafından belirlenen uzman kuruluşlar tarafından da inceleme yapılması ve söz konusu incelemenin rapora bağlanması gerekmektedir. Bu rapor, Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanan indirgenmiş nakit akımları, net aktif değer analizleri ve Y&Y GYO'nun piyasa değerine göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yönteme göre değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar ekteki raporda detaylı olarak yer almaktadır. Raporumuz, Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak Yeşil İnşaat tarafından sağlanan projeksiyonlar ile birlikte Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla denetlenmiş raporları kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Y&Y GYO Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı izniniz olmadan yasal kurumlar (Maliye Bakanlığı, mahkemeler, bilirkişiler, vb...), Yeşil İnşaat ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb...) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Y&Y GYO Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Hüsnü Can Dinçsoy
Ortak, Danışmanlık Hizmetleri

PricewaterhouseCoopers
Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti.
Maya Akar Center, Büyükdere Cad.
Nr:100-102 B Blok Kat:17 Esentepe
34394 İstanbul
www.pwc.com/tr
Tel: +90 (212) 355 5858
Fax: +90 (212) 355 5850

Hüsnü Can Dinçsoy

Şirket Ortağı

E-posta: husnu.dincsoy@tr.pwc.com
Telefon: +90 (212) 376 5308
Cep Telefonu: +90 (532) 316 2223
Faks: +90 (212) 376 5309

Barış Andırınlı

Müdür

E-posta: baris.andirinli@tr.pwc.com
Telefon: +90 (212) 376 5392
Cep Telefonu: +90 (530) 370 5730
Faks: +90 (212) 376 5393

İçindekiler

Sayfa

1 Giriş	1
2 Şirketlere İlişkin Bilgiler	6
2.1 Yeşil İnşaat	7
Şirket Profili	8
Finansal Performans	18
2.2 Y&Y GYO	22
Şirket Profili	23
Finansal Performans	26
3 Sektör Bilgisi	29
3.1 Türkiye İnşaat ve Konut Sektörü	30
3.2 Innovia Projesi Bölgesi	41
4 Değerleme Analizi – Y&Y GYO	48
4.1 Net Aktif Yaklaşımı	49
4.2 Piyasa Değeri Yaklaşımı	54
4.3 Özkaynak Değeri	57
5 Yeşil İnşaat Değerleme Analizi	59

İçindekiler

Sayfa

5.1 Gelir Yaklaşımı	63
1. Etap - Nakit Akımları	68
2. Etap - Nakit Akımları	76
3. Etap - Nakit Akımları	85
4. Etap - Nakit Akımları	94
5. Etap - Nakit Akımları	103
Genel Yönetim Giderleri	112
Sabit Kıymet Yatırımı ve Amortisman	115
Finansman	118
Vergi	120
Tahmini Gelir Tablosu	123
İndirgenmiş Nakit Akımı ve Hisse Değeri	125
5.2 Net Aktif Yaklaşımı	129
5.3 Özkaynak Değeri	137
6 Değerleme Sonuçları, Birleşme ve Değiştirme Oranları	139

İçindekiler

Ekler	Sayfa
1 Bilgi Kaynakları	147
2 Prosedürler	149
3 Değerleme Yöntemleri	151
4 Sermaye Maliyeti	155
5 Yeşil İnşaat UFRS Mali Tabloları	161
6 Yeşil İnşaat ve Y&Y GYO Organizasyon Şemaları	164
7 Benzer Projeler	167
8 Önemli Konut Sektörü Oyuncuları	174
9 Makroekonomik Varsayımlar	178
10 Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi	181

Kısaltmalar

Terim

Tanım

<i>ABD\$ ve USD</i>	Amerikan Doları
<i>BDDK</i>	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
<i>DPT</i>	Devlet Planlama Teşkilatı
<i>Elit Gayrimenkul</i>	Elit Gayrimenkul Değerleme A.Ş.
<i>EUR</i>	Euro
<i>FAVÖK</i>	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
<i>FVÖK</i>	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
<i>GBP</i>	İngiliz Sterlini
<i>GSYH</i>	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
<i>GYO</i>	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
<i>GYODER</i>	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
<i>İMKB</i>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Terim

Tanım

<i>İNA</i>	İndirgenmiş Nakit Akımları
<i>KDV</i>	Katma Değer Vergisi
<i>km.</i>	kilometre
<i>Lotus Gayrimenkul</i>	Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.
<i>m2</i>	Metrekare
<i>mn</i>	milyon
<i>mt.</i>	metre
<i>MY</i>	Mali Yıl
<i>NAD</i>	Net Aktif Değeri
<i>PD</i>	Piyasa Değeri
<i>SPK</i>	Sermaye Piyasası Kurulu
<i>TCMB</i>	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

Kısaltmalar

Terim

Tanım

<i>TL</i>	Türk Lirası
<i>TÜİK</i>	Türkiye İstatistik Kurumu
<i>UFRS</i>	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<i>VUK</i>	Vergi Usul Kanunu
<i>Y&Y GYO</i>	Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
<i>Yeşil İnşaat</i>	Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş.
<i>Yeşil Kundura</i>	Yeşil Kundura A.Ş.

Bölüm 1

Giriş

Giriş (1/4)

Çalışmanın Kapsamı

- Bu rapor, Y&Y GYO Yönetimi ile 23 Ağustos 2010 tarihinde karşılıklı olarak imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi ile varılan anlaşma üzerine, Y&Y GYO ile Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla hisse değerlerinin tespit edilmesini ve bu iki şirketin birleşme oranlarının hesaplanmasını kapsamaktadır.
- 14.09.2010 tarihinde yapılan Y&Y GYO yönetim kurulu toplantısında; Yeşil İnşaat ile Y&Y GYO'nun birleşmesinin 30.06.2010 tarihli bilançolar esas alınarak yapılmasına, Yeşil İnşaat'ın tüm aktif ve pasiflerinin bir kül halinde Y&Y GYO'ya devrolunması suretiyle Y&Y GYO ile birleşmesine karar verilmiştir.
- Çalışma sonucunda bulunan değer, Yeşil İnşaat'ın ve Y&Y GYO'nun muhtemel alım/satımına temel teşkil edecek kesin bir satış fiyatı olarak değerlendirilmemelidir. Tespit edilen değerler, belli bir yatırımcı tarafından Yeşil İnşaat'a ve Y&Y GYO'ya biçilen değeri yansıtmayabilir. Yatırımcıların değerlemeleri; kendi hedeflerini, içinde bulundukları şartları, ülke, ekonomi, yatırım ortamı, operasyonel ve ticari sinerjilerin etkilerini içerir. Yatırımcıların ödemeye hazır oldukları fiyat; pazar koşulları, alternatif diğer yatırımlar ve yatırımın alıcıya vergi etkileri gibi bir takım faktörlerden de etkilenebilir. Ayrıca yatırım riski her yatırımcı tarafından değişik algılanabilir.
- Değerleme çalışması, ticari ve gayrimenkul konularında herhangi bir özel inceleme çalışmasını kapsamamaktadır. Bu nedenle PwC, Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari ve gayrimenkul anlamında gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır.
- PwC bu çalışma kapsamında Yeşil İnşaat ve Y&Y GYO'a ait 30 Haziran 2010 tarihli bağımsız denetim raporlarını, yasal finansal tabloları ve diğer bilgileri kullanmış ancak bu bilgiler üzerinde bir denetim çalışması gerçekleştirmemiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.
- Değerleme çalışması kapsamında, PwC, Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve hukuki mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Çalışmanın Amacı

- Finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi kapsamında, bu değerlendirme çalışmasının amacı Y&Y GYO ile Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla hisse değerlerinin tespit edilmesi ve bu iki şirketin birleşme oranlarının hesaplanmasıdır.
- "Makul Piyasa Değeri" istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek hisse senedi satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir.
- Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tespit edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Giriş (2/4)

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- PwC bu çalışma sırasında; Yeşil İnşaat'ın hisse değerlemesi için birincil yöntem olarak "İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanmış; Y&Y GYO'nun hisse değerlemesi için ise birincil yöntem olarak "Piyasa Değeri Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanmıştır.
- Y&Y GYO'nun portföyünde yer almakta olan varlıkların değerlendirme tarihi itibarıyla kira getirisi olmaması göz önünde bulundurulmuş ve Y&Y GYO'nun değerlendirme çalışmasında İNA yöntemi kullanılmamıştır. Ancak ekspertiz raporlarında söz konusu varlıkların değerleri tahmin edilirken, uygun olanlar için, gelir yaklaşımı kullanılmıştır.
- İNA çalışmasının kapsamı, Yeşil İnşaat'ın gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modelinin hazırlanmasını içermektedir. İNA hesaplamasında Yeşil İnşaat Yönetimi'nin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. Yeşil İnşaat'ın gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının Yeşil İnşaat'ın risk profiline uygun iskonto oranları kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır. İskonto oranı hesaplanırken değerlendirme tarihi itibarıyla en güncel piyasa verilerinden faydalanılmıştır.
- Net Aktif Değerlemesi ("NAD") yöntemi, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyete eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır.

- Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır, fakat işletmenin olası tasfiye değerine veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.
- Özkaynak Değeri yönteminde, şirketin değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, birleşmeye esas özkaynak tutarı olarak kullanılmaktadır.
- Borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için; birleşmeye taraf ortaklıkların onay için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuru yaptıkları tarih itibarıyla;
 - a) Halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın nominal sermayesine oranının en az %25 olması ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi,
 - b) Borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması, SPK'nın Seri I – 31 no'lu Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre zorunludur.

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

- Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat'ın değerlendirme çalışmaları TL olarak gerçekleştirilmiştir. Yeşil İnşaat için dikkate alınan projeksiyonlarda, yabancı para biriminden gerçekleşmesi beklenen nakit akımları, orijinal para biriminde tahmin edilmiş ve ilgili dönemin tahmini kurları ile TL'ye çevrilmiştir.

Değerleme Çalışması

- Doğası itibarıyla değerlendirme çalışmaları tamamen bilimsel olarak nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir.

Giriş (3/4)

Raporun Kullanımı

- Bu rapor, sadece Y&Y GYO Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece, PwC raporun hitap ettiği şahıslar dışında diğer üçüncü şahıs ve kurumların kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar (Maliye Bakanlığı, mahkemeler ve bilirkişiler, vb...) ile Yeşil İnşaat ve düzenleyici otoriteler (Sermaye Piyasası Kurulu, vb...) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz.
- PwC bu konuda onay verse dahi, raporun muhatabı Y&Y GYO Yönetimi olarak kalacak ve yönetim raporun üçüncü şahıslara gösterilmesinin çıkarlarına uygun olup olmadığına kendisi karar verecektir.
- Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. PwC, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

Çalışma Ekibi

- Konusunda uzman çalışma ekibi, sorumlu ortak Hüsnü Can Dinçsoy ve müdür Barış Andırınlı tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 10 yılı aşkın tecrübeye sahiptir ve yılda ortalama 50'ye yakın değerlendirme ve özel inceleme projelerinde görev almaktadırlar.
- 1988 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden mezun olan Dinçsoy aynı yıl PwC İstanbul Ofisi denetim bölümüne katılmıştır. 1990 yılında PwC Frankfurt Ofisi'ne transfer olan Dinçsoy, burada denetim, şirket birleşmeleri ve şirket değerlemeleri konularında uzmanlaşmış 4 yıl boyunca Alman müşterilerine hizmet vermiştir. Daha sonra PwC İstanbul ofisine geri dönen Dinçsoy bu tarihten sonra Almanya'da kazandığı deneyimlerini Türkiye'de uygulama fırsatı bulmuş ve 1995 yılından bu yana Türkiye'de gerçekleşen önemli şirket birleşmeleri ve devir almalarında danışmanlık yapmıştır. 1996-1998 yılları arasında Özelleştirme İdaresi danışmanlık görevini de yürüten Dinsoy, 2000 yılından beri şirket ortağıdır.
- Boğaziçi Üniversitesi Endüstri Mühendisliği lisans ve İstanbul Teknik Üniversitesi Bilişim Enstitüsü yüksek lisans derecelerine sahip olan Andırınlı, Ocak 2008'de PwC İstanbul Ofisi Kurumsal Finansman bölümüne katılmadan önce Tofaş ve İpek Kağıt şirketlerinde bütçe planlama departmanında görev almıştır. Tahmin ve bütçe çalışmaları ile finansal raporlamanın yanı sıra ağırlıklı olarak finansal fizibilite çalışmalarının hazırlanmasını üstlenmiştir. Andırınlı, PwC'de bulunduğu süre içerisinde fizibilite, şirket ve varlık değerlemesi ile iş planı oluşturulması çalışmalarında bulunmuştur.

Giriş (4/4)

Bağımsızlık

- PricewaterhouseCoopers ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın olası birleşme işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PricewaterhouseCoopers şirketinin bu raporu hazırlamak için alacağı ücret, raporda belirtilen sonuçlara bağlı değildir.

Çıkar çatışması

- Değerleme çalışmaları, şirket ortakları ve şirket çalışanları açısından menfaat çatışmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve çalışanları değerlendirme sonucunu etkileyecek konumdadırlar. Bu nitelikteki çıkar çatışmaları, diğer ülkelerde veya sektörlerde yapılan değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir.
- PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki yöntemlere başvurmuştur:
 - Bu projede çalışan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadırlar.
 - Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve tahminler ile finansal ve operasyonel bilgiler Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat tarafından sağlanmış ve bu bilgiler şirket yönetimleri ile tartışılmıştır.

Bölüm 2

Şirketlere İlişkin Bilgiler

Bölüm 2.1

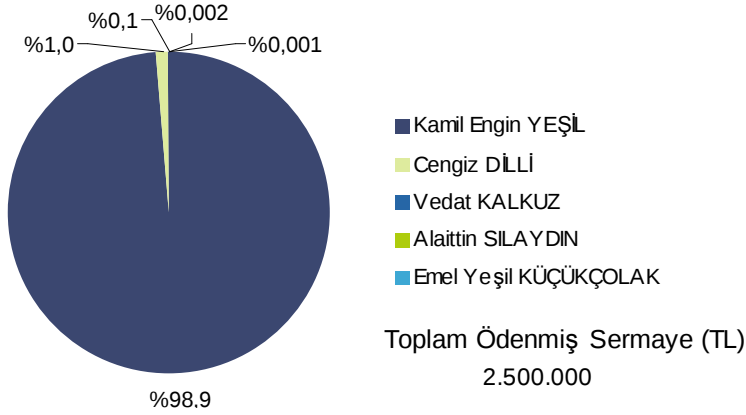
Yeşil İnşaat

Bölüm 2.1.1

Şirket Profili

Yeşil İnşaat

Yeşil İnşaat Ortaklık Yapısı - 19.08.2010



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- Yeşil İnşaat 2007 yılında "Yeşil Mağazacılık ve Ayakkabıcılık Sanayi ve Ticaret A.Ş." olan ticari ünvanını "Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Tic. ve A.Ş." olarak değiştirmiş ve faaliyetlerine başlamıştır. Bundan sonra, Yeşil İnşaat'ın %50 hissesi Salamanca Finance isimli İngiltere merkezli bir yatırım şirketine devredilmiştir.
- Yeşil İnşaat bir süre Engin Yeşil ve Salamanca Finance tarafından beraber yönetildikten sonra, 2008 yılı başında Engin Yeşil Salamanca Finance'in elinde bulunan hisseleri satın almıştır.
- Kuruluşu 28.03.2007 tarihinde tescil edilen Yeşil İnşaat'ın başlıca faaliyeti ikamet amaçlı her çeşit binanın inşaatı olarak açıklanmaktadır.
- Yeşil İnşaat, Yeşil Şirketler Grubu'na bağlı olarak faaliyet göstermektedir.

- Yeşil İnşaat kurulmadan önce grup bünyesinde sürdürülmesi planlanan inşaat faaliyetleri için 1998 yılında "Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Ticaret A.Ş." adlı şirket kurulmuştur.

- Yeşil Şirketler Grubu'na bağlı diğer şirketlerle ilgili kısa bilgi aşağıda yer almaktadır:

- Yeşil Kundura:** 1948 yılından bu yana faaliyet gösteren şirket, ayakkabı üreticiliğinde Türkiye'de bir çok ilke imza atmıştır.
- SRM:** Bina yönetim hizmetleri sunan şirket, kişi ve kurumlar için uzun ya da kısa süreli emlak kiralama ve site yönetim hizmetleri vermektedir.
- Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı:** 23 Aralık 1997 yılında kurulmuş olan İhlas GYO, 2006 yılında Yeşil Gayrimenkul ve Rudolp Yuones adlı yatırımcı tarafından satın alınmış ve adı Y&Y GYO olarak değiştirilmiştir. Y&Y GYO halihazırda halka açık olarak gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren 17 GYO'dan biridir.

Innovia Projesi



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- Projenin 2. etabına ise 2009 yılı ortalarında başlanmıştır. 2. etaba ait hafriyat işleri tamamlanmıştır. Bu etapla ilgili kaba inşaat işleri ise halen devam etmektedir.
- 3. etapla ilgili hafriyat işleri devam etmektedir. 3. etap 3.452 konut olarak planlanmaktadır.
- Projenin 4. ve 5. etapları ise henüz proje aşamasındadır. Yeşil İnşaat Yönetimi, inşaata başlama tarihi olarak her etap arasına yaklaşık 1 yıllık zaman koymayı planlamaktadır. 4. ve 5. etaplar sırasıyla, 3.750 ve 3.250 konut olarak planlanmaktadır.
- 1. etabın arsasının bir kısmı 2006 yılında Esenyurt Belediyesi'nden %15 kat karşılığı alınmıştır. Geri kalan arsaların şahıslara ait olması ve Esenyurt Belediyesi'nin bu şahısları organize edici ve arabulucu rolü de göz önünde bulundurularak Esenyurt Belediyesi ve arsa sahiplerine kalan araziler üzerine kurulacak konutlardan da %2 kat karşılığı verilmesine karar verilmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgilere göre, Innovia Projesi 1. etabı daha lüks bir proje olarak gerçekleştirilmiştir. 1. etap kapsamında satılan dairelerin ortalama alanları 131 m² olarak gerçekleşmiştir. Bu miktar takip eden diğer 2 etapta giderek azalmıştır.
- Innovia Projesi 2007 yılı Ekim ayında başlamıştır. Proje kapsamında Beylikdüzü'nde Esenyurt Belediyesi, Yeşil İnşaat ve bazı şahıslara ait arsalar üzerinde yaklaşık 14.000 konutluk bir kompleks inşa edilecektir.
- Proje toplamda 5 etaptan oluşmaktadır. 1. etap kapsamında 7 blok inşa edilmiştir. Bu bloklarla ilgili ilk teslimler 2009 yılı Eylül ayında başlamıştır. Kalan blokların da 2010 yılı içerisinde teslimleri yapılmaktadır.

Innovia I Proje Bilgileri

Başlangıç	Sonbahar 2007
İlk Teslim Tarihi	Sonbahar 2009
Arsa Alanı	58.000 m ²
Toplam İnşaat Alanı	242.000 m ²
Toplam Satılabilir Alan	143.713 m ²
Yeşil İnşaat Satılabilir Alan	129.244 m ²
Toplam Ticari Alan	8.364 m ²
Toplam Daire Sayısı	1.073
Toplam Blok Sayısı	7 adet 19 katlı blok
Daire tipi	1+1, 2+1, 3+1
Satılma Oranı (Daire)*	%75

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

* 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla



- Innovia Projesi 1. etabı kapsamında, her bloktan satış yapılmıştır. 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla 672 dairenin satışı gerçekleştirilmiştir. Yeşil İnşaat Yönetimi kalan dairelerin daha sonra değerlendirilmek üzere elde tutulduğunu bildirmiştir.
- Değerleme tarihi itibarıyla 218 daire satılmayı beklemektedir. Geriye kalan 183 daire ise arsa sahiplerine kat karşılığı olarak bırakılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, daire büyüklükleri ve kapalı otopark imkanı ile ortak alanların genişliği ve yaratılan imkanlar göz önünde bulundurulduğunda, 1. etabın diğer etaplara göre daha lüks olduğunu belirtmişlerdir.
- 2009 yılı içerisinde teslimi gerçekleştirilmiş B-I, B-II ve B-III bloklarına ait gelirler ve maliyetler gelir tablosuna yansıtılmıştır. Henüz satılmamış olan daireler, Yeşil İnşaat'ın varlıkları içerisinde yer almaktadır.

Innovia II Proje Bilgileri

Başlangıç	Sonbahar 2009
İlk Teslim Tarihi	Aralık 2010 – Haziran 2011
Arsa Alanı	109.000 m ²
Toplam İnşaat Alanı	410.961 m ²
Toplam Satılabilir Alan	276.149 m ²
Yeşil İnşaat Satılabilir Alan	255.611 m ²
Toplam Ticari Alan	27.153 m ²
Toplam Daire Sayısı	3.116
Toplam Blok Sayısı	18 blok
Daire tipi	1+1, 2+1, 3+1
Satılma Oranı (Daire)*	%85

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

* 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla



- 18 bloktan oluşan 2. etapta, 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla 2.197 daire satılmış bulunmaktadır. Yeşil İnşaat'a kalan satılabilir alana denk gelen toplam daire sayısı 2.598 adettir.
- 2010 yılı sonunda E-1 ve E-2 bloklarındaki dairelerin teslim edilmesi planlanmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 1 etaptaki edindikleri deneyim sonucunda satış stratejilerini değiştirdiklerini belirtmişlerdir. Yeni stratejide bütün blokların satışı yerine, blokların gruplar halinde satılması yöntemine başvurulmuştur. Bu şekilde sadece satışı gerçekleşen blokların inşaatına başlanılması planlanmış ve satılmamış daireler için bir inşaat maliyetine katlanma riski azaltılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, bu satış stratejisinin bundan sonraki diğer etaplar için de uygulanacağını belirtmiştir.
- 2. etap'ın hafriyat çalışmaları tamamlanmış, kaba ve ince inşaat çalışmaları ise devam etmektedir.

Innovia III Proje Bilgileri

Başlangıç	Yaz 2010
İk Teslim Tarihi	Sonbahar 2012
Arsa Alanı	60.000 m ²
Toplam İnşaat Alanı	332.000 m ²
Toplam Satılabilir Alan	235.763 m ²
Yeşil İnşaat Satılabilir Alan	222.539 m ²
Toplam Ticari Alan	11.715 m ²
Toplam Daire Sayısı	3.452
Satılma Oranı (Daire)*	%60

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

* 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla



- Toplamda 3.452 adet daireden oluşan 3. etap ile ilgili inşaat çalışmaları henüz başlamamıştır. Buna rağmen, 30.06.2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın payına düşen satılabilir 3.083 adet dairenin 1.858 tanesi satılmış durumdadır.
- Kat karşılığı olarak arsa sahiplerine bırakılan daire sayısı 369 olarak gerçekleşmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, proje bölgesinde sahipliği bulunan arsaların çoğunu 3. etapta değerlendirmeyi planlamıştır. Bu nedenle kat karşılığı olarak şimdiye kadar gerçekleşmiş etaplardaki en düşük oran 3. etapta bulunmaktadır.
- Toplam 9 bloktan oluşan 3. etapta konut sahibi olmak isteyenlere 1+1, 2+1 ve 3+1 seçeneklerinden konutlar sunulmaktadır.
- Bundan önceki etaplarda olduğu gibi 3. etapta da içinde yüzme havuzları, spa merkezi, buz pateni pisti, tenis kortları barındıran ortak kullanım alanları ve geniş yeşil alanlar sunulmaktadır.

Innovia IV ve Innovia V Projeleri

Innovia IV Projesi

Başlangıç	Ocak 2011
İlk Teslim Tarihi	Ocak 2013
Arsa Alanı	75.000 m ²
Toplam İnşaat Alanı	445.000 m ²
Toplam Satılabilir Alan	301.500 m ²
Yeşil İnşaat Satılabilir Alan*	280.500 m ²
Toplam Ticari Alan	16.500 m ²
Toplam Daire Sayısı	3.750

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

* 264.000 m² konut alanı ve 16.500 m² ticari alan

- 4. ve 5. etaplar ile ilgili henüz bir satış gerçekleştirilmemiştir.

Innovia V Projesi

Başlangıç	Ocak 2012
İlk Teslim Tarihi	Ocak 2014
Arsa Alanı	65.000 m ²
Toplam İnşaat Alanı	386.000 m ²
Toplam Satılabilir Alan	261.500 m ²
Yeşil İnşaat Satılabilir Alan*	245.500 m ²
Toplam Ticari Alan	16.500 m ²
Toplam Daire Sayısı	3.250

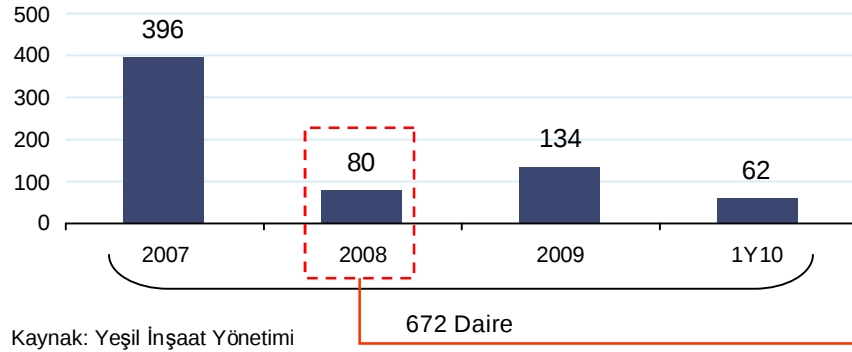
Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

* 229.000 m² konut alanı ve 16.500 m² ticari alan

- 4. etabın projesi tamamlanmak üzeredir. 5. etabın projesi ise henüz geliştirilme aşamasındadır.

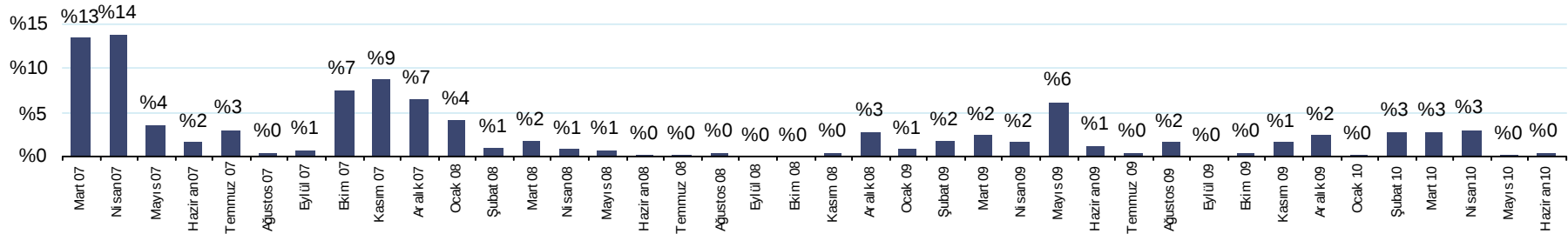
Innovia Projesi Satış Detayları (1/3)

Yıllara Göre Satış Adedi - 1. Etap



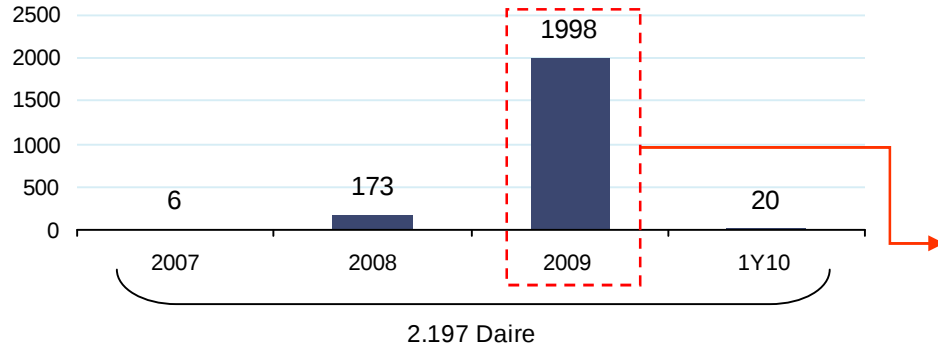
- Innovia Projesi'nin 1. etabı kapsamında 1.073, 2. etabı kapsamında 3.116 ve 3. etabı kapsamında ise 3.452 adet konut inşa edilmesi projelendirilmiştir.
- 1. etaptaki daireler bütün olarak satışa çıkartılmış ve müşterilere diledikleri bloktan daire seçme olanağı tanınmıştır. Bu satış stratejisi daha sonraki etaplar için değiştirilmiştir.
- Küresel ekonomik krizin olumsuz etkilerinin önemli ölçüde hissedildiği 2008 yılı boyunca Innovia Projesi'ne dair satışlar da düşük gerçekleşmiştir. 2009 yılında krizden çıkma beklentilerinin artması ile birlikte daire satışlarında da bir artış gözlenmiştir. 2010 yılının ilk yarısında 62 daire satılmıştır.
- Aşağıdaki grafik aylar itibariyle gerçekleşen satış anlaşmalarını özetlemektedir. Yeşil İnşaat'ın satışa başladığı ilk aylarda yüksek bir satış rakamı yakaladığı görülmektedir.
- Değerleme tarihi itibariyle 1. etap satışa kapalıdır. Yeşil İnşaat Yönetimi, bu etaptan elinde tuttuğu daireleri projeksiyon döneminde elinden çıkartmayı planlamaktadır.

Aylara Göre Konut Satış Dağılımı - 1. Etap



Innovia Projesi Satış Detayları (2/3)

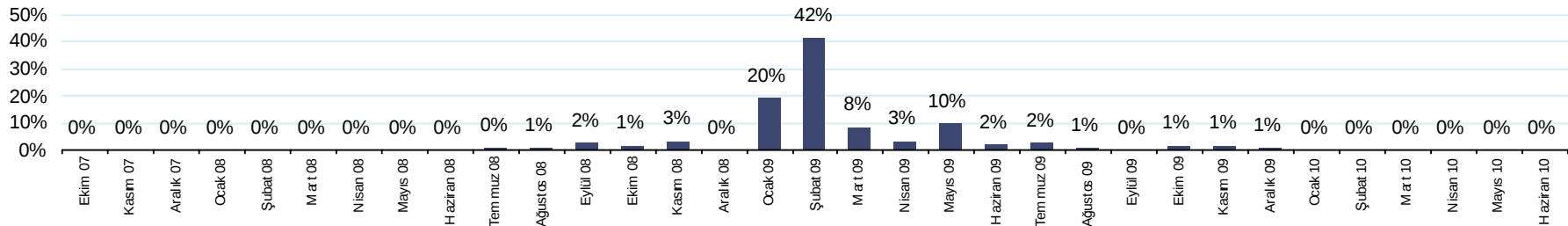
Yıllara Göre Satış Adedi - 2 Etap



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- 1.etaptan sonra gerçekleştirilecek projelerde, bütün dairelerin satışa çıkartılması yerine, blokların sırayla satılması yoluna gidilmiştir. Bu karardaki temel motivasyon, daire satışlarında yaşanabilecek bir sıkıntı durumunda, satılmayan blokların inşaatına başlanmamasıdır.
- Yeşil İnşaat 2009 yılı içerisinde bu etaptaki dairelerin çoğunu satmayı başarmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, özellikle 2009 yılı Ocak içerisinde gerçekleşen yüksek satışların bir kısmının erken lansman dolayısıyla yurtdışı satış ofisi tarafından yapıldığını belirtmiştir. 2010 yılının ilk yarısında 20 adet dairenin satışı gerçekleşmiştir.
- 2. etaba dair 2007 ve 2008 yıllarında gerçekleştirilmiş satışlar direkt satışlar olmayıp, kendi istekleri ile 1. etaptan 2. etaba transfer edilen daire sahipleri ile ilgili satışlardır.

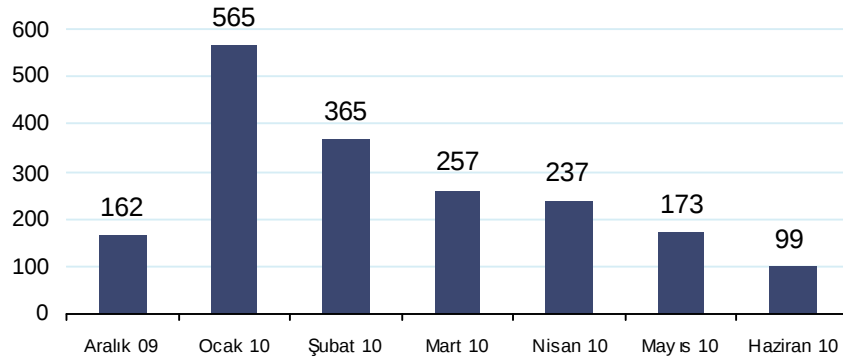
Aylara Göre Konut Satış Dağılımı - 2 Etap



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

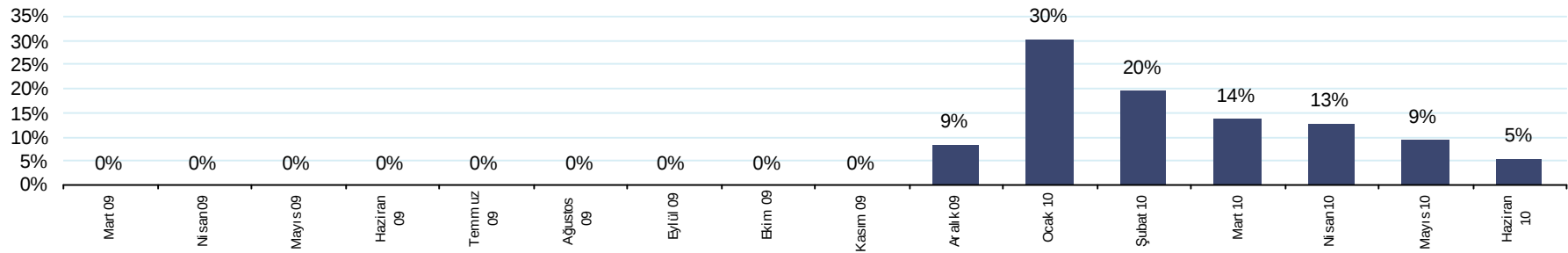
Innovia Projesi Satış Detayları (3/3)

Aylara Göre Satış Adedi - 3 Etap



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Aylara Göre Konut Satış Dağılımı - 3 Etap



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- 3. etap satışları 2009 yılının Aralık ayında başlamıştır.
- Bu dönemden önce yapılmış olan 3 adet konut satışı önceki etaplardan daire almış olup 3. etaba transfer olmak isteyen konut sahipleri ile ilgili satışlardır.
- Değerleme tarihi itibarıyla ise 3. etap kapsamında satılmış toplam konut sayısı 1.858 adet olarak gerçekleşmiştir.
- Yeşil İnşaat, 3. etapla ilgili inşaat faaliyetine başlamadan önce ön satışlara başlamış ve önemli bir satış hacmi gerçekleştirmiştir. 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla inşa edilmesi planlanan konutlardan kendi payına düşecek 3.083 konutun yaklaşık %60'ı satılmış durumdadır. 2010 yılı Temmuz ayı içerisinde 104 adet, Ağustos ayı içerisinde ise 133 daire satılmıştır. 2010 yılı Ağustos ayı sonu itibarıyla konut satılma oranı %68 olmuştur.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 3. etap konut satışlarında yakalanan bu trendin en önemli nedeni olarak 1. etapta oluşturulan yaşam ortamının ileride gerçekleştirilmesi planlanan konut projelerine yönelik beklentileri olumlu yönde etkiliyor olmasını göstermektedir.

Bölüm 2.1.2

Finansal Performans

Bilanço (1/2)

	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*
('000 TL)	31/12/2008	31/12/2009	30/06/2010
Dönen Varlıklar	167.954	241.501	287.657
Nakit ve nakit benzerleri	280	2.138	(2.813)
Ticari alacaklar	457	23.128	14.556
Diğer alacaklar	13.117	19.167	4.062
Stoklar	18.505	166.760	178.952
Diğer dönen varlıklar	135.595	30.308	92.900
Duran varlıklar	39.251	220.781	297.689
Ticari alacaklar	28.421	195.609	266.830
Arazi ve arsalar	7.617	7.900	13.644
Verilen avanslar	2.902	15.998	16.911
Maddi olmayan duran varlıklar	4	41	110
Diğer duran varlıklar	306	1.233	193
Toplam varlıklar	207.205	462.282	585.346
Kısa vadeli kaynaklar	90.427	139.653	114.256
Kısa vadeli borçlar	47	39.106	31.360
Ticari borçlar	29.120	22.317	20.672
Diğer kısa vadeli kaynaklar	61.010	77.948	62.058
Ödenecek vergi ve fonlar	250	282	166
Uzun vadeli kaynaklar	90.783	301.748	464.497
Uzun vadeli borçlar	49.067	6.278	3.494
Borç senetleri	977	7.171	-
Satıcılar	3.200	3.200	3.200
Alınan sipariş avansları	37.539	285.099	457.803
Özkaynaklar	25.996	20.881	6.593
Sermaye	250	250	250
Sermaye yedekleri	27.496	27.496	27.496
Geçmiş yıl karları / (zararları) (-)	(1.230)	(1.750)	(6.865)
Dönem net karı / (zararı) (-)	(521)	(5.115)	(14.288)
Toplam kaynaklar	207.205	462.282	585.346

* Bağımsız denetimden geçmemiş mali tablolar

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- 2008 ve 2009 yıl sonuna ait VUK'a göre hazırlanmış Yeşil İnşaat bilançoları yandaki tabloda görülmektedir. 2010 Haziran sonu itibariyle geçici bilanço Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza sunulmuştur.
- Nakit ve nakit benzerleri kasa ve bankalarda bulunan nakit değerlerden oluşmaktadır. 2010 yılının ilk 6 ayında gerçekleşmiş 5,4 mn TL değerindeki verilen çekler ve ödeme emirleri tutarından dolayı hesap bakiyesi 30 Haziran itibariyle eksi olarak görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, aktifleştirilen inşaat harcamalarını stoklar hesabında takip etmektedir. İnşaatlardaki ilerleme ile birlikte stoklardaki artış dikkat çekmektedir.
- Satış anlaşmalarına dayanan alacaklar, kısa ve uzun vadeli ticari alacaklar hesabı içinde izlenmektedir. Bu hesaplar, anlaşmalarda belirtilen tarihlerde gerçekleştirilen tahsilatlar ile kapanmaktadır.
- Diğer alacaklar hesabı içerisinde, ilişkili taraflardan alacaklar ve diğer çeşitli alacaklar ile ilgili tutarlar takip edilmektedir. Bunların büyük kısmının arsalar ile ilgili verilen avanslardan kaynaklandığı tarafımıza bildirilmiştir.
- Diğer dönen varlıklar ağırlıklı olarak devreden ve indirilecek katma değer vergisinden oluşmaktadır. 30 Haziran itibariyle 6,9 mn TL katma değer vergisi iadesi için başvuru yapılmıştır. Bu tutarın 2010 Ağustos ayı içerisinde tahsil edildiği bilgisi tarafımıza verilmiştir.
- Arazi ve arsalar hesabı içerisinde ağırlıklı olarak Innovia 3, 4 ve 5, etaplarının projelerinin yapılması planlanan arsalarla ait değerler takip edilmektedir.

Bilanço (2/2)

	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*
('000 TL)	31/12/2008	31/12/2009	30/06/2010
Dönen Varlıklar	167.954	241.501	287.657
Nakit ve nakit benzerleri	280	2.138	(2.813)
Ticari alacaklar	457	23.128	14.556
Diğer alacaklar	13.117	19.167	4.062
Stoklar	18.505	166.760	178.952
Diğer dönen varlıklar	135.595	30.308	92.900
Duran varlıklar	39.251	220.781	297.689
Ticari alacaklar	28.421	195.609	266.830
Arazi ve arsalar	7.617	7.900	13.644
Verilen avanslar	2.902	15.998	16.911
Maddi olmayan duran varlıklar	4	41	110
Diğer duran varlıklar	306	1.233	193
Toplam varlıklar	207.205	462.282	585.346
Kısa vadeli kaynaklar	90.427	139.653	114.256
Kısa vadeli borçlar	47	39.106	31.360
Ticari borçlar	29.120	22.317	20.672
Diğer kısa vadeli kaynaklar	61.010	77.948	62.058
Ödenecek vergi ve fonlar	250	282	166
Uzun vadeli kaynaklar	90.783	301.748	464.497
Uzun vadeli borçlar	49.067	6.278	3.494
Borç senetleri	977	7.171	-
Satıcılar	3.200	3.200	3.200
Alınan sipariş avansları	37.539	285.099	457.803
Özkaynaklar	25.996	20.881	6.593
Sermaye	250	250	250
Sermaye yedekleri	27.496	27.496	27.496
Geçmiş yıl karları / (zararları) (-)	(1.230)	(1.750)	(6.865)
Dönem net karı / (zararı) (-)	(521)	(5.115)	(14.288)
Toplam kaynaklar	207.205	462.282	585.346

* Bağımsız denetimden geçmemiş mali tablolar

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- 2008 yılında uzun vadeli banka borçları ile finansman ihtiyacını karşılayan Yeşil İnşaat'ın 2009 yılı ve 2010 yılı ilk yarısındaki banka borçları çoğunlukla kısa vadeli banka borçları olarak gerçekleşmiştir. Yeşil İnşaat Yönetimi, bu borçların yeniden finansmanı konusunda çalışmalar yapmaktadır.
- Alınan sipariş avansları kalemi altında, 1., 2. ve 3. etaplar kapsamında satışı gerçekleştirilmiş dairelerin satış tutarları takip edilmektedir.
- 2008, 2009 ve 2010 yıllarında kayıtlarda gözüken 27,5 mn TL değerindeki sermaye yedekleri tutarı, Yeşil İnşaat'ın eski sermayedarı Salamanca Finance'in hisselerini Engin Yeşil'e devrettikten sonra vazgeçtiği bir borç tutarını temsil etmektedir. Bu tutarın, yasal süresi dolduktan sonra sermayeye eklenmesi planlanmaktadır. Bu tutar 30 Haziran 2010 tarihli bağımsız denetim raporunda geçmiş yıl karları hesabı altında muhasebeleştirilmiştir.
- Bağımsız denetim raporunda yer verilen bilanço ve gelir tabloları ile bu tabloların VUK'a göre hazırlanmış tablolardan farkları Ek 5'de verilmiştir. Bu farkların ağırlıklı olarak bazı bakiyelerin hesaplar arasında farklı sınıflandırılmasından kaynaklandığı gözlemlenmektedir.

Gelir Tablosu

	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*	Denetlenmemiş*
('000 TL)	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili
Net satışlar	5	58.122	63.838
Satışların maliyeti	-	(54.236)	(69.263)
Satılan mamuller maliyeti	-	(38.211)	(68.661)
Satılan ticari mallar maliyeti	-	(15.099)	-
Diğer satışların maliyeti	-	(926)	(602)
Brüt kar	5	3.886	(5.425)
Faaliyet Giderleri	-	(8.578)	(8.381)
Pazarlama satış dağıtım giderleri	-	(6.413)	(6.915)
Genel yönetim giderleri	-	(2.165)	(1.466)
FVAÖK	5	(4.458)	(13.806)
Amortisman	-	(235)	-
FVÖK	5	(4.692)	(13.806)
Diğer gelir/(gider) - net	(526)	2.027	(482)
Faiz gelirleri	-	2.450	-
Kambiyo karları	-	4.057	1.640
Menkul kıymet satış karları	-	57	9
Komisyon gelirleri	-	1	-
Diğer olağan gelir ve karlar	400	5	40
Komisyon giderleri	-	(43)	-
Kambiyo zararları	-	(4.005)	(1.627)
Diğer olağan gider ve zararlar	(400)	(61)	(455)
Diğer olağandışı gider ve zararlar	(529)	(455)	(89)
Diğer olağandışı gelir ve karlar	4	21	0
Finansal giderler	-	(2.450)	-
Kısa vadeli borçlanma giderleri	-	(2.450)	-
Uzun vadeli borçlanma giderleri	-	-	-
Kurumlar vergisi karşılığı	-	-	-
Net dönem karı/(zararı)	(521)	(5.115)	(14.287)

* Bağımsız denetimden geçmemiş mali tablolar

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- 2008 ve 2009 yıllarına ait VUK'a göre hazırlanmış Yeşil İnşaat gelir tabloları yanda görülmektedir. 2010 ilk 6 ayına ait geçici gelir tablosu Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza sunulmuştur.
- Yeşil İnşaat, 1. etap kapsamındaki 7 bloktan ilk üçü ile ilgili faturaları kesmiş ve satış işlemlerini tamamlamıştır. 2009 yılı içerisinde satış işlemleri tamamlanan konutlarla ilgili gelir ve giderler gelir tablosuna yansıtılmıştır.
- 2009 yılında elde edilen satış gelirlerinin bir kısmı taşeronlara satılmak üzere alınmış ilk madde ve malzemeden oluşmaktadır. Bu malzemeler kar amacı güdülmeksizin taşeronlara hizmet sağlamak amacıyla alınmıştır. Söz konusu malzemeler ile ilgili maliyetler yandaki tabloda gösterildiği üzere 15,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir.
- 2010 yılının ilk yarısının sonunda gelir tablosuna yansıtılmış gelirlerin tamamı 1. etap kapsamında satışı yapılan konutlarla ilgilidir.
- Satılan mamuller maliyeti, teslimi gerçekleşmiş konutlarla ilgili maliyetleri teşkil etmektedir. Söz konusu maliyet, fatura edilen konutların toplam brüt alanının ortalama m² geliştirme maliyeti ile çarpılması sonucunda Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından tahmin edilmektedir.
- Yeşil İnşaat 2009 yılı sonundan itibaren pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderlerini aktifleştirme yerine ilgili dönemde giderleştirme politikasını benimsemiştir.
- 2009 yılına ait finansman giderlerinden sadece 2,5 mn TL'lik kısım giderleştirmiştir. Bu tutar, ortaklara borçlardan elde edilen faiz gelirini dengelemektedir. Geri kalan finansman giderleri stoklarda takip edilmek üzere aktifleştirilmiştir.

Bölüm 2.2

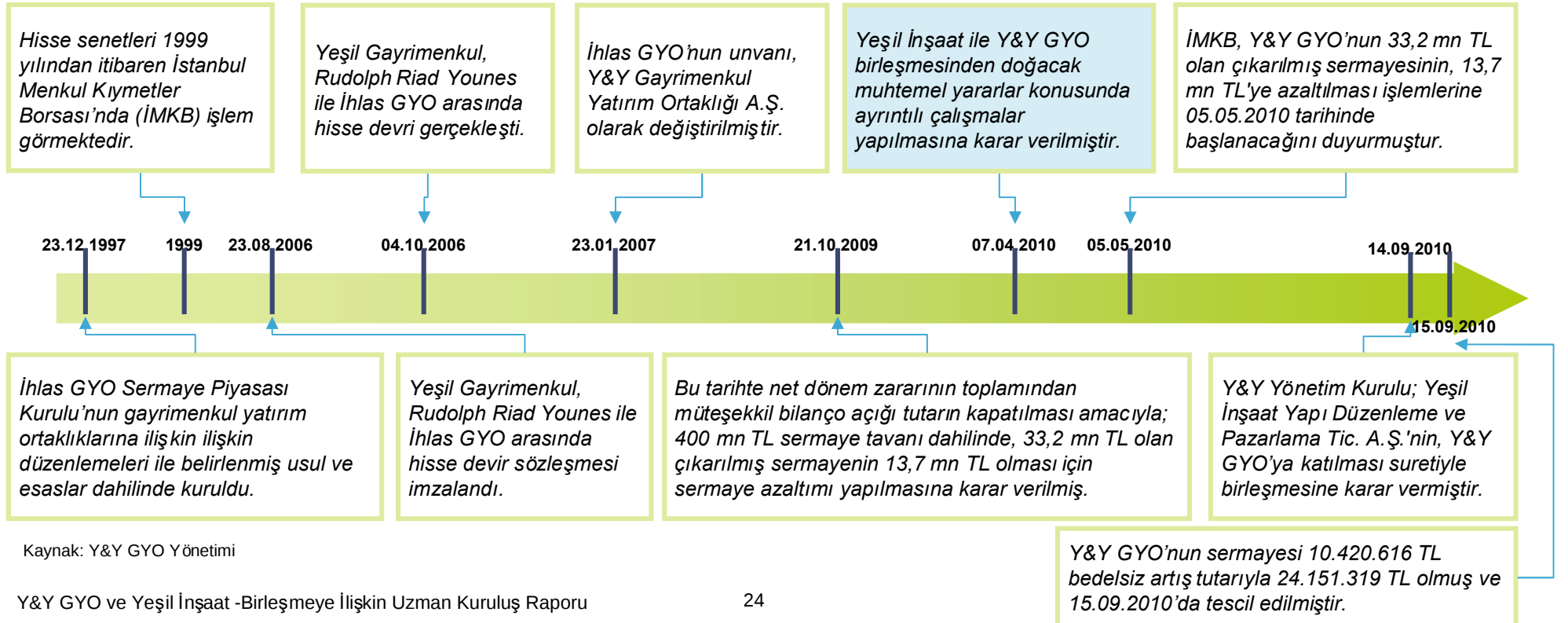
Y&Y GYO

Bölüm 2.2.1

Şirket Profili

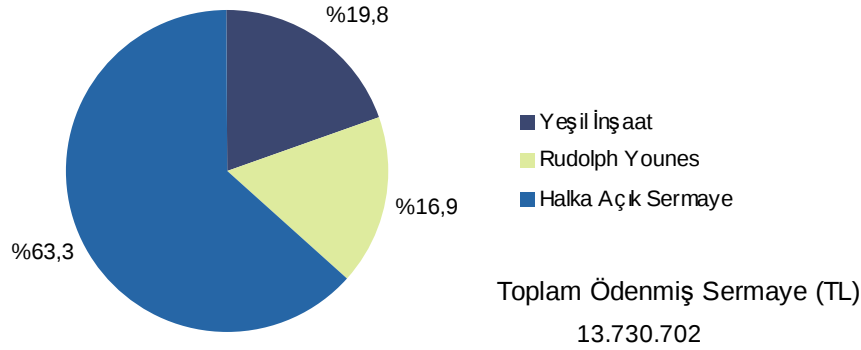
Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (1/2)

- 23 Aralık 1997 yılında kurulmuş olan İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2006 yılında Yeşil Gayrimenkul ve Rudolph Yuones adlı yatırımcı tarafından satın alınmış ve adı Y&Y GYO olarak değiştirilmiştir. Y&Y GYO %68.9 halka açıklık oranı ile, gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren halka açık 17 GYO'dan biridir.
- Y&Y GYO bünyesinde istihdam edilen personel sayısı 12'dir.
- Şirket'in portföy'ünde 30.06.2010 tarihi itibarıyla Tekirdağ İli'nde 12.000 m² arsa, İstanbul Büyükçekmece'de inşa edilmekte olan Güzelşehir Projesi'nden 6 adet villa ve 12 adet iş yeri, İstanbul Esenyurt'ta inşaa edilmekte olan Innovia Projesi 1. etaptan 36 adet daire ve Garanti Bankası B Tipi Likit yatırım fonu yer almaktadır.
- Saha A.Ş. tarafından 8,16 olarak belirlenmiş olan Kurumsal Yönetim Derecelendirme notu 16.04.2010 itibarıyla 8.27 olarak güncellenmiştir.



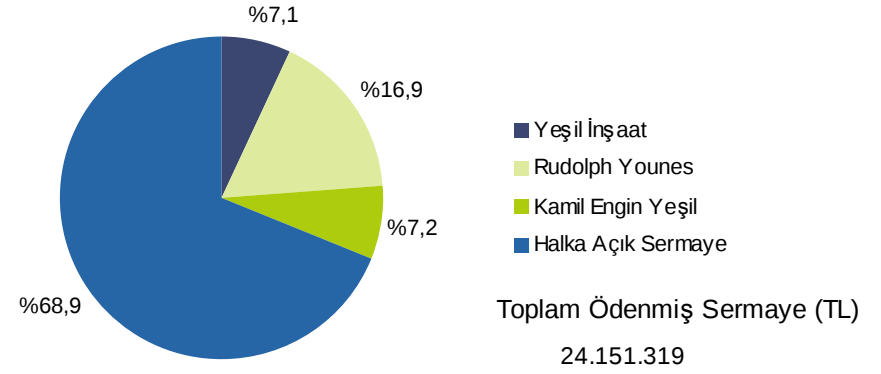
Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (2/2)

Y&Y GYO Ortaklık Yapısı - 30.06.2010



- Şirket Yönetim Kurulu' nun 21.10.2009 tarihli kararı uyarınca, bağımsız denetimden geçmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış 31.12.2008 bilançosunda yer alan, geçmiş yıllar zararları ve net dönem zararının toplamından müteşekkil bilanço açığı tutarı olan 19.431.827,89 TL'nin kapatılması amacıyla; 400.000.000,00 TL sermaye tavanı dahilinde, 33.162.529,95 TL olan çıkarılmış sermayenin 13.730.702,06 TL olması için sermaye azaltımı yapılmasına karar verilmiş ve aynı tarihte kamuya duyurulmuştur.
- Sermaye Piyasası Kurulu, 2010/ 6 sayılı Haftalık Bülteni'nde kamuya duyurduğu üzere, sermaye azaltılması talebinin olumlu karşılanmasına ve sermaye azaltımına konu 19.431.827,89 TL nominal değerli Şirket paylarının Kurul kaydından çıkarılmasına karar vermiştir.

Y&Y GYO Ortaklık Yapısı - 01.09.2010



- 400.000.000,00 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde çıkarılmış sermayenin 13.730.702,06 TL'den 24.151.319,01 TL'ye yükseltilmesine, 10.420.616,95 TL (yaklaşık % 75,89) bedelsiz artış tutarının; 10.420.616,95 TL'sinin, "Değer Artış Fonları" hesabı altında tutulan, "Sermaye Düzeltme Farkları" hesabından karşılanmak suretiyle Y&Y GYO hissedarlarına 1.042.061.695 adet bedelsiz hisse senedi dağıtılması biçiminde sermayeye ilavesi ve sermaye artırımına ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na 06.08.2010 tarihinde başvuruda bulunulmuş, Sermaye Piyasası Kurulu'nca 18.8.2010 tarih ile kayda alınmıştır.
- 18 ile 24 Ağustos 2010 tarihleri arasında yapılan hisse alım satımları sonucunda sermaye oranları; Yeşil İnşaat için %7,1, Kamil Engin Yeşil için %7,2, Rudolph Younes için %16,9, halka açık sermaye için %68,9 olmuştur.

Bölüm 2.2.2

Finansal Performans

Bilanço

('000 TL)	Denetlenmiş 31/12/2008	Denetlenmiş 31/12/2009	Sınırlı İnceleme 30/06/2010
Dönen Varlıklar	13.520	13.152	11.981
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.815	2.030	2.439
Finansal Yatırımlar	-	322	691
Ticari Alacaklar	-	169	82
Diğer Alacaklar	-	-	3
Stoklar	10.605	9.014	7.643
Diğer Dönen Varlıklar	1.100	1.616	1.122
Duran Varlıklar	10.720	9.204	9.217
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8.040	7.290	7.290
Maddi Duran Varlıklar	114	80	63
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	3	2
Diğer Duran Varlıklar	2.562	1.831	1.861
Toplam Varlıklar	24.241	22.355	21.197
Kısa Vadeli Yükümlülükler	59	340	136
Ticari Borçlar	18	18	71
Diğer Borçlar	-	274	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	41	48	65
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28	43	81
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	28	43	81
Özkaynaklar	24.154	21.972	20.981
Ödenmiş Sermaye	33.163	33.163	13.731
Hisse Senedi İhraç Primleri	3	3	3
Değer Artış Fonları	10.421	10.421	10.421
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(17.281)	(19.432)	(2.181)
Net Dönem Kar/Zararı	(2.151)	(2.181)	(992)
Toplam Kaynaklar	24.241	22.355	21.197

Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi

- Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre hazırlanmış 31.12.2008, 31.12.2009 tarihlerine ait Y&Y GYO bağımsız denetimden geçmiş bilançoları yandaki tabloda verilmiştir. 2010 Haziran sonu itibarıyla sınırlı incelemeden geçmiş bilanço Y&Y GYO Yönetimince tarafımıza sunulmuştur.
- Nakit ve nakit benzerleri kasa ve bankalarda bulunan nakit değerlerden oluşmaktadır. 30.06.2010 tarihi itibarıyla Y&Y GYO'nun kasasında yaklaşık 2,3 mn TL, vadesiz TL banka mevduat hesabında yaklaşık 171 bin TL bulunmaktadır.
- Y&Y GYO, 1 Ocak- 30 Haziran 2010 döneminde ise 4 adet villanın tapu teslim işlemlerini tamamlayarak yapılan satışı gelir tablosuna yansıtılmış, bunun sonucunda stoklar hesabı 9,0 mn TL'den 7,6 mn TL'ye düşmüştür.
- Diğer dönen varlıklar ağırlıklı olarak ilişkili taraflara verilen avanslar ve devreden katma değer vergisinden oluşmaktadır. 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla 388 bin TL devreden katma değer vergisi ve 659 bin TL üst düzey yönetime verilen avans bulunmaktadır.
- Yatırım amaçlı gayrimenkuller, Güzelşehir, Büyükçekmece Alışveriş Merkezi Projesi'ndeki gayrimenkullerden ve Tekirdağ, Barbaros'taki arsadan oluşmaktadır.
- Y&Y GYO Yönetim Kurulu' nun 21.10.2009 tarihli kararı uyarınca, geçmiş yıllar zararları ve net dönem zararının toplamından müteşekkil bilanço açığı tutarı olan 19.4 mn TL'nin kapatılması amacıyla; 400 mn TL sermaye tavanı dahilinde, 33,2 mn TL olan çıkarılmış sermayenin 13,7 mn TL olması için sermaye azaltımı yapılmasına karar verilmiş ve aynı tarihte kamuya duyurulmuştur. 21.04.2010'da genel kurulda oylanarak, sermaye eksilmesi kararı onaylanmıştır.

Gelir Tablosu

('000 TL)	Denetlenmiş MY08	Denetlenmiş MY09	Sınırlı İnceleme 6AY10
Sürdürülen Faaliyetler			
Satış Gelirleri	882	4.242	1.500
Satışların Maliyeti (-)	(671)	(3.702)	(1.371)
Brüt Kar/Zarar	212	540	129
Pazarlama,Satış ve Dağıtım Gid.	(39)	(154)	(56)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.369)	(1.956)	(1.182)
Diğer Faaliyet Gelirleri	60	0	-
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(527)	(750)	(0)
Faaliyet Karı/Zararı	(2.663)	(2.320)	(1.109)
Esas Faaliyet Dışı Fin. Gel.	869	393	211
Esas Faaliyet Dışı Fin. Gid. (-)	(356)	(255)	(93)
Vergi Öncesi Karı/Zararı	(2.151)	(2.181)	(992)
Dönem Karı/Zararı	(2.151)	(2.181)	(992)

Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi

- Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre hazırlanmış 2008 ve 2009 yıllarına ait Y&Y GYO bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları yanda verilmektedir. 2010 yarıyıl sınırlı incelemeden geçmiş gelir tablosu Y&Y GYO Yönetimince tarafımıza sunulmuştur.
- Y&Y GYO, 2010 yılı içerisinde 4 adet villanın tapu teslim işlemlerini tamamlayarak yapılan satışı gelir tablosuna yansıtmıştır.
- Satılan mamuller maliyeti, teslimi gerçekleşmiş konutlarla ilgili maliyetleri teşkil etmektedir.
- 2010 yılında genel yönetim giderlerinin 0.7 mn TL'lik kısmı personel giderlerinden oluşmaktadır. Diğer önemli giderler danışmanlık ve denetim giderleri ile büro kira ve aidat giderleridir.
- Esas faaliyet dışı finansal gelir ve giderleri, kambiyo karları ve zararlarından oluşmaktadır.
- Y&Y GYO son üç dönemi zarar ile kapatmıştır.

Bölüm 3

Sektör Bilgisi

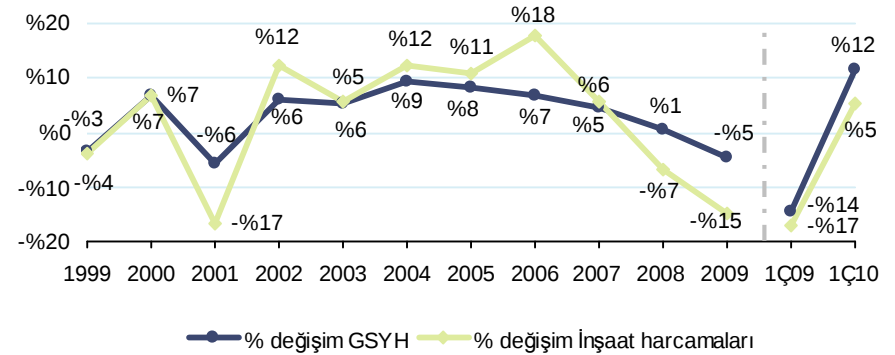
Bölüm 3.1

Türkiye İnşaat ve Konut Sektörü

Türkiye İnşaat Sektörü (1/2)

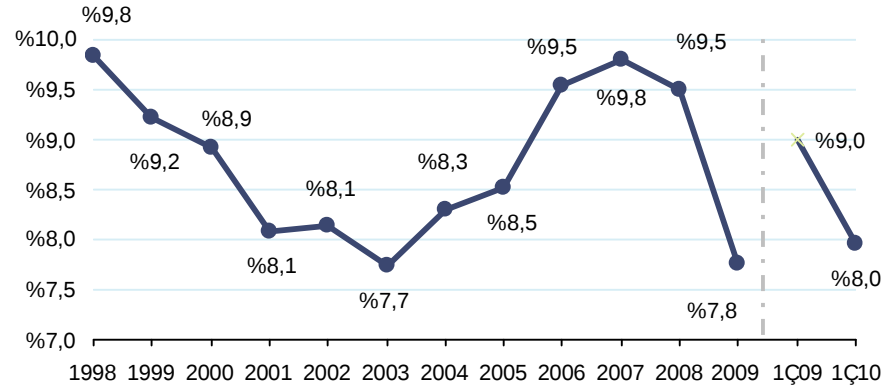
- Yandaki grafikte görüldüğü gibi, inşaat sektörünün gelişimi Türkiye'deki GSYH'de meydana gelen değişimlerden yüksek oranda etkilenmektedir.
- Küresel krizden özel sektör inşaat harcamaları daha fazla etkilenmiştir. 2008 ve 2009 yılları boyunca özel sektörle ilgili inşaat harcamalarında 2009 yılının son çeyreği dışında 7 çeyrek üst üste küçülme görülmüştür.
- Kriz döneminde kamu harcamalarında 2009 yılının üçüncü çeyreğine kadar devam eden bir artış gözlenmiştir.
- Kamu tarafındaki olumlu gelişmelere rağmen 2009 yılında bir önceki yıla göre %15 oranında küçülen inşaat sektörü, 2010 yılının ilk çeyreğinde baz değer etkisi ile %5 oranında büyümüştür. 2009 yılında inşaat harcamalarının toplam harcamalar içerisindeki payı %10'dan %8'e gerilemiş, 2010 yılının ilk yarısında da bu oran %8 olmuştur.
- Konut sektörünü hareketlendirmeye yönelik TOKİ projeleri ile 2-3 milyar ABD\$ kaynak tahsis edileceği belirtilen GAP, DAP ve KOP adlı bölgesel kalkınma projelerinin eylem planlarına uygun olarak gerçekleşiyor olması, sektörü olumlu yönde etkileyecek gelişmelerdir.
- İnşaat sektörü ağırlıklı olarak özel sektör olmak üzere, hem kamu hem de özel sektörden gelen taleple beslenen bir sektördür. Ülkemizdeki inşaat faaliyetlerinin yaklaşık %60'ının konut projeleri olması, konut üretim alanında farklı birçok sektörden girdi sağlanıyor olması ve dağıtılan konut kredilerinin ödenememesi durumunda inşaat sektörünün yanı sıra başka birçok sektörün de etkilenecek olması inşaat sektörü ile ilgili en büyük riski oluşturmaktadır.

GSYH ve İnşaat Harcamaları Değişimi



Kaynak: TÜİK

İnşaat Harcamalarının GSYH İçindeki Payı

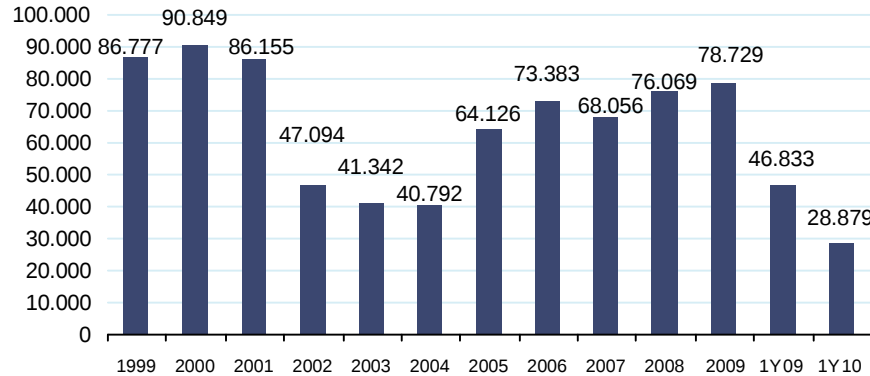


Kaynak: TÜİK

Türkiye İnşaat Sektörü (2/2)

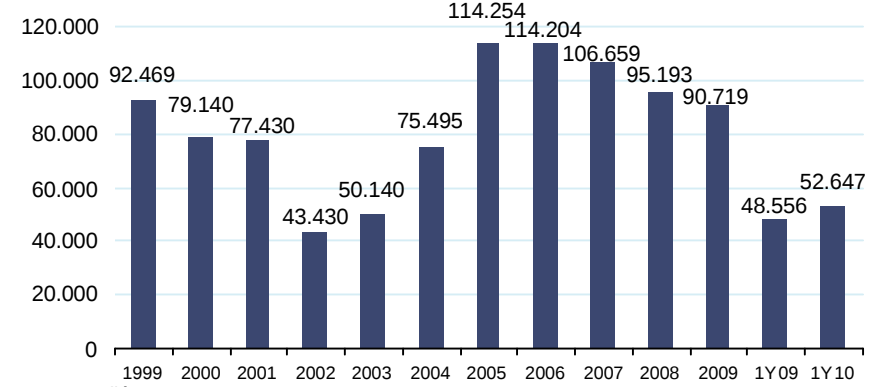
- Alınan yapı ruhsatları ile ölçülen inşaat yapma isteği, Türkiye'deki inşaat faaliyetlerinin genel durumuna ilişkin önemli bir göstergedir.
- Her yıl alınan yapı ruhsatları adet bazında 2005 yılından beri azalmaktadır. Alan ve değer olarak ise yapı ruhsatlarının ifade ettikleri tutarlar 2008 ve 2009 yıllarında değişen oranlarda düşüş göstermiştir.
- 2008 yılı başından bu yana alınan yapı ruhsatlarında düşüş yaşanırken, kullanım izni sayısında ise bir miktar artış yaşandığı görülmektedir. Bu durum, yaşanan ekonomik durgunlukta mevcut stokların eritilmekte olduğu gerçeği ile açıklanmaktadır.
- 2010 yılının ilk altı ayında bir önceki yılın ilk altı ayına göre belediyeler tarafından Yapı Ruhsatı verilen yapıların bina sayısında % 8,4 artış yaşanırken, Yapı Kullanma İzin Belgesi verilen yapıların bina sayısında % 38,3 azalış olmuştur

Yıllara Göre Yapı Kullanım İzinleri - Bina Sayısı



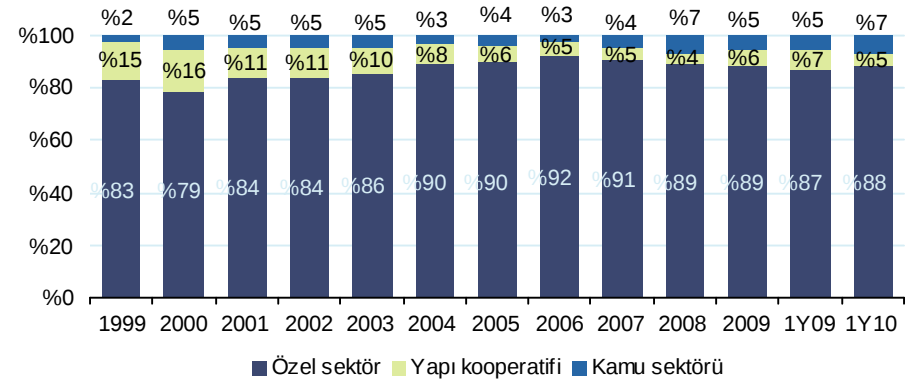
Kaynak: TÜİK

Yıllara Göre Yapı Ruhsat Sayıları - Bina Sayısı



Kaynak: TÜİK

Yıllara Göre Yapı Ruhsatlarının Dağılımı



Kaynak: TÜİK

İnşaat Sektörü – Yurtiçi Pazar SWOT Analizi

GÜÇLÜ YÖNLER

- Yeterli makine ve teçhizat kapasitesi
- Yeterli sayıda deneyimli mühendis ve teknik eleman
- Yetkin maliyet kontrolü
- Normal koşullarda artmakta olan konut talebi

FIRSATLAR

- Yenilenmeye ihtiyaç duyan konut sayısı
- Otoyol ve köprü özelleştirmeleri ile demiryolu yatırımlarının gündemde olması
- Türkiye'nin enerji koridoru olarak öneminin artması ve konuyla ilgili yatırımların gündemde olması
- Bölgesel kalkınma projeleri: GAP, Doğu Anadolu Projesi (DOP) ve Konya Ovası Projesi (KOP)

ZAYIF YÖNLER

- Konut talebine aşırı bağımlılık
- Yetersiz özel sektör teşvikleri
- İlgili mevzuatta sıkça yaşanan değişiklikler
- Geciken hak ediş ödemeleri
- Kayıt dışı ve standart dışı üretim sonucu doğan haksız rekabet
- Denetim eksikliğinden kaynaklanan kalitesizlik sorunu ve sektörün bundan dolayı zedelenen imajı

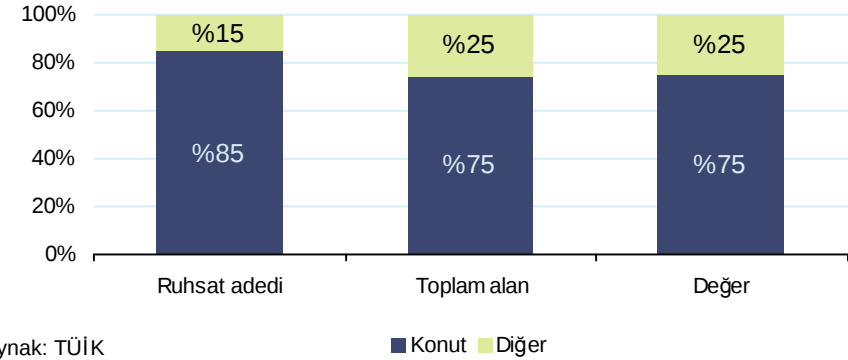
TEHDİTLER

- Küresel ekonomik krizin yerel ekonomideki olumsuz etkileri
- Azalan kamu ve özel sektör yatırımları
- Kamu İhale Sistemi'nin uygulanması ile ilgili aşılamayan sorunlar
- Deprem ve yetersiz önlemler

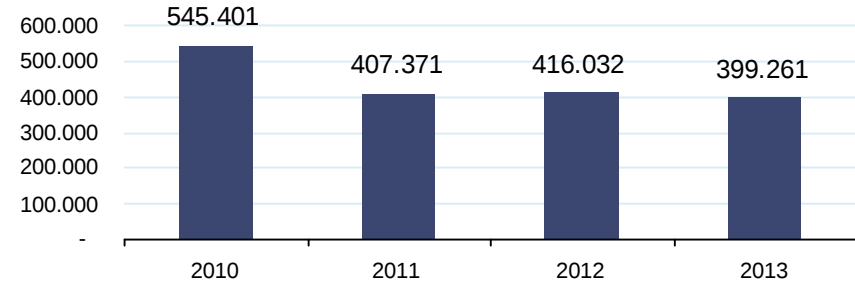
Türkiye Konut Sektörü (1/3)

- TÜİK verilerine göre, Türkiye’de 15 milyon civarında konut stoğu bulunmaktadır. 15 milyon konutun %55’inin ruhsatsız ve kaçak olduğu, %60’ının 20 yaş üzeri konutlardan oluştuğu ve %40’ının depreme karşı güçlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir.
- Bayındırlık ve İskan Bakanlığı tarafından 2009 yılında yayınlanan “Kentsel Dönüşüm, Konut ve Arsa Politikaları Komisyonu Raporu”na göre, 2010 yılında Türkiye’deki konut ihtiyacının 545.401 adet olması beklenmektedir.
- Türkiye’de yapılaşma izni ile ilgili istatistikler, “yapı ruhsatları” ve “yapı kullanma izin belgeleri” başlıkları altında tutulmaktadır. Türkiye’deki her inşaatın kayıt altında olmaması nedeniyle yapılan her bina kullanım iznine sahip değildir. Bu nedenle, yapı ruhsat bilgileri kullanma izin belgelerine göre daha güvenilir bilgi vermektedir.
- TÜİK verilerine göre 2010 yılının ilk altı ayında 52.647 yapı ruhsatı verilmiştir. Ruhsat verilen inşaatlar, yaklaşık olarak 63,7 milyon ²’lik alanı kapsamaktadır ve 36,2 milyar TL değerindedir.
- 2010 yılının ilk altı ayında dağıtılan ruhsatların %85’i konut sektörü ile ilgili inşaatlara verilmiştir. 27,1 milyar TL değerindeki söz konusu inşaatlar 318.151 konuta denk gelmektedir.

2010 yılının ilk 6 ayında Dağıtılan Yapı Ruhsatları



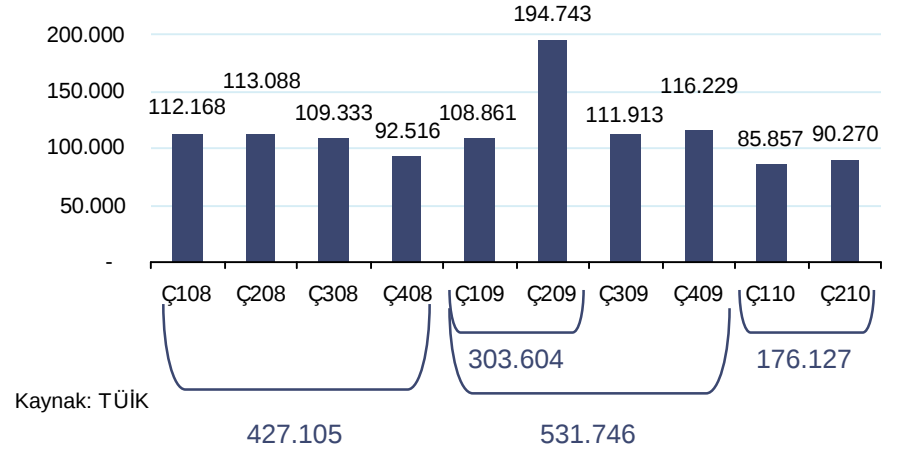
Türkiye Konut Gerekсинimi Tahmini



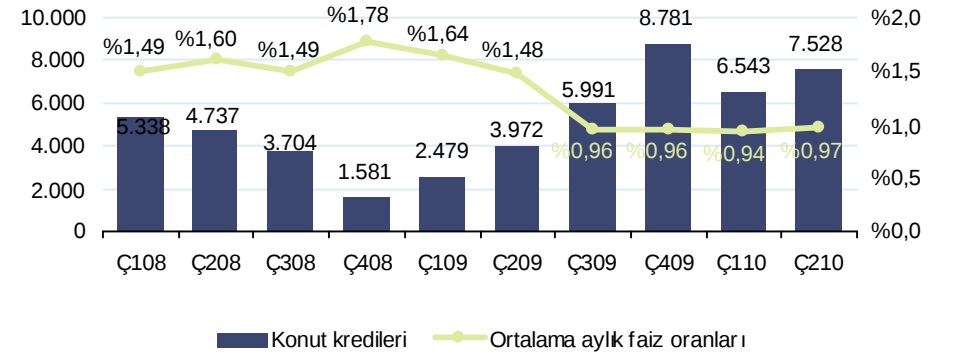
Türkiye Konut Sektörü (2/3)

- TÜİK tarafından 2008 yılında başlatılan bir çalışma ile elde edilen “Konut Satış İstatistikleri”ne göre, 2008 yılında 427.105, 2009 yılında 531.746, 2010 yılın ilk yarısında 176.127 konut satışı gerçekleştirilmiştir.
- Türkiye genelinde 2008 yılında, her çeyrek yaklaşık 110 bin olarak gerçekleşen konut satışları krizin de etkisiyle birlikte son çeyrekte 92,5 bine kadar gerilemiştir.
- 2009’un ikinci çeyreğinde satışlar 194,7 bin olarak gerçekleşmiştir. Satışlardaki bu artışın tapu harç teşvikinden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. 2009’un son iki çeyreğinde satışlar 2008 seviyelerine yaklaşmıştır.
- 2010 yılının ilk yarısında, baz değer etkisi ile konut satış adetleri azalmıştır. 2010’nun ilk çeyreğinde 85,9 bin, ikinci çeyreğinde ise 90,3 bin konut satılmıştır.
- 2009 yılında Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilen faiz indirimleri ile yıl içerisinde kullanılan konut kredilerinde bir artış yaşanmıştır. Bu da konut satışlarında olumlu etki yaratmıştır.
- 2010 yılının ilk yarısında en çok konut satışının yapıldığı bölgeler sırasıyla; İstanbul, Ankara, Antalya – Isparta – Burdur, Bursa-Eskişehir – Bilecik ve İzmir bölgeleri olmuştur.
- Konut kredileri ortalama faizlerindeki düşüş ve ekonomik iyileşme sonucunda, 2010 yılının ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine oranla konut kredi kullanım miktarı %118 artarak 14,1 Milyar TL olmuştur.

Konut Satışları (Adet)



Kullandırılan Konut Kredileri ve Faiz Oranları (mn TL)

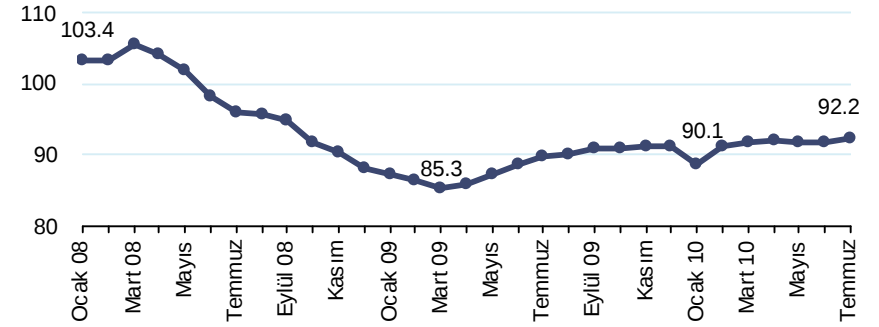


Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Devlet Planlama Teşkilatı

Türkiye Konut Sektörü (3/3)

- Türkiye genelinde konut fiyatları 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamıştır. 2009 ilk çeyreğinde ise 85,3 ile konut fiyatları endeksi başlatıldığı 2007 yılından beri dip noktasını görmüştür.
- Konut fiyatları 2009 yılı ikinci çeyreğinden itibaren artmaya başlamıştır. 2010 yılı Temmuz ayı itibariyle konut fiyatları endeksi 92,2 olarak gerçekleşmiştir.
- Colliers International tarafından yayımlanan bir raporda, konut fiyatlarında 2010 yılı başından beri az da olsa yukarı yönlü bir hareketlenme olduğu belirtilmektedir. Ancak birçok yeni konut projesinin ikinci el konutlardan düşük fiyatlarla satıldığına da dikkat çekilmiştir.
- Şehir içi projelerin yanı sıra, şehir dışı konut projeleri de son dönemde tüketiciler tarafından ilgi görmektedir. 2010 yılı başındaki olumlu gelişmelere bakılarak, konut sektörünün 2010 yılı ikinci yarısından itibaren toparlanmaya başlayacağı öngörülmektedir.
- DPT tarafından yayımlanan "Genel Ekonomik Hedefler ve Yatırımlar 2010" raporuna göre 2009 yılındaki tahmini sabit sermaye yatırımları 11,2 milyar TL olarak belirtilmiş ve konut yatırımlarının payının ise %7 olmasının beklediği belirtilmiştir.
- Rapora göre özel sektör tarafından gerçekleştirilecek konut yatırımlarının 2009 yılında cari olarak geçen yıla oranla %14 azaldığı belirtilmektedir. DPT, 2010 yılı için özel sektörün yapacağı konut yatırımlarının cari fiyatlarla %1,8 oranında artacağını varsaymaktadır.
- Colliers International'ın çalışması, konut fiyatlarının merkezi bölgeler ile merkez dışında büyük farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Konut Fiyatları Endeksi, Haziran 2007 = 100



Kaynak: REIDIN Emlak Endeksi

İstanbul - Bölgelere göre Konut Projeleri Ortalama m² Fiyatları

Bölge	Fiyat aralığı (USD/m²)	Bölge	Fiyat aralığı (USD/m²)
Merkezi bölgeler		Şehir dışındaki bölgeler	
Beşiktaş - Şişli - Taksim	4.500 - 7.250	Beylikdüzü	1.200 - 1.700
Levent - Maslak	5.000 - 8.000	Halkalı	1.500 - 2.000
Etiler	6.500 - 8.000	Beykoz	2.750 - 5.000
Ataşehir - Şerifali	1.700 - 3.000	Bahçeşehir - Esenyurt	1.500 - 2.000
Acıbadem	2.500 - 5.000	Büyükdere - Silivri	1.500 - 1.900
Bostancı - Erenköy - Kozyatağı	2.500 - 4.250	Çekmeköy - Ümraniye	1.600 - 2.500
Ataköy	3.000 - 5.000	Göktürk - Kemerburgaz	1.800 - 3.400
		Kilyos - Rumelifeneri	1.300 - 2.200
		Pendik - Tuzla	1.300 - 2.000
		Maltepe - Kartal	1.500 - 2.400
		Gelişmekte olan bölgeler	
		Kağıthane - Bomonti - Haliç	3.000 - 5.500

Kaynak: Colliers International

Önemli Konut Sektörü Oyuncuları

- 1999 yılında yaşanan büyük deprem ve 2001 ekonomik krizi ile ertelenen konut talebi 2004 yılından sonra hızla artmaya başlamıştır. Artan talep ile beraber konut sektörü de değişmiş, değişen konut ihtiyaçlarının etkisi ile büyümüş ve daha rekabetçi bir görünüm kazanmıştır.
- 2000'li yıllara dek marka olmayı başarmış Soyak, Ağaoğlu, Dumankaya gibi firmalar bu dönemde markalarını daha iyi noktalara taşımayı başarırken Teknik Yapı ve Taş Yapı gibi firmalar da güçlü markalar oluşturmuştur.
- Geçmişte sadece taahhüt işlerine imza atan Varyap, Ant Yapı, Sur Yapı, Dünder İnşaat gibi firmalar da gerçekleştirdikleri konut projeleri ile konut sektörü içerisinde kendilerine yer edinmişlerdir.
- Markalaşma döneminde en büyük hamleyi ise TOKİ yapmıştır. TOKİ, alt gelir grubuna yönelik projelerinin yanı sıra, üst gelir grubuna sunduğu lüks konut projeleri ile bu grubun da tercihi olmayı başarmıştır.
- 2000'li yıllar GYO'ların sayısında da hızlı bir artışa tanıklık etmiştir. 1999'da Türkiye'deki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) mevcut ve kurulmakta olan temsilcileri tarafından 10 kurucu üye ile kurulan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği ("GYODER")'nin 250'nin üzerinde üyesi bulunmaktadır.
- Konut sektöründeki önemli firmalara ilişkin bilgiler Ek 8'da bulunabilir.

Konut Sektöründeki Önemli Firmalar



Halka Açık GYO'lar - 30.06.2010

- 1 Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 2 Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 3 Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 4 Doğuş GE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 5 EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 6 İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 7 Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 8 Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 9 Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 10 Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 11 Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 12 TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 13 Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 14 Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 15 Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Kuruluş İzni Alınmış GYO'lar- 30.06.2010

- 1 Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 2 Albayrak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 3 Bayraktar Gayrimenkul Yatırım A.Ş.
- 4 Büyükhanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 5 Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 6 Finans Gayrimenkul Yatırım A.Ş.
- 7 Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 8 Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 9 Maya Gayrimenkul Yatırım A.Ş.
- 10 Mesa Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 11 Özak Gayrimenkul Yatırım A.Ş.
- 12 Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
- 13 Tuna Gayrimenkul Yatırım A.Ş.
- 14 Servet Gayrimenkul Yatırım A.Ş.

Kaynak: GYODER

Halka Açık Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Halka Açık GYO'lar - 30.06.2010

GYO	30.06.2010	30.06.2010	Devam				Finansal	Arazi (%)	Gayrimenkul (%)	Devam eden proje (%)	İştirakler (%)	Finansal Yatırım (%)	Diğer*	Nek Aktif Değeri	PD/NAD
	Piyasa Değeri	Portföy Değeri	Arazi	Gayrimenkul	eden proje	İştirakler	Yatırım								
Sinpaş GYO	760	1.581	585	28	756	87	125	%37	%2	%48	%6	%8	(444)	1.137	0,67
İş GYO	680	1.296	83	1.082	-	0	131	%6	%83	%0	%0	%10	(41)	1.255	0,54
Akmerkez GYO	678	812	-	809	-	-	4	%0	%100	%0	%0	%0	(16)	796	0,85
Alarko GYO	167	258	44	72	22	-	121	%17	%28	%8	%0	%47	(0)	258	0,65
TSKB GYO	134	318	12	267	-	-	40	%4	%84	%0	%0	%12	(99)	220	0,61
Doğuş GE GYO	104	163	-	153	-	-	10	%0	%94	%0	%0	%6	8	171	0,61
Atakule GYO	98	190	-	114	-	-	76	%0	%60	%0	%0	%40	2	193	0,51
Vakıf GYO	67	103	15	45	-	-	43	%15	%43	%0	%0	%42	1	104	0,65
Yapı Kredi Koray GYO	66	101	9	17	22	53	0	%9	%17	%22	%52	%0	(8)	92	0,71
Pera GYO	60	137	32	-	101	4	-	%23	%0	%74	%3	%0	(37)	100	0,60
Y&Y GYO	52	16	1	-	14	-	1	%5	%0	%91	%0	%4	5	21	2,49
Sağlam GYO	44	120	21	89	-	3	8	%17	%74	%0	%2	%7	(49)	71	0,62
Nuroİ GYO	34	59	-	38	-	-	21	%0	%64	%0	%0	%36	(0)	59	0,57
EGS GYO	19	39	1	-	38	0	0	%2	%0	%98	%0	%0	(19)	21	0,90
Özderici GYO	12	27	-	11	8	-	8	%0	%41	%31	%0	%28	(0)	27	0,44
Toplam	2.974	5.222	801	2.725	962	147	587	%15	%52	%18	%3	%11	(698)	4.524	0,66

* İlgili GYO'ya ait hazır değerler, alacaklar, diğer aktifler ve borçlarla ilgili tutarları içermektedir.

Kaynak: İMKB, Bloomberg

- SPK tarafından düzenlenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları; gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel portföy yönetim şirketleridir.
- GYO'ların başlıca amaçları; getiri potansiyeli yüksek gayrimenkul projelerine yatırım yapmak ve portföylerinde bulunan gayrimenkullerden kira geliri ve alım satım kazancı elde etmektir. 30.06.2010 tarihi itibarıyla İMKB'de işlem görmekte olan 15 adet GYO bulunmaktadır.

Halka Açık GYO'ların Devam Eden Konut Projeleri



- Sinpaş Şirketler Grubu'nun bir üyesi olan Sinpaş GYO sağladığı kaynaklar ile devam etmekte olan en çok konut projesine sahip GYO'dur.
- 1974 yılında Sinpaş Yapı ile temelleri atılan Sinpaş Grubu, günümüzde bünyesinde inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin farklı alanlarında faaliyet gösteren 10 şirketi bulunduran bir grup haline gelmiştir.
- SİNPAŞ GYO'nun devam etmekte olan ve 6.494 konutu kapsayan 4 adet projesi vardır. 30.06.2010 itibarıyla devam etmekte olan projeler kapsamındaki konutların yaklaşık %77'sini satmayı başarmıştır.
 - **Bosphorus City:** İstanbul Halkalı'da devam etmekte olan proje toplam 337.000 ² satılabilir alana sahiptir ve 2.800 konuttan oluşmaktadır.
 - **Aquacity 2010:** İstanbul Sarıgazi'de 56.000 m²'lik bir arazi üzerinde geliştirilen proje 1.120 konuttan oluşacaktır.
 - **Bursa Modern:** Sinpaş'ın İstanbul dışındaki ilk projesi olma özelliğini taşıyan Bursa Modern'in inşaat faaliyetleri 2007 yılının Eylül ayında başlamıştır. Proje kapsamında 2.200 konut inşa edilecektir.
 - **Lagun:** İstanbul Samandıra'da 178.000 m² alan üzerine inşa edilen proje kapsamında 266 adet konutun teslim edilmesi planlanmaktadır. 2007 yılı Mart ayında inşaat faaliyetlerine başlanmıştır.



- Yapı Kredi Koray GYO faaliyetlerine 1996 yılında Yapı Kredi Bankası ile Koray Grubu'nun ortak bir girişimi olarak başlamıştır.
- Bugüne kadar farklı konut projeleri geliştirmiş olan Yapı Kredi Koray GYO, Doğu GE GYO ile birlikte geliştirdiği İstanbul Şişli'deki Elit Residence projesi ile sektördeki ilk ortaklığa da imza atmıştır.
- Devam etmekte olan konut projesi olarak Yapı Kredi Koray'ın kaynak sağladığı Çankaya Konut Projesi bulunmaktadır. Proje kapsamında 62 lüks konut ve bir adet alışveriş merkezi inşa edilecektir.



- Alarko GYO, 1996 yılının Temmuz ayında 1978 yılında kurulmuş bir Alarko grubu şirketinin GYO'ya dönüştürülmesi ile kurulmuştur.
- Alarko GYO'nun kaynak sağladığı devam etmekte olan tek konut projesi Büyükçekmece Eskice Köyü'nde yapılmakta olan 21 adet villa ile ilgili projedir.



Özderici Gyo

- 1992'de "Öz Finans Factoring Hizmetleri A.Ş." adıyla bir faktoring kuruluşu olarak faaliyetlerine başlayan şirket, 2008 yılında Özderici Holding tarafından GYO'ya dönüştürülmüştür.
- Bunun dışında, Özderici GYO'nun kaynak sağladığı ve devam etmekte olan tek konut proje ise Nuvo Dragos'tur. Nuvo Dragos, İstanbul Maltepe'de 52.000 m²'lik arsa üzerinde geliştirilmekte olan bir konut projesidir.

Halka Açık Olmayan GYO'ların Devam Eden Konut Projeleri



- Bir TOKİ iştiraki olan Emlak Konut A.Ş.'nin 2002 yılında bir GYO'ya dönüştürülmesiyle kurulmuştur. Emlak Konut GYO, bugüne kadar Türkiye'nin birçok yerinde konut ve ticari ünitelerden oluşan projeler üretmiş, bununla birlikte birçok büyük projede mühendislik, müşavirlik ve kontrolörlük hizmetleri vermiştir.
- Yaklaşık 4,5 milyar TL portföy büyüklüğüne ulaşmış olan Emlak Konut GYO Türkiye'nin en büyük GYO'sudur.
- Bugüne kadar yaklaşık 35.000 konutta oluşan projeleri hayata geçirmiş olan Emlak Konut, TOKİ'nin önümüzdeki dönem için 500.000 konut üretme hedefi ile paralel olarak ürettiği konut sayısını 60.000'e taşımayı planlamaktadır.
- Emlak Konut GYO'nun devam etmekte olan 15 konut projesinde başta TOKİ ve Varyap, Taşyapı, Albayrak Yapı Grubu gibi inşaat sektörü şirketleri ile ortaklıkları bulunmaktadır. Emlak Konut GYO portföyündeki arsaları imara açarak inşaatı yapan firmalarla arsa karşılığı anlaşmaktadır. Bu projelerden bazıları; My Towerland, Varyap Meridian, Spradon Quartz, İzmit'te Körfezkent 2 ve Silivri'de Selimpaşa Emlak Konutları'dır.



- 2007 yılında kurulan Kiler GYO, Kiler Holding bünyesinde faaliyet göstermektedir. Ticari ve konut yatırımlarının yanı sıra lojistik, depo, antrepo ve AVM projeleri bulunmaktadır.
- Kiler GYO'nun devam etmekte olan en önemli projesi İstanbul Sapphire projesidir. Proje kapsamında Levent'te toplam inşaat alanı 165.139 m² olan AVM ve rezidans inşaatı devam etmektedir.

- Ayrıca devam etmekte olan Çınar Evleri projesi kapsamında, Beylikdüzü'nde 30.000 m² arsa üzerinde 650 lüks daire inşa edilmesi planlanmaktadır.

BÜYÜKHANLI

- 1986 yılında kurulmuş olan Büyükhanlı GYO, o günden bu yana birçok konut projesine kaynak sağlamıştır.
- Büyükhanlı GYO'nun devam etmekte olan projeleri Merter'deki toplam 300.000 m²'lik Beykoz inşaat projesi, Beşiktaş'taki toplam 300.000 m²'lik Pars inşaat projesi, toplam 230 villalık Basvak projesi ve İstanbul Akatlar'daki 36 dairelik projelerdir.



- Sermayesinin %94'ü Martı Otel İşletmeleri A.Ş.'ye ait olan Martı GYO, 2006 tarihinde turizm ve konut sektöründe gayrimenkul projelerine yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur.
- 2006 yılında halka arz için SPK'ya müracatta bulunan Martı GYO'nun, 2010 yılı içerisinde halka açılması planlanmaktadır.
- Martı GYO'nun devam etmekte olan tek konut projesi Narin Park Konut Projesi'dir. Proje kapsamında Çerkezköy'de, Narin Tekstil'e ait olan 436.000 m²'lik arazi üzerinde 7.000 konut, bir adet AVM ve çeşitli sosyal yaşam ünitelerini kapsayan bir merkez yaratılması planlanmaktadır.

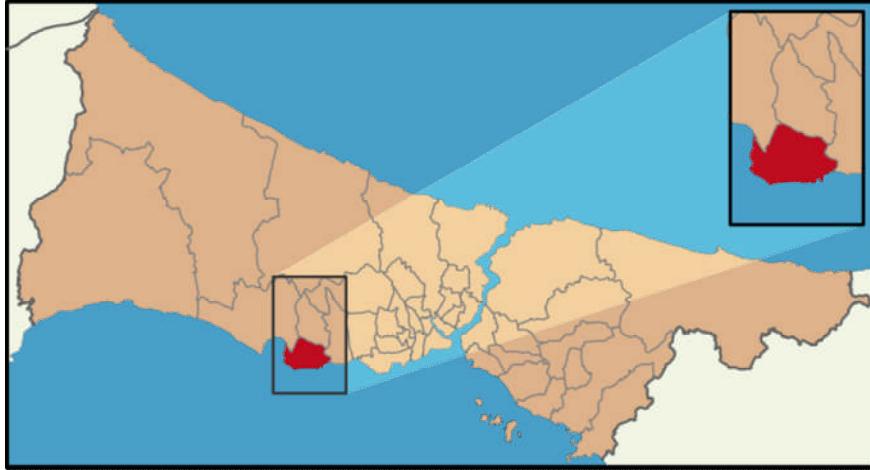


- 2008 yılında kurulan MESA GYO 2010 yılında halka açılmayı planlamaktadır. Grubun inşaatı devam etmekte olan en yeni konut projesi Çamlıpark Evleri Projesi'dir.

Bölüm 3.2

Innovia Projesi Bölgesi

Beylikdüzü



- Beylikdüzü, Türkiye'nin en büyük metropolü olan İstanbul'un batısında yer alan Büyükçekmece Belediyesi'nin 9 beldesinden biri iken 2008 yılı Mart ayında ilçe yapılmıştır.
- Beylikdüzü, 3.738 hektar alanı kapsamakta olup Marmara Denizi'ne 13 km kıyısı bulunmaktadır. Güneyde Marmara Denizi ve kuzeyde E-5 karayolu ile sınırlanmaktadır.
- Beylikdüzü; Büyükşehir, Cumhuriyet, Barış, Kavaklı, Sahil, Adnan Kahveci, Gürpınar, Dereağzı, Yakuplu ve Marmara Mahallesi olmak üzere 10 mahalleyi kapsamaktadır.
- Beylikdüzü Belediyesi'nden alınan bilgilere göre, Beylikdüzü'nde alt ve üst yapı %70 oranında tamamlanmıştır. Son yıllarda artış gösteren konut projelerine paralel olarak gelişen altyapı projeleri sonunda bölge geniş yollara sahip olmuştur. Temel altyapı hizmetlerinden olan su, elektrik, doğalgaz ve internet gibi hizmetlere ulaşım da problem bulunmamaktadır.

Beylikdüzü Mahalleleri

Mahalle	Nüfus	Özellikler
Büyükşehir Mah.	19.000	2 ilköğretim okulu, 3 lise ve 2 sağlık ocağı bulunmaktadır. Nüfusun %80'ini emekliler oluşturmaktadır.
Cumhuriyet Mah.	18.000	3 ilköğretim okulu, 1 lise bulunmaktadır. Yapımı devam eden kültür merkezinin yakınına hizmete girmesi beklenmektedir. Sivil toplum kuruluşları bölgede aktif olarak faaliyette bulunmaktadır.
Barış Mah.	70.000	Mahallede 3 ilköğretim okulu ve 1 fen lisesi bulunmaktadır. Barış Mah., göçten dolayı hızlı büyüyen mahallelerden biridir.
Kavaklı Mah.	20.000	2 ilköğretim okulu ve 1 sağlık ocağı vardır. Beylikdüzü'nün ilk yerleşim yeri olma özelliği taşımaktadır.
Sahil Mah.	4.500	Yaz aylarında nüfusu 10.000'i bulmaktadır.
Adnan Kahveci Mah.	38.000	4 okul, 2 cami ve 1 sağlık ocağı bulunmaktadır.
Gürpınar Mah.	20.000	1 tane ilköğretim okulu ve 1 sağlık ocağı bulunmaktadır. Mahallede farklı sosyoekonomik sınıfların olduğu karışık bir yapı bulunmaktadır. Beylikdüzü'nün en geniş sahili olan bölgesidir.
Dereağzı Mah.	6.500	Mahallede 2 ilköğretim okulu ve 5 cami bulunmaktadır. Yerleşik nüfusun gelir seviyesi düşüktür. Bölgede toplu konuta uygun, boş alanlar bulunmaktadır.
Yakuplu Mah.	30.000	4 ilköğretim okulu, 1 lise ve 2 sağlık ocağı bulunmaktadır. Mahallede yaşayanların %80'i alt gelir grubundadır.
Marmara Mah.	23.000	2 ilköğretim okulu, 1 özel lise ve 2 cami bulunmaktadır. Orta gelir grubundan insanların yoğun olarak yaşadığı bir mahalledir.

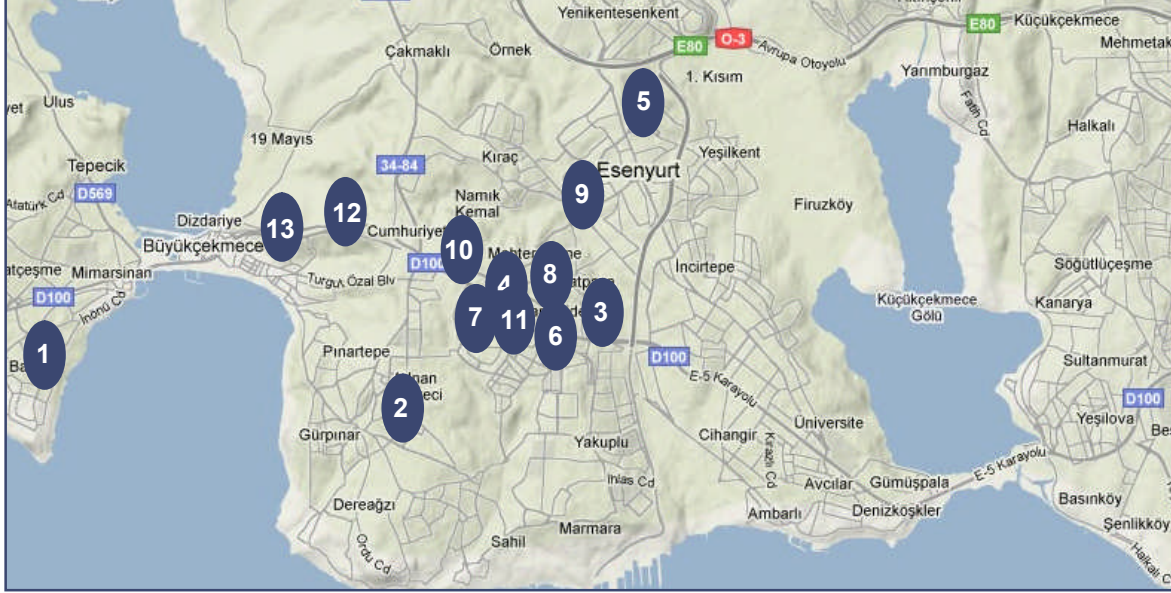
Kaynak: Beylikdüzü Belediyesi

- Nüfusu 2007 yılı resmi sonuçlarına göre 187.000 olan Beylikdüzü ilçesinin 2009 yılı sonu itibarıyla nüfusunun 250.000 civarında olduğu tahmin edilmektedir.

Beylikdüzü

- 1990'lı yılların başından beri, önce kooperatif sonra özel sektör yapılaşma çalışmalarına sahne olan Beylikdüzü'nde özellikle içerisinde yeşil alanı bulunan ve sosyal donatı alanları olan site projeleri tercih edilmektedir. Bu tarz konut projelerinin şehir içindeki projelere göre daha avantajlı fiyatlardan müşterilere sunuluyor olması, Beylikdüzü'nün İstanbul'un diğer bölgelerine göre daha çok tercih edilmesinin sebeplerinden biridir.
- Beylikdüzü çevre semtlere göre daha yüksek ama düz bir alan üzerine kurulmuştur. Geniş düzlüklere sahip bölge, coğrafi olarak büyük toplu konut projelerinin gerekliliklerini sağlayabilmektedir.
- Organize Sanayi Bölgesi, Atatürk Havalimanı ve Ambarlı Limanı gibi yerlere yakınlığı nedeniyle Beylikdüzü önemli bir merkez haline gelmiştir.
- Beylikdüzü ilçesi, Çerkezköy ve Hadımköy'deki sanayi bölgelerine yakın olması nedeniyle bu bölgelerde çalışan insanlar ve ailelerinin tercih ettiği bir bölge haline gelmiştir.
- Bölgede Bahçeşehir, Beykent ve Fatih Üniversitesi olmak üzere 3 üniversite mevcuttur. Bölgedeki cazip fiyatlar ile Beylikdüzü üniversite öğrencileri için de cazip bir yerleşim bölgesi haline gelmiştir.
- Migros, Carrefour, Bauhaus, TÜYAP fuar alanı, Beylicium, Stars gibi 20'nin üzerinde AVM bulunan Beylikdüzü'nde inşa edilmekte olan birçok AVM projesi de mevcuttur. Bu projeler sayesinde beldenin İstanbul şehir merkezine olan bağımlılığı azalmaktadır.
- .
- Beylikdüzü'nde inşa halinde olan başlıca AVM projeleri aşağıdaki gibidir:
 - Autopia: 2011 yılında açılması beklenen AVM'de, sıfır araç showroomları, ikinci el otomobil galerileri, yedek parça ve aksesuar mağazaları ve test sürüşü alanı yer alacaktır. 125.000 m² kiralanabilir alana sahip olacak AVM'ye yılda 6 mn ziyaretçi beklenmektedir.
 - Marmara Park AVM: Tatilya'nın yerine yapılmakta olan Marmara Park AVM'nin 2010 yılında tamamlanması beklenmektedir. 4 katta yaklaşık 100.000 m² kiralanabilir alanı bulunacak olan AVM'de 250 mağaza yer alacaktır.
 - Perla Vista AVM: Gül İnşaat'ın Beykent'te inşa ettiği Perla Vista 15 katlı iki rezidans binası ve 32.000 m² alana sahip bir AVM'den oluşmaktadır. AVM içerisinde 8 adet sinema salonu ve 120 mağaza yer alacaktır.
- Beylikdüzü'nün son dönemdeki düzenli gelişmesi “şehir içinde şehir” konseptinin doğmasına neden olmuştur. Bu nedenle bölgede yaşayanlar iş dışında şehrin diğer bölgelerine seyahat etme gereği duymamaktadır.
- Beylikdüzü ilçesinin en büyük sıkıntısı ulaşım olanaklarının kısıtlı olmasıdır. Ancak, Yakuplu'da İDO iskelesi'nin faaliyete geçmesi ve hali hazırda Avcılar'a kadar gelen 2011 Kasım ayında metrobüs hattının Beylikdüzü'ne kadar uzatılması ile bu sorunun orta vadede çözülmesi beklenmektedir.

Beylikdüzü Toplu Konut Projeleri



- Beylikdüzü özellikle 1999 yılındaki depremden sonra şehir içi ve dışındaki deprem bölgelerinden (İzmit ve Yalova) çok göç almıştır.
- Beylikdüzü Eski Belediye Başkanı Vehbi Orakçı'nın verdiği bilgilere göre, Beylikdüzü zemin olarak Bağcılar ve Güngören ilçelerinin zemini ile benzer özellikler göstermektedir. Sağlam bir zemine sahip olan Beylikdüzü, binalarının depreme dayanıklılık konusunda da İstanbul'un diğer ilçelerine göre çok öndedir.
- Bölgede bulunan toplu konutların %95'i 1990'lı yıllarda yapılmış yapılardır. Hazır beton, tünel kalıp, radyel temel, yapı denetimi gibi faktör ve teknolojilerin ışığında yapılmış konutlar, deprem riskinden korunmak isteyen yerleşimcilere bu konuda fırsatları sunmaktadır.

Beylikdüzü'nde Devam Etmekte Olan Önemli Lüks Konut Projeleri

Proje Adı	Yüklenici Firma	Proje tipi	Konut Sayısı	Fiyat aralığı	
				Min. (TL)	Maks. (TL)
1 Colorist	Gül - Şahin İnşaat Ortaklığı	Toplu konut	152	1.880	2.060
2 Kale Özgür Evler	Kale Yapı	Toplu konut	136	1.390	1.815
3 Solarkent	Aydınlı Grup	Toplu konut	866	2.000	2.750
4 Esenbahçe Konutları	Önay Grup	Toplu konut	451	1.450	1.515
5 Avena Park	Kumuşoğlu İnşaat	Toplu konut	340	1.125	1.925
6 Ekinoks Beylikdüzü	Ekinciler İnşaat	Toplu konut	213	1.775	1.960
7 Ginza Lavinya Park	Keleşoğlu İnş. - Kullar İnş.	Toplu konut - Ofis	230	1.980	2.200
8 Aysığ Halting Palace	Demir İnşaat	Toplu konut	346	1.625	1.800
9 Mİlpark	Mİlpa	Toplu konut	993	1.600	1.800
10 Fi-Tower	Fi-Yapı	Toplu konut - Rezidans	1.755	1.159	1.590
11 Skyport Residence	Gül İnşaat	Rezidans	162	2.800	5.200
12 Kübist Park Residence	Gül İnşaat	Rezidans	294	2.185	3.425
13 Eston Villa	Eston Yapı	Villa	-	1.425	1.670
Toplam			5.938		
Ortalama (Toplu konut)				1.647	1.981
Ortalama (Rezidans)				2.048	3.405

Kaynak: Proje internet siteleri, www.emlakkulisi.com

İstanbul'da Devam Etmekte Olan Önemli Lüks Konut Projeleri

Proje Adı	Yüklenici Firma	Proje tipi	Konut Sayısı	Fiyat aralığı	
				Min. (TL)	Maks. (TL)
Aquacity 2010	Sinpaş GYO	Toplu konut	1.118	3.125	3.200
Adapark	Sur Yapı	Toplu konut	1.012	2.000	2.400
Upcity Flats	Teknik Yapı	Toplu konut	340	1.850	2.335
Akkoza Evleri 3. Etap	Garanti Koza	Toplu konut	1.200	3.700	4.000
Tulip Turkvaz	Tulip Gayrimenkul	Toplu konut	1.150	2.190	2.190
Bizim Evler 3	İhlas İnşaat	Toplu konut	676	1.415	1.600
Varyap Meridian	Varyap	Toplu konut - Rezidans	1.500	4.900	5.200
Uprise Elit	Teknik Yapı	Toplu konut - Rezidans	704	2.540	2.950
Lagün	Sinpaş GYO	Villa	515	3.000	4.015
Toplam			8.215		
Ortalama (Toplu konut)				2.380	2.621
Ortalama (Rezidans)				3.720	4.075

Kaynak: Proje internet siteleri, www.emlakkulisi.com

Yakın Bölgelerde Devam Etmekte Olan Önemli Lüks Konut Projeleri

Küçükçekmece'de Devam Etmekte Olan Önemli Lüks Konut Projeleri

Proje Adı	Yüklenici Firma	Proje tipi	Konut Sayısı	Fiyat aralığı	
				Min. (TL)	Maks. (TL)
Güneşpark Evi	Albayrak İnşaat	Toplu Konut	868	2.074	2.128
İkitelli Masko Evi	Kiptaş	Toplu Konut	360	1.442	1.563
Misistanbul	İBB	Toplu Konut	936	1.942	2.922
İhlamur Evi	Özyazıcı İnşaat	Toplu Konut	360	1.738	1.963
Başakşehir 5.Etap-2.kısım	Kiptaş	Toplu Konut	276	1.362	1.512
Laleşehir	Buket İnşaat	Toplu Konut	490	1.395	2.222
Sevinç Evi	Ersev	Toplu Konut	106	1.494	1.754
İstanbul Sarayları	Sinpaş GYO	Toplu Konut	1.201	3.000	4.510
Metrokent	Kiptaş	Toplu Konut	1.480	1.598	1.897
Lagün Konakları	Gül-Ozan İnşaat Ortaklığı	Toplu Konut	96	1.833	2.667
Divan Residence	Kuzu Grup	Rezidans	743	1.562	2.018
Toplam			6.916		
Ortalama (Toplu konut)				1.788	2.314

Kaynak: Proje internet siteleri, www.emlakkulisi.com

Bahçeşehir'de Devam Etmekte Olan Önemli Lüks Konut Projeleri

Proje Adı	Yüklenici Firma	Proje tipi	Konut Sayısı	Fiyat aralığı	
				Min. (TL)	Maks. (TL)
Tulip Turkuaz*	Tulip Gayrimenkul	Toplu Konut	1.188	2.118	2.698
F1-Side	Fi-Yapı	Toplu Konut	3.160	1.156	1.816
City Court	Baklavya İnşaat	Toplu Konut	85	2.323	3.207
Spradon Quartz	Kuzu Grup	Toplu Konut	1.045	1.955	2.070
Parkcity	Ankan Yapı	Toplu Konut	383	1.010	1.582
Bizim Evi 3	İhlas İnşaat	Toplu Konut	676	1.424	1.694
Akkoza Evi	Akiş	Toplu Konut	5.500	1.768	4.193
Dumankaya Modern	Dumankaya İnşaat	Toplu Konut	716	1.576	1.785
Banu Evi	Hasanoğlu İnşaat	Toplu Konut	415	2.027	2.717
My Town İspartakule	Ağaoğlu İnşaat	Toplu Konut	583	1.827	1.973
Manolya Evi	Fiba Gayrimenkul	Toplu Konut	408	2.004	2.404
Kelebekler Vadisi	Mimart Yapı	Toplu Konut+Villa	166	1.431	2.695
Akbatı Rezidans	Akiş	Rezidans	348	3.152	3.403
Toplam			14.673		
Ortalama (Toplu konut)				1.718	2.403
Ortalama (Rezidans)				3.152	3.403

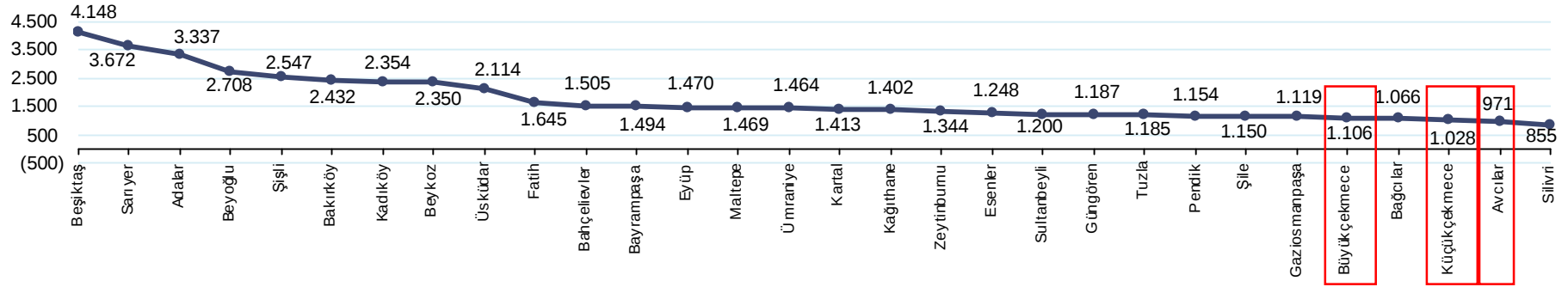
Kaynak: Proje internet siteleri, www.emlakkulisi.com

- Yandaki tablolarda, Beylikdüzü'ne komşu Bahçeşehir ve Küçükçekmece ilçelerinde devam etmekte olan önemli lüks konut projelerinden bazıları görülebilmektedir.
- Toplam konut adedi bakımından halihazırda bölgede devam eden hiçbir konut projesi Innovia Projesi kadar büyük değildir.
- M² satış fiyatı olarak bakıldığında da, Beylikdüzü'nde devam ettirilmekte olan toplu konut projelerinin çevre bölgelerde devam ettirilmekte olan konut projelerine göre daha uygun fiyatlardan satıldıkları anlaşılmaktadır.
- Beylikdüzü'ndeki konutların depreme dayanıklı ve nitelikli lüks konutlar şehir dışından olduğu kadar şehir içinden de talep görmektedir.
- Florya, Yeşilköy, Bakırköy ve Bahçelievler gibi semtlerde oturan insanlar söz konusu semtlerdeki yüksek konut fiyatlarından ve kiralardan yüzünden bir miktar daha Batı'ya gitmek suretiyle yeni yapılan sitelerdeki dairelerde daha uygun koşullarda oturabilmektedirler.

*Tulip Gayrimenkul ve Emlak Konut A.Ş. tarafından ortaklaşa devam ettirilmekte olan Tulip Turkuaz projesi, inşaatına başladıktan 1 yıl sonra fesih edilmiştir. Tablodaki fiyatlar fesihten önce gerçekleşmiş liste fiyatlarıdır.

m² Konut Satış Fiyatları

m² Satış Fiyatları (TL)



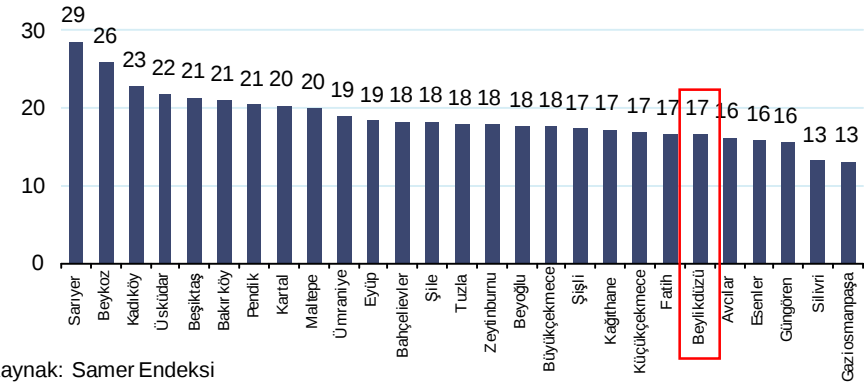
Kaynak: Samer Endeksi

- Yukarıdaki grafikte Samer Endeksi'nden elde edilen ve konut alım-satım işlemleri sonucu ortaya çıkan ortalama m² fiyatları görülebilmektedir.
- Samer Endeksi sunduğu m² satış fiyatı bilgilerini çeşitli internet sitelerinde bulunan emlak ilanlarından yararlanarak oluşturmaktadır. Söz konusu verilerin dayandığı emlak ilanları ağırlıklı olarak 2. el satışlarla ilgilidir.
- Samer Endeksi'nde Beylikdüzü ilçesi için özel bir fiyat belirtilmemesine rağmen, Büyükçekmece, Küçükçekmece ve Avcılar ilçelerindeki konut satışlarında gerçekleşen m² satış fiyatlarının diğer ilçelere göre çok daha düşük olduğu görülebilmektedir.
- Beylikdüzü ve çevresinde devam etmekte olan yüksek sayıda konut projelerinin etkileri Beylikdüzü ve çevre ilçelerdeki ikinci el konut piyasalarında da kendini göstermektedir.
- Uygulanan kampanyalar ile sıfır konut alımı cazip hale gelmiş ve bu da 2. el pazarını olumsuz etkilemiştir.

Beylikdüzü – Konut Yatırımları

- Art arda gelen konut projeleri, Beylikdüzü'nü bir “konut depo alanı” haline getiriyor olsa da yeni konut projelerine talebin krizin etkilerinin tamamen ortadan kalkmasından sonra yeniden canlanacağı öngörülmektedir.
- GYODER'den Nisan ayında inşaat ve gayrimenkul sektörlerindeki son duruma yönelik yapılan açıklamada ise, Türkiye’de konut sektöründe doyum noktasına gelinmesi için uzun bir zamana ihtiyaç olduğu belirtilmiştir.
- GYODER’e göre, arz-talep dengesinin oturtulamamasının nedeni tüketicinin konutta alım gücünün sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır.
- Bölgedeki yeni konut projeleri, özellikle 1+1 ve 2+1 konut talebini karşılamaya yoğunlaşmaktadır.
- Bakırköy ve Bahçelievler gibi çevre ilçelerde oturan kiracıların yüksek kiralar ödemek yerine kredi alıp daha uygun koşullarda Beylikdüzü’nden ev sahibi olmaya yönelmekte oldukları görülmektedir. Kapalı otopark, güvenlik ve havuzun neredeyse standart hale getirildiği yeni konut projeleri yüksek maliyetle şehir içinde yaşayan kiracıları Beylikdüzü bölgesine çekmektedir.
- Bölgede çalışan gayrimenkul alım satımına aracılık yapan emlakçıların yaptıkları açıklamalara göre, Beylikdüzü’nde 100.000 – 120.000 TL aralığından alınacak bir dairenin 600-700 TL’den kiraya verilmesi mümkün olmaktadır. Bu da konut yatırımı için yaklaşık 14 yıllık bir geri dönüş süresine işaret etmektedir.
- Samer Endeksi’ne göre İstanbul’daki değişik bölgeler için belirlenen kira gelirlerinin bu bölgelerdeki ortalama konut maliyetlerini karşılama sürelerine bakıldığında, Beylikdüzü ve çevre bölgeler, düşük karşılama süreleri ile ön plana çıkmaktadır.

Kiraya Göre Konut Maliyetinin Karşılama Süreleri



Kaynak: Samer Endeksi

- Beylikdüzü Belediyesi, aşırı betonlaşma sorununun önüne ise, Yeşil Vadi Projesi ile geçmeyi planlamaktadır.
- Beylikdüzü Belediyesi tarafından Marmara Denizi'nin temizlenmesi ve Kavaklı Deresi'nin ıslahı ile geliştirilen Yeşil Vadi Projesi'nin sadece Beylikdüzü'ne değil bütün İstanbul'a hizmet vermesi beklenmektedir.
- En dar yeri 224 mt., en geniş yeri ise 7.800 mt.'den oluşacak projenin kapsamı tapulama harici ve kamuya terk edilmiş yeşil alanların ıslah edilmesini kapsamaktadır ve 1,2 mn m² alan üzerinde gerçekleştirilecektir. Proje kapsamında Yeşil Vadi içerisinde sosyal tesisler ve dinlenme tesisleri, oyun ve gezi alanları, kültür ve eğitim merkezleri ve konser alanları inşa edilecektir.
- Proje sonunda ileri derecede kirli olan Kavaklı Deresi ve Beylikdüzü sahilinin ıslah edilmesinden sonra 15 km. uzunluğundaki sahil kullanıma açılacaktır.

Bölüm 4

Değerleme Analizi – Y&Y GYO

Bölüm 4.1

Net Aktif Yaklaşımı

Net Aktif Değer – Y&Y GYO (1/3)

('000 TL)	Kayıtlı Değer 30/06/2010	Net Aktif Değer		Düzeltilmiş 30/06/2010
		Düzeltilmeleri	Not	
Dönen Varlıklar	11.980,8	2.145,3		14.126,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.439,5		(1)	2.439,5
Finansal Yatırımlar	691,2		(2)	691,2
Ticari Alacaklar	82,3		(3)	82,3
Diğer Alacaklar	2,6		(3)	2,6
Stoklar	7.643,4	2.145,3	(4)	9.788,7
Diğer Dönen Varlıklar	1.121,7		(5)	1.121,7
Duran Varlıklar	9.216,5			9.216,5
Diğer Alacaklar	0,3			0,3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7.290,0		(6)	7.290,0
Maddi Duran Varlıklar	63,2			63,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,7			1,7
Diğer Duran Varlıklar	1.861,3		(7)	1.861,3
Toplam Varlıklar	21.197,3	2.145,3		23.342,5
Kısa Vadeli Yükümlülükler	136,1			136,1
Ticari Borçlar	71,1		(8)	71,1
Diğer Borçlar	-			-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	65,0		(9)	65,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	80,5			80,5
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	80,5			80,5
Toplam Yükümlülükler	216,6			216,6
Net Aktif Değeri	20.980,7	2.145,3		23.125,9

Kaynak: PwC Analizi

- Net aktif değerlemesi yaklaşımı, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belli bir tarihte nakite çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyete eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım ile ilgili detaylara EK 3'te yer verilmiştir.
- 30.06.2010 tarihli denetim raporuna göre Y&Y GYO'nun kayıtlı Net Aktif Değeri 20,980,694 TL'dir. Yandaki tabloda Y&Y GYO bilançosundaki önemlilik arz eden varlık ve yükümlülük kalemleri incelenmiş ve sadece stoklar üzerinde bir makul değer düzeltmesi uygun görülmüştür.
- (1) Nakit ve Nakit Benzerleri:** Nakit ve nakit benzerleri kasa ve bankalarda bulunan nakit değerlerden oluşmaktadır. 30.06.2010 tarihi itibarıyla Y&Y GYO'nun kasasında 449,8 bin TL nakit ve Türk Lirası karşılığı 1,8 mn TL olan USD döviz bulunmaktadır. TL cinsi vadesiz mevduat hesabında yaklaşık 171 bin TL bulunmaktadır. Söz konusu nakit ve nakit benzerleri kasada ve vadesiz hesaplarda bulundurulması sebebiyle, herhangi bir makul değer düzeltmesi yapmaya gerek görülmemiştir.
- (2) Finansal Yatırımlar:** 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla Y&Y GYO'nun piyasa birim değeri 27,1 TL olan 25.500 adet Garanti Bankası B Tipi Likit Fonu bulunmaktadır. Bağımsız denetim raporunda belirtilen kayıtlı değerlerin makul değerleri yansıttığı düşünülmektedir.
- (3) Ticari ve Diğer Alacaklar:** Yaklaşık 83.000 TL olan ticari alacaklar, 3 aydan kısa vadeli senetlerden oluşmaktadır. Y&Y GYO tarafından ilgili senetlere istinaden 703 TL reeskont karşılığı ayrılmıştır.

Güzelshehir Villaları satışı için alınan ve karşılıksız çıkan 150.000 TL tutarındaki çek için 2008 mali yılında başlayan hukuki takip işlemi cari dönemde de devam etmektedir. Y&Y GYO tarafından alacağa ilişkin karşılık ayrılmıştır. Bağımsız denetim raporunda belirtilen ticari alacaklar ve diğer alacaklar kalemlerinin kayıtlı değerlerinin makul değerleri yansıttığı düşünülmektedir.

Net Aktif Değer – Y&Y GYO (2/3)

('000 TL)	Kayıtlı Değer 30/06/2010	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	Not	Düzeltilmiş 30/06/2010
Dönen Varlıklar	11.980,8	2.145,3		14.126,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.439,5		(1)	2.439,5
Finansal Yatırımlar	691,2		(2)	691,2
Ticari Alacaklar	82,3		(3)	82,3
Diğer Alacaklar	2,6		(3)	2,6
Stoklar	7.643,4	2.145,3	(4)	9.788,7
Diğer Dönen Varlıklar	1.121,7		(5)	1.121,7
Duran Varlıklar	9.216,5			9.216,5
Diğer Alacaklar	0,3			0,3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7.290,0		(6)	7.290,0
Maddi Duran Varlıklar	63,2			63,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,7			1,7
Diğer Duran Varlıklar	1.861,3		(7)	1.861,3
Toplam Varlıklar	21.197,3	2.145,3		23.342,5
Kısa Vadeli Yükümlülükler	136,1			136,1
Ticari Borçlar	71,1		(8)	71,1
Diğer Borçlar	-			-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	65,0		(9)	65,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	80,5			80,5
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	80,5			80,5
Toplam Yükümlülükler	216,6			216,6
Net Aktif Değeri	20.980,7	2.145,3		23.125,9

Kaynak: PwC Analizi

- **(4) Stoklar:** Eva Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş.' tarafından 31 Aralık 2009 tarih 2009R102-2 rapor numarası ile düzenlenen değerleme raporuna göre şirketin portföyünde bulunan Güzelşehir Villa Projesi'nde yer alan 6 adet villanın tespit edilen değeri KDV hariç 2.156.664 TL, Innovia Konut Projesi'nde yer alan 26 adet dairenin tespit edilmiş değeri KDV hariç 5.395.000 TL'dir. Yine aynı şirket tarafından hazırlanan 28 Aralık 2009 tarih 2009R102-5 rapor numarası ile düzenlenen değerleme raporuna göre Y&Y GYO portföyünde bulunan Innovia Konut Projesi'nde yer alan 10 adet dairenin piyasa değeri KDV hariç 2.237.000 TL'dir.

Y&Y GYO portföyünde yer alan bu üç grup daire ve villalara ait alış bedelleri sırasıyla 1,960,819 TL, 3,572,202 TL ve 2,110,393 TL olup, değerleme raporunda bildirilen değerden daha düşüktür. Kayıtlı portföy değeri olarak bu iki bedelden düşük olanı (alış bedeli) kullanılmıştır.

Söz konusu gayrimenkullerin yukarıda belirtilen gayrimenkul değerleme raporlarında belirtilen toplam ekspertiz değeri 9,8 mn TL'dir. Bu değerın makul değeri yansıttığı düşünülerek stoklar üzerinde 2,2 mn TL makul değer düzeltmesi yapılmıştır.

- **(5) Diğer Dönen Varlıklar:** Bu kalem altında; 659.887 TL tutarında ilişkili taraflara verilen avanslar, 388.200 TL tutarında KDV, 50.000 TL tutarında verilen avans ve diğer küçük varlıklar takip edilmektedir. Bağımsız denetim raporunda belirtilen kayıtlı değerlerin makul değerleri yansıttığı düşünülmektedir.

Net Aktif Değer – Y&Y GYO (3/3)

('000 TL)	Kayıtlı Değer 30/06/2010	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	Not	Düzeltilmiş 30/06/2010
Dönen Varlıklar	11.980,8	2.145,3		14.126,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.439,5		(1)	2.439,5
Finansal Yatırımlar	691,2		(2)	691,2
Ticari Alacaklar	82,3		(3)	82,3
Diğer Alacaklar	2,6		(3)	2,6
Stoklar	7.643,4	2.145,3	(4)	9.788,7
Diğer Dönen Varlıklar	1.121,7		(5)	1.121,7
Duran Varlıklar	9.216,5			9.216,5
Diğer Alacaklar	0,3			0,3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7.290,0		(6)	7.290,0
Maddi Duran Varlıklar	63,2			63,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,7			1,7
Diğer Duran Varlıklar	1.861,3		(7)	1.861,3
Toplam Varlıklar	21.197,3	2.145,3		23.342,5
Kısa Vadeli Yükümlülükler	136,1			136,1
Ticari Borçlar	71,1		(8)	71,1
Diğer Borçlar	-			-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	65,0		(9)	65,0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	80,5			80,5
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	80,5			80,5
Toplam Yükümlülükler	216,6			216,6
Net Aktif Değeri	20.980,7	2.145,3		23.125,9

Kaynak: PwC Analizi

- **(6) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller:** Yatırım amaçlı gayrimenkuller; Güzelşehir, Büyükçekmece Alışveriş Merkezi Projesi'nde yer alan 12 adet iş yeri ve Tekirdağ, Barbaros Köyü'nde yer alan 12.000 m2 arsadan oluşmaktadır. Güzelşehir AVM'de yer alan iş yerleri ile ilgili, Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 07 Ocak 2010 tarih 2010/093 rapor numarası ile düzenlenen değerleme raporuna göre tespit edilmiş değer KDV hariç 6.570.000 TL'dir.

Tekirdağ ili Barbaros mevkiinde yer alan ve 12.000 m2 yüzölçümü olan arsanın Eva Gayrimenkul Değerlendirme Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 31 Aralık 2009 tarihli, 2009 R 102-1 no'lu değerleme raporunda; arsa değeri KDV hariç 720.000 TL olarak belirtilmiştir. Ekspertiz çalışmaları ile saptanan bu değerlerin makul değerleri yansıttığı varsayılmıştır.
- **(7) Diğer Duran Varlıklar:** Gelecek yıllarda indirilecek KDV'nin izlendiği bu hesabın 1,3 mn TL'lik kısmı; Y&Y GYO'nun Güzelşehir Alışveriş Merkezi'nin inşaatı esnasında katlandığı maliyete ilişkin tutardır. Kayıtlı değerlerin makul değere yakınsadığı varsayılmıştır.
- **(8) Ticari Borçlar:** Bu hesap altında 1 ila 3 ay vadeli ticari borçlar bulunmaktadır. Bağımsız denetim raporunda belirtilen kayıtlı değerlerin makul değeri yansıttığı düşünülmektedir.
- **(9) Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler:** 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla bu hesap altında 44.760 TL tutarında ödenecek vergi ve fonlar ve 20.227 TL tutarında personele borçlar kayıtlıdır. Bu kalemler üzerinde herhangi bir makul değer düzeltmesi yapılmamıştır.

Net Aktif Değer Yaklaşımı – Y&Y GYO - Sonuç

Y&Y GYO Portföyü

('000 TL)	Alış Tarihi	Alış Maliyeti	Ekspertiz Tarihi	Ekspertiz Değeri	Portföy Değeri	Makul Değer
Arsalar ve Araziler					720	720
Tekirdağ Arsası	30/12/2004	889	31/12/2009	720	720	720
Gayrimenkul Projeleri					14.213	16.359
Güzelşehir Projesi - Villalar	28/01/2005	1.961	31/12/2009	2.157	1.961	2.157
Güzelşehir Projesi - Alışveriş Merkezi	23/12/2005	7.528	07/01/2010	6.570	6.570	6.570
Innovia Projesi - Daireler	28/12/2007	3.572	31/12/2009	5.395	3.572	5.395
Innovia Projesi - Daireler	30/12/2009	2.110	28/12/2009	2.237	2.110	2.237
Gayrimenkul Toplamı (A)					14.933	17.079

('000 TL)	Alış Tarihi	Alış Maliyeti	Piyasa Değeri	Portföy Değeri	Makul Değer
Yatırım Fonları				691	691
Garanti Bankası B Tipi Likit Fon	17/06/2010	691	691	691	691
Para ve Sermaye Piyasası Araçları Toplamı (B)				691	691

Portföy Değeri (C = A+B)	15.625	17.770
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.439	2.439
Alacaklar	85	85
Diğer Aktifler	3.048	3.048
Borçlar (-)	(217)	(217)
Y&Y GYO Net Aktif Değeri	20.981	23.126

Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi, PwC Analizi

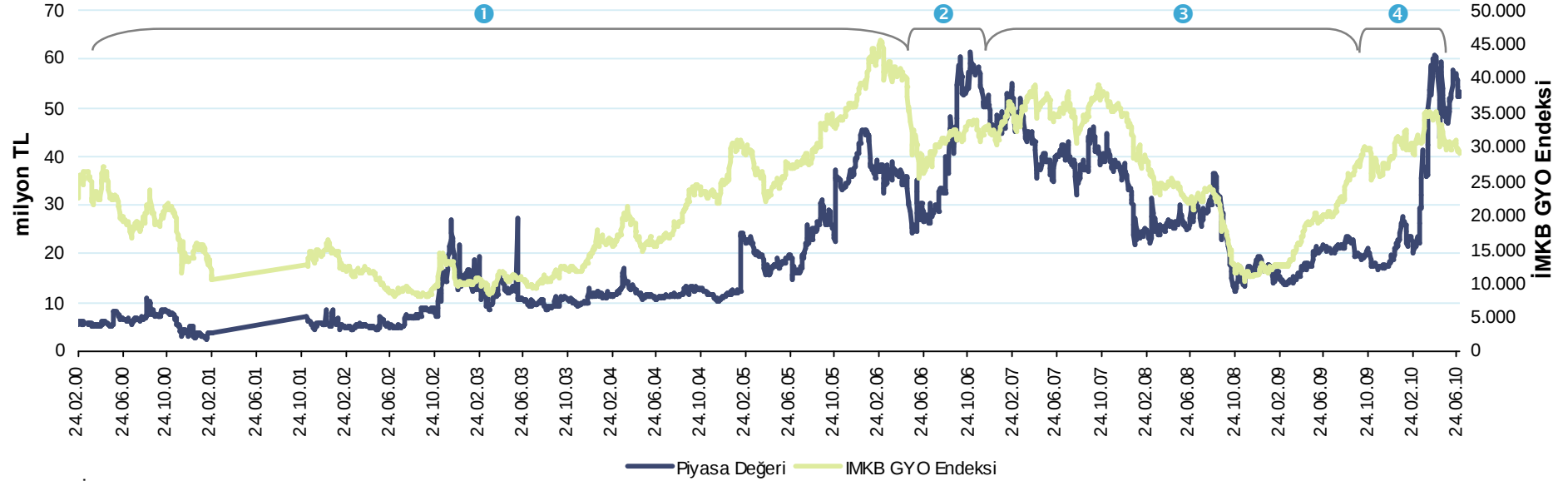
- Yandaki tablo, net aktif değer yaklaşımı ile tahmin edilen Y&Y GYO'nun %100 hisse değerini yansıtmaktadır.
- Net aktif değerlemesinde temel olarak 30 Haziran 2010 tarihli bağımsız denetim raporu ile Y&Y GYO portföyünde yer alan gayrimenkuller için yapılan ekspertiz çalışmaları kullanılmıştır.
- Y&Y GYO'nun 30 Haziran 2010 itibarıyla kayıtlı portföy değeri 14,9 mn TL'dir. Ekspertiz çalışmaları dikkate alınarak bu portföyün makul değerinin 17,1 mn TL olduğuna karar verilmiştir.
- Diğer varlık ve yükümlülükler de dikkate alındığında Y&Y GYO'nun Net Aktif Değeri 23,1 mn TL olarak tahmin edilmiştir.

Bölüm 4.2

Piyasa Değeri Yaklaşımı

Piyasa Değeri Yaklaşımı (1/2)

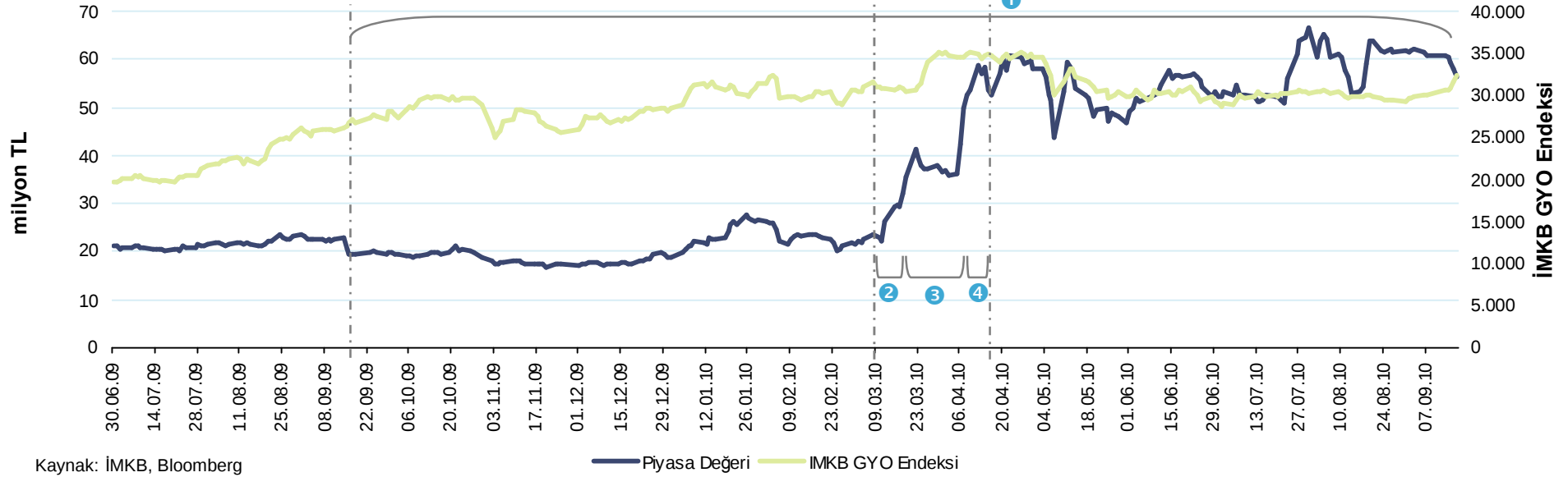
Y&Y GYO - İMKB Piyasa Değeri (24.02.2000 - 30.06.2010)



- Piyasa Değeri Yaklaşımı'nda Y&Y GYO'nun hisse değeri, İMKB'de işlem gören halka açık hisse senetlerinin değeri üzerinden hesaplanmaktadır.
- Bu yaklaşım, makro ekonomik gelişmeler ve şirketin faaliyeti ile ilgili gelişmeler ışığında piyasada belirlenen hisse senedi değerinin, şirketin makul değerini yansıttığı varsayımına dayanılmaktadır.
- Y&Y GYO'nun hisseleri 1999 yılından beri İMKB'de işlem görmektedir. 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla, Y&Y GYO'nun İMKB'ye kayıtlı % 63,32 oranında hissesi mevcuttur. Y&Y GYO'nun 30.06.2010 tarihi itibarıyla piyasa değeri 52,2 mn TL'dir.
- Yukarıdaki grafikte Y&Y GYO'nun İMKB piyasa değeri ve İMKB GYO endeksi, İhlas GYO'nun hisselerinin işlem görmeye başladığı yıldan 30 Haziran 2010 tarihine kadar verilmiştir.
- Yukarıdaki tabloda 1 ve 3 ile belirtilen dönemlerde Y&Y GYO piyasa değeri, İMKB'deki diğer işlem gören GYO'lar ile birlikte makro ekonomik ve sektörel gelişmeler ışığında paralel bir seyir izlemiştir.
- 04.10.2006 tarihinde Yeşil Gayrimenkul, Rudolph Riad Younes ile İhlas GYO arasında hisse devri gerçekleşmiştir. Bu tarihte Y&Y GYO piyasa değeri tarihi zirvelerinden birini gerçekleştirerek, 60,4 mn TL olmuştur. Piyasa değeri, 1.11.2006 tarihinde tarihi zirve değeri olan 61,4 mn TL'ye ulaşmıştır.
- Y&Y GYO Yönetimi'nin ve Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgiye göre, Engin Yeşil'in yönetim kurulu başkanı olması ve Yeşil İnşaat ile olası birleşmenin incelenmesi için çalışma yapılması kararını takiben, Y&Y GYO hisse senetlerinin değerinde ciddi bir artış yaşanmış, bunun sonucunda Y&Y GYO piyasa değeri 22 Nisan 2010 tarihinde, tarihi zirvelerinden biri olan 60,7 mn TL'ye erişmiştir.

Piyasa Değeri Yaklaşımı (2/2)

Y&Y GYO - İMKB Piyasa Değeri (30.06.2009 - 17.09.2010)



- 11 Mart 2010 öncesinde Y&Y GYO'nun piyasa değerinin 20 mn TL – 30 mn TL bandında hareket ettiği gözlemlenmektedir. Bu tarihten sonra İMKB GYO endeksinde belirgin bir artış veya azalış gözlemlenmezken, Y&Y GYO'nun piyasa değerinde ciddi bir değerlenme göze çarpmaktadır. 16 Mart 2010 tarihinde Y&Y GYO Yönetimi, hisse senetleri (bkz. 2) üzerinde gerçekleşen olağandışı fiyat ve miktar hareketlerine ilişkin henüz kamuya açıklanmamış özel bir durumun olmadığını duyurmuştur.
- 18.03.2010 tarihinde duyurulan Engin Yeşil'in Yönetim Kurulu Başkanlığı'na getirilmesi (bkz. 3) ve 07.04.2010 tarihinde duyurulan Yeşil İnşaat ile Y&Y GYO'nun birleşmesinden doğacak muhtemel yararlar konusunda ayrıntılı çalışmalar yapılması (bkz. 4) kararlarını takiben hisse değerinde artış yaşanmıştır.

- SPK'nın Seri I – 31 no'lu Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için, borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması kullanılmalıdır. Rapor tarihi itibarıyla Y&Y GYO henüz SPK'ya başvuru yapmamıştır. Bu nedenle ortalama piyasa değeri hesaplamasında, 18 Eylül 2009 ile 17 Eylül 2010 arasındaki hisse fiyatları kullanılmıştır.
- Bu tarih aralığında Y&Y GYO'nun düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması 37.7 mn TL olarak hesaplanmıştır.
- Piyasada oluşan fiyatlar, genel olarak makro ekonomik gelişmeler ile birlikte sektörlere ve şirketlere ilişkin beklentileri yansıtır. Y&Y GYO'nun piyasa değeri, yatırımcılar arasındaki alım ve satım işlemleri sırasında oluşan hisse fiyatını yansıtmaktadır.
- Bu nedenle Piyasa Değeri, Y&Y GYO'nun makul değerini yansıtan öncelikli değer olarak dikkate alınmıştır.

Bölüm 4.3

Özkaynak Değeri

Y&Y GYO Özkaynak Değeri

Y&Y GYO - Özkaynaklar

('000 TL)	Sınırlı İnceleme	
	30/06/2010	19/08/2010
Özkaynaklar	20.981	
Ödenmiş Sermaye	13.731	24.151
Hisse Senedi İhraç Primleri	3	3
Değer Artış Fonları	10.421	-
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(2.181)	(2.181)
Net Dönem Karı/Zararı	(992)	(992)
Toplam Özkaynaklar	20.981	20.981

Kaynak : Y&Y GYO Yönetimi

- 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla Y&Y GYO'nun 13,4 mn TL tutarındaki yasal sermayesi 1.373.070.206 adet hamiline yazılı paya bölünmüştür. 19 Ağustos 2010 tarihinde ödenmiş sermaye 24,2 mn TL'ye çıkartılmıştır.
- 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla Y&Y GYO'nun özkaynak değerlendirme yöntemi ile hesaplanmış piyasa değeri 21,0 mn TL'dir.
- Yandaki tabloda, Y&Y GYO Yönetimince tarafımıza sunulan, bağımsız denetim firması "Engin Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebecilik Mali Müşavirlik A.Ş." tarafından yapılan sınırlı incelemeden geçmiş özkaynak tablosu yer almaktadır.

- Y&Y GYO Yönetim Kurulu'nun 21.10.2009 tarihli kararı uyarınca, bağımsız denetimden geçmiş ve genel kurul tarafından onaylanmış 31.12.2008 bilançosunda yer alan, geçmiş yıllar zararları ve net dönem zararının toplamından müteşekkil bilanço açığı tutarı olan 19.431.827,89 TL'nin kapatılması amacıyla; 400 mn TL sermaye tavanı dahilinde, 33,1 mn TL olan çıkarılmış sermayenin 13.7 mn TL olması için sermaye azaltımı yapılmasına karar verilmiş ve aynı tarihte kamuya duyurulmuştur.
- Sermaye Piyasası Kurulu, 2010/6 sayılı Haftalık Bülteni'nde kamuya duyurduğu üzere; Y&Y GYO'nun talebinin olumlu karşılanmasına ve sermaye azaltımına konu 19.431.827,89 TL nominal değerli Şirket paylarının Kurul kaydından çıkarılmasına karar vermiştir.
- 400.000.000,00 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde çıkarılmış sermayenin 13.730.702,06 TL'den 24.151.319,01 TL'ye yükseltilmesine, 10.420.616,95 TL (yaklaşık % 75,89) bedelsiz artış tutarının; 10.420.616,95 TL'sinin, "Değer Artış Fonları" hesabı altında tutulan, "Sermaye Düzeltme Farkları" hesabından karşılanmak suretiyle Y&Y GYO hissedarlarına 1.042.061.695 adet bedelsiz hisse senedi dağıtılması biçiminde sermayeye ilavesi ve sermaye artırımına ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na 06.08.2010 tarihinde başvuruda bulunulmuş, Sermaye Piyasası Kurulu'nca 18.8.2010 tarih ile kayda alınmıştır.

Bölüm 5

Yeşil İnşaat Değerleme Analizi

Yeşil İnşaat Değerleme Çalışmasında Dikkat Edilmesi Gereken Konular

- 3. etabın inşaatı ile ilgili hafriyat çalışmaları ise 2010 yılı Haziran ayı itibariyle başlamıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgilere göre, Innovia 1, Innovia 2 ve Innovia 3 projelerinin yanında yer alan arsa üzerinde Innovia 4 ve Innovia 5 konut projeleri gerçekleştirilecektir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, değerlendirme çalışmasına baz teşkil edecek projeksiyonları oluştururken, bu 5 konut projesinin de gerçekleşeceğini varsaymıştır.
- Yeşil İnşaat'ın gerçekleştirdiği ve satmakta olduğu Innovia 1 ve Innovia 2 projeleri ile şu an satışı gerçekleşen Innovia 3 projesi bir arada düşünüldüğünde, Innovia 4 ve Innovia 5 olarak adlandırılan projelerin de gerçekleştirilmesinin olası olabileceği düşünülmektedir. Buradan hareketle, Innovia 4 ve Innovia 5 projeleri de gelir yaratacak projeler olarak değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.
- Değerleme çalışması, bir gayrimenkul ekspertiz çalışmasını kapsamamaktadır. Yapılan değerlendirme çalışmasında, arsaların mülkiyet durumu, imar izni, emsalleri gibi teknik konular hakkında bir doğrulama yapılmamıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 1., 2. ve 3. etap için mevcut projeleri dikkate alarak satılabilir alanlarla ilgili tahminlerini tarafımıza iletmiştir. 4. ve 5. etap içinse tarafımıza iletilen tahmin ve varsayımlar, Yeşil İnşaat Yönetimi'nin en iyi tahminlerini yansıtmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projelerin gerçekleştirildiği arsalarda belediyenin ve özel kişilerin hisseleri karşılığında belirli miktarda daire teslim edileceğini bildirmişlerdir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan maliyetler, arsa sahiplerine verilecek daireleri de içerecek şekilde Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanmıştır. Satışlarla ilgili projeksiyonlar ise, arsa sahiplerine verilecek daireler çıktıktan sonra Yeşil İnşaat'a kalacak olan daireler dikkate alınarak hazırlanmıştır.
- Değerleme çalışması, Yeşil İnşaat Yönetimi'nin tarafımıza iletmiş olduğu daire adetleri ve daire metrekaresi ile tahmini daire satış fiyatları ile gerçekleştirilmiştir.
- Arsa sahiplerine ait paylar çıktıktan sonra, Yeşil İnşaat'a kalacak dairelerin adetleri ve metrekaresi ile ilgili herhangi bir doğrulama çalışması yapılmamıştır.
- Yeşil İnşaat'a kalacak olan daire adeti ve daire tipleri ile ilgili bilginin değişmesi durumunda değerlendirme çalışmasının sonuçları önemli ölçüde değişebilir. Benzer şekilde 3., 4. ve 5. etap için öngörülen projelerin değişmesi durumunda da farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

Yeşil İnşaat Değerleme Çalışmasında Dikkat Edilmesi Gereken Konular

- Yeşil İnşaat'ın halihazırda devam ettirmekte olduğu tek inşaat projesi İstanbul Esenyurt'taki Innovia Konut Projesi'dir.
- Toplam 5 etaptan oluşan projenin 1. etabının teslimleri devam etmektedir, 2. etabının kaba ve ince inşaat işleri devam etmektedir.
- Yeşil İnşaat'ın önümüzdeki dönemde gerçekleştirmeyi planladığı Zekeriyaköy ve Topkapı projeleri, henüz projelendirme aşamasında olmalarından ve orta ve uzun vadede geliştirilmesi planlanan bu projelerle ilgili herhangi bir faaliyet başlamadığından dolayı değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiştir.
- Bu projelere ilişkin arsalar ve arsa karşılığı verilen avanslar defter değerleri ile değerlendirme çalışması içine dahil edilmiştir.

Kullanılan Projeksiyonlar

- İNA yönteminin uygulanmasında Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan geçmiş veriler ve projeksiyonlar kullanılmıştır.
- 3., 4. ve 5. etap için hazırlanan projeksiyonlar Yeşil İnşaat Yönetimi'nin en iyi tahminlerine dayanmaktadır. Bu tahminler de bu etapların hepsinin tamamlanacağı ve geliştirilen konut ve ticari alanların hepsinin satılacağı öngörüsünü taşımaktadır.
- Bütün etaplar için hazırlanmış olan projeksiyonlar, sektör dinamikleri ve gerçekleşen sonuçların ışığı altında tarafımızca sorgulanmıştır. Gerçekleşen sonuçların analizinde ağırlıklı olarak Yeşil İnşaat tarafından sunulan detay mizanlar kullanılmış ve önemlilik arz eden kalemler Yeşil İnşaat Yönetimi ile tartışılmıştır.

İhale ve Arsa Mülkiyeti

- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, 3., 4. ve 5. etapların yapılacağı arsa ile ilgili ihale 2006 yılında tamamlanmıştır. Bu ihalenin grup şirketi olan Yeşil Gayrimenkul tarafından kazanıldığı bilgisi tarafımıza iletilmiştir. 2006 yılında Yeşil İnşaat henüz kurulmamıştır.

- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, bütün etaplarda yer alan dairelerin fiili teslimleri Yeşil İnşaat tarafından yapılacaktır. Geliştirilen konutların ve ticari alanların Yeşil Gayrimenkul'e ait kısımlarının devirleri, Yeşil Gayrimenkul tarafından gerçekleştirilecektir.
- Elde edilen satış gelirleri ile katlanılan maliyetlerin tamamen Yeşil İnşaat'a ait olacağı bilgisi Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından bize iletilmiştir. 2006 yılında ihalenin Yeşil Gayrimenkul tarafından alınmış olması nedeniyle, konutların ve ticari alanların devirleri sırasında Yeşil Gayrimenkul'e ödenmesi gereken herhangi bir ücret olmadığı bilgisi Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından teyit edilmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan ve gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan projeksiyonlarda, belediyeye ve özel kişilere ait arsalarla karşılık ayrılanlar dışında kalan bütün konutların ve ticari alanların Yeşil İnşaat tarafından satılacağı varsayılmıştır. Bu varsayıma göre bu alanların satışından ortaya çıkacak bütün kar Yeşil İnşaat'a kalacak ve Yeşil İnşaat'ın mali tablolarına yansıtılacaktır. Değerleme çalışmasında da bu kar Yeşil İnşaat'ın değeri kapsamında dikkate alınmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, proje geliştirme ve satış sürecinin bu şekilde işleyeceğini ve 3.,4. ve 5. etapların hayata geçirilmesinin ve belediye ile özel kişilere arsa karşılığı verilecek konutlar dışında kalan bütün konut ve ticari alanların Yeşil İnşaat tarafından satılmasının önünde yasal veya operasyonel herhangi bir engel bulunmadığını belirtmişlerdir.
- Bu işleyişin yasal uygunluğu konusunda bir doğrulama çalışması tarafımızca yapılmamıştır. Bu etapların geliştirileceği arsanın sahiplik durumu, arsanın yapılması düşünülen inşaatın uygunluğu ve diğer teknik konular ile ilgili tarafımızca bir inceleme gerçekleştirilmemiştir.

Yeşil İnşaat Değerleme Çalışmasında Dikkat Edilmesi Gereken Konular

- Böyle bir inceleme çalışması, değerlendirme çalışmasının kapsamı dışındadır. Yatırımcıların kendi yasal, operasyonel ve finansal incelemelerini yapmaları gerekmektedir.

Diğer Konular

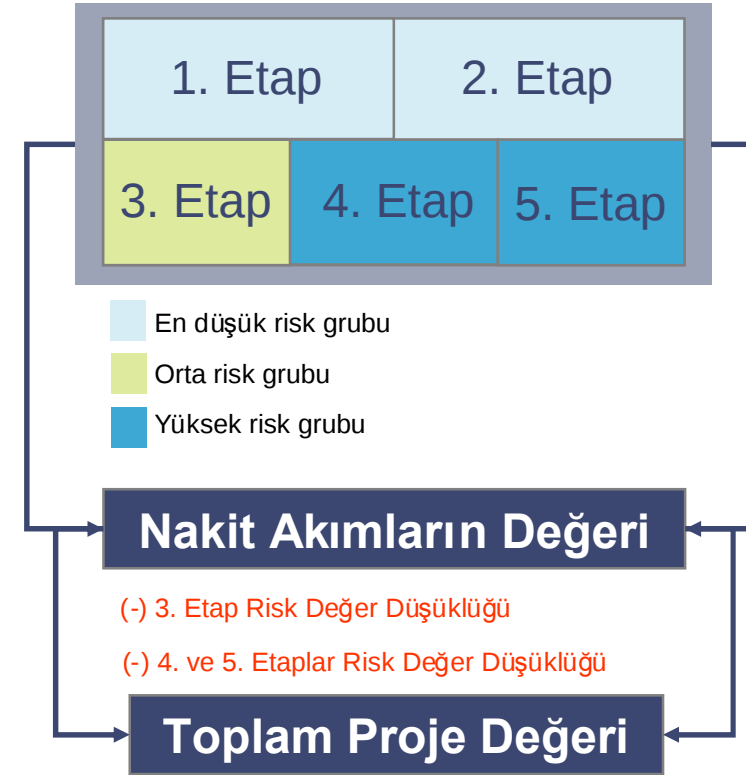
- Yeşil İnşaat'ın hisse değeri büyük ölçüde Innovia projesinden oluştuğu için, bu projede kullanılan temel parametreler büyük önem taşımaktadır.
- Tahmini satış fiyatları ve inşaat maliyetleri ile birlikte satılabilir alanlar bu parametrelerin başında gelmektedir. Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından bize sunulan toplam inşaat alanı, toplam satılabilir alan ve Yeşil İnşaat'ın payına düşen satılabilir alan bilgileri raporun içerisinde detaylı bir şekilde yer almaktadır.
- Bu raporda “Yeşil İnşaat'ın payına düşen alan” ifadesi, belediyeye ve özel kişilere ait arsalar karşılık ayrılanlar dışında kalan bütün konutları ve ticari alanları kapsamaktadır. Yeşil İnşaat Yönetimi, daha önce belirtildiği gibi, bu alanların tamamının Yeşil İnşaat tarafından satılacağını ve oluşan karın Yeşil İnşaat'ta kalacağını belirtmiştir.
- Yeşil İnşaat, proje geliştirme maliyetlerinin bir kısmını yüklenicilere daire karşılığı yaptırmaktadır. Toplam nakit maliyetlerin azalmasına katkı sağlayan bu barter anlaşmaları Yeşil İnşaat açısından bir nakit girişi sağlamamaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın satış geliri elde edeceği satılabilir alanlar; arsa karşılığı verilen konutlar ve ticari alanlar ile barter anlaşmalarına konu olan konutlar ve ticari alanlar düşülmüş olarak tarafımıza sunulmuştur.
- Değerleme çalışması, Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan ve Yeşil İnşaat olarak satılabilecek konut alanları ile ticari alanlara ilişkin bilgiler üzerinden gerçekleştirilmiştir.
- 5 etap olarak geliştirilmesi düşünülen Innovia projesi kapsamında kaç adet daire ve ticari alan geliştirileceği, bunların kaç metrekareden oluşacağı ve toplam alanın ne kadarının Yeşil İnşaat tarafından satılabileceği ile ilgili teknik konularda herhangi bir doğrulama çalışması yapılmamıştır.
- Innovia projesi kapsamında geliştirilmesi düşünülen etapların projelerinin değişmesi durumunda, Yeşil İnşaat'ın hisse değeri önemli ölçüde değişebilir. Bu raporda İNA yöntemi ile PwC tarafından tahmin edilen hisse değeri; rapor içerisinde detayları verilen projeler, bu projeler kapsamında geliştirilebilecek toplam satılabilir alan ile bu alanın Yeşil İnşaat olarak satılabilecek olan kısmına dayanmaktadır.

Bölüm 5.1

Gelir Yaklaşımı

Değerleme Analizi

- Yeşil İnşaat'ın halihazırda devam etmekte olan ve gelir yaklaşımı kapsamında incelenmiş tek projesi Innovia Projesi'dir. Toplam 5 etaptan oluşan Innovia Projesi'nin ilk 3 etabında konut satışları gerçekleştirilmektedir. 4. ve 5. etaplar ise henüz proje aşamasındadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, 1. etap'ın inşaat faaliyetleri tamamlanmış, 2. etap ile ilgili kaba inşaat faaliyetleri devam etmektedir. 3. etap ile ilgili hafriyat çalışmalarına ise 2010 yılı Haziran ayı itibariyle başlanmıştır.
- Gelir yaklaşımı uygulanırken, öncelikle bütün etaplar bir arada düşünülmüş ve yaratacakları nakit akımı ortak bir iskonto oranı ile indirgenerek projeksiyon dönemi boyunca yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerine ulaşılmıştır. Etapların arasında nakit geçişleri olmasından dolayı bu yöntem benimsenmiştir.
- Tamamlanma ve satılma yüzdesinden ötürü, 3., 4. ve 5. etapların ilk 2 etaba göre daha riskli olduğu düşünülmektedir. Gelir yaklaşımı kapsamında gerçekleştirilen çalışmada, 1. ve 2. etaplar, 3. etap ve 4. ve 5. etaplar 3 grup olarak ele alınmıştır.
- Konsolide nakit akımından elde edilen değer üzerine, 3., 4. ve 5. etapların ilave risklerinin etkileri yansıtılmıştır. Bu şekilde Innovia projesinin değerine ulaşılmıştır.

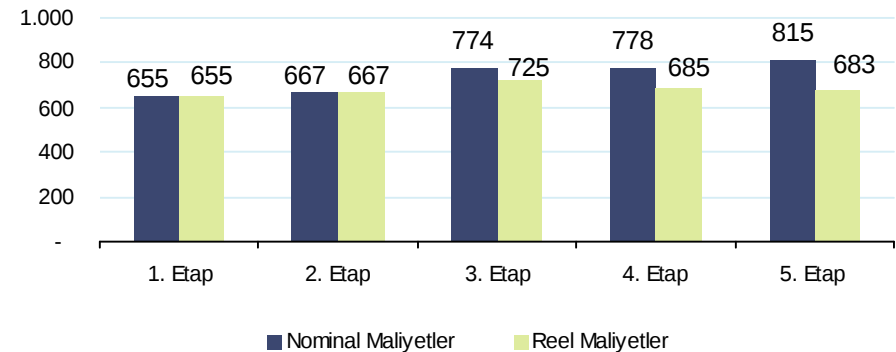


Kaynak: PwC Analizi

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Temel Bilgi ve Varsayımlar (1/3)

- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan satış fiyatı projeksiyonlarında 1., 2. ve 3. etaplarda gerçekleşmiş satış fiyatlarının gelişimi ile enflasyon etkisi göz önünde bulundurulmuştur.
- 1. ve 2. etaplar için gerçekleşmiş satışlar incelendiğinde, metrekare satış fiyatlarının ayda yaklaşık %1,2 oranında reel artış gösterdiği görülmüştür. Bu artışın sebepleri arasında, konut teslim tarihinin yaklaşması, marka bilinirliğinin artması, inşaatın ilerlemiş olması gibi sebepler sayılabilir.
- Bu gerçekten hareket ederek, satışa çıkıldığı aydan itibaren 3., 4. ve 5. etapların satış fiyatlarının reel olarak %1,2 oranında artacağı varsayılmıştır. 4. ve 5. etap için satışa çıkış fiyatı ise, 3. etabın satışa çıkış fiyatı enflasyon ile artırılarak tahmin edilmiştir.
- 1. etap ve 2. etaplar için elde bulunan dairelerin güncel liste fiyatından satılabileceği öngörülmüş ve projeksiyon dönemi için ilave bir satış fiyatı artışı öngörülmemiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi etaplar bazında maliyet projeksiyonları sağlamıştır. 1., 2. ve 3. etaplar için değerlendirme tarihinden önceki döneme ait maliyetler ilgili nakit akımları da bu projeksiyonlara ek olarak tarafımıza iletilmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 1. etap için şantiye personelinin maaşlarını ve şantiye genel giderlerini ayrı olarak tahmin etmiştir. Sonraki etaplar için ise bu giderler ayrı olarak tahmin edilmemiş ve toplam maliyetin içerisinde ilgili maliyet başlıklarına dağıtılmış olarak verilmiştir.
- Hazırlanan projeksiyonlarda inşaat maliyetlerinin enflasyon oranında artacağı öngörülmektedir. Ayrıca kaba inşaat maliyetleri hesaplanırken, 2011 yılında gerçekleşmesi beklenen reel fiyat artış beklentisi göz önünde bulundurulmuş ve sadece 2011 yılı için kaba inşaat maliyetlerinin temel olarak çimento fiyatlarındaki artış beklentisinden dolayı %5 oranında reel olarak artacağı varsayılmıştır.
- 1. ve 2. etapların inşaatları için gereken anlaşmaların yapılmış olmasından ötürü, bu maliyetlerde etapların tamamlanmasına kadar belirgin bir artış beklenmemektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, taşeronları ve tedarikçileri ile olan uzun süreli ve yüksek hacimli ticari ilişkilerine dayanarak yaptığı alımlarda piyasa özel indirimlerden yararlanabilmektedir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca inşaat malzemeleri ve taşeron hizmeti fiyatlarında enflasyonun üzerinde bir artış öngörülmemiştir.
- Genel yönetim giderleri ile satış ve pazarlama giderleri de nominal olarak ve etap bazında tahmin edilmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonlara göre etap başına m² brüt inşaat maliyetini aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

İnşaat Maliyetleri (TL/m²)



Değerlemede Kullanılan Temel Bilgi ve Varsayımlar (2/3)

- 3. etap maliyetinin kendisinden önceki etaplara göre daha yüksek olmasının nedeni, kendisinden sonraki 2 etabın hafriyat işlerinin de bu etap içerisinde tamamlanacak olmasıdır.
- Yeşil İnşaat ve Y&Y GYO şirketlerinin Y&Y GYO çatısı altında birleşecek olmalarından dolayı, Yeşil İnşaat'ın Innovia projesi ile ilgili sürdürmekte olduğu inşaat faaliyetlerine Y&Y GYO çatısı altında devam edilmeyecektir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi Innovia projesi ile ilgili inşaat faaliyetlerinin değerlendirilme tarihinden itibaren Yeşil Gayrimenkul tarafından sürdürülecek olduğunu tarafımıza belirtmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgiye göre; Yeşil Gayrimenkul 30.06.2010 tarihinden sonra Innovia projesi kapsamında gerçekleşmesi beklenen bütün inşaat maliyetlerine katlanacak ve ve bu maliyetleri %7 oranında bir karla Yeşil İnşaat'a faturalayacaktır.
- Bir önceki sayfada verilmiş olan "İnşaat Maliyetleri" tablosunda gösterilen ve gerçekleşmesi beklenen m² başına inşaat maliyetleri değerlendirilme tarihinden sonra gerçekleşmesi beklenen yukarıda bahsedilmiş %7'lik maliyet artışının etkileri göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.
- Yeşil İnşaat 2010 yılı Ağustos ayı içerisinde sermaye artırımını gerçekleştirmiştir. Yeşil İnşaat'ın ödenmiş sermayesi olan 250 bin TL, 2,25 mn TL artırılarak 2,50 mn TL'ye getirilmiştir.
- Söz konusu sermaye artırımına ilişkin nakit girişi 2010 yılı Ağustos ayında gerçekleşmiştir. Bu nedenle sermaye artırımının nakit etkisi değerlendirilme çalışmasında dikkate alınmıştır.
- Innovia projesi kapsamında satışa sunulan konutların satış fiyatlarının nasıl değiştiğini anlamak amacıyla ilk 3 etabın satış kayıtları incelenmiştir.
- 1. etapta, yeterli sayıda örnek de bulunması göz önüne alınarak, 2007 yılı ve 2010 yılı Mart aylarında gerçekleşmiş ortalama m² daire satış fiyatları incelenmiştir. Gerçekleşmiş nominal fiyat artışı, enflasyonun etkilerinden arındırıldığında, reel ortalama m² daire satış fiyatlarındaki artışın %1,2 oranında olduğu görülmüştür.
- 2. etapta ise 2009 yılı Ocak ve Aralık ayları arasında gerçekleşmiş ortalama m² daire satış fiyatları incelenmiştir. Gerçekleşmiş nominal fiyat artışı, enflasyonun etkilerinden arındırıldığında, reel ortalama m² daire satış fiyatlarındaki artışın yine %1,2 oranında olduğu görülmüştür.
- 3. etapta ise 2009 yılı Aralık ve 2010 yılı Haziran ayları arasında gerçekleşmiş ortalama m² daire satış fiyatları incelenmiştir. Gerçekleşmiş nominal fiyat artışı, enflasyonun etkilerinden arındırıldığında, reel ortalama m² daire satış fiyatlarındaki artışın %1,7 oranında olduğu görülmüştür.
- 3. etapta güncel fiyat artışlarını anlamamıza yardımcı olabilecek daha çok veri bulunduğu için aynı çalışma 2009 yılı Aralık ayı ile 2010 yılının Temmuz, Ağustos ve Eylül ayları için de gerçekleştirilmiştir. Elde edilen reel artış oranı söz konusu zaman aralıkları için sırasıyla; %1,1, %1,8 ve %1,4 olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede Kullanılan Temel Bilgi ve Varsayımlar (3/3)

- Elde edilmiş ortalama m² daire satış fiyatlarındaki reel artış oranları incelenmiş ve projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ortalama m² daire satış fiyatlarının tespit edilmesinde kullanılmak üzere %1,2'lik reel artış oranı uygun görülmüştür.
- Gerçekleşmiş satışlar ve projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen satışlar incelendiğinde, satılmış ve satılması beklenen daire ve ticari alanların adet ve m² bilgilerinin aşağıdaki tablolarda gösterildiği gibi gerçekleşmesi beklenmektedir.

Alan Olarak Gerçekleşmiş ve Tahmini Satışlar

(m ²)	1. Etap	2. Etap	3. Etap	4. Etap	5. Etap
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Konut	72.226	190.243	128.626	-	-
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Ticari Alan	-	816	-	-	-
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Barter Konut	16.204	2.350	-	-	-
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Konut	28.878	28.345	72.128	250.853	217.595
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Ticari Alan	1.764	26.337	11.715	16.500	16.500
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Barter Konut	2.910	7.520	10.070	13.147	11.405
Yeşil İnşaat Tarafından Satılacağı Varsayılan Toplam Konut Alanı	121.982	255.611	222.539	280.500	245.500

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Gerçekleşmiş ve Tahmini Satışlar

Adet	1. Etap	2. Etap	3. Etap
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Konut	560	2.174	1.858
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Ticari Alan	-	15	-
Yeşil İnşaat'ın Sattığı Barter Konut	112	23	-
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Konut	218	386	1.225
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Ticari Alan	49	226	30
Yeşil İnşaat'ın Satacağı Kalan Barter Konut			
Yeşil İnşaat Tarafından Satılacağı Varsayılan Toplam Konut Adedi	939	2.824	3.113

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- Yan taraftaki tablolarda bulunan bilgiler Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanmış ve yine Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan nakit akım projeksiyonlarına baz oluşturmuştur.
- Bu satılabilir alanların ve adetlerin, Yeşil İnşaat tarafından satılacağı bilgisi tarafımıza sunulmuştur. Bunlarla ilgili tarafımızca herhangi bir doğrulama yapılmamıştır.
- 4. ve 5. etapların projeleri henüz tam olarak tamamlanmadığı için bu etaplarla ilgili kesin daire ve ticari alan adet bilgisi sağlanamamıştır.

Bölüm 5.1.1

1. Etap - Nakit Akımları

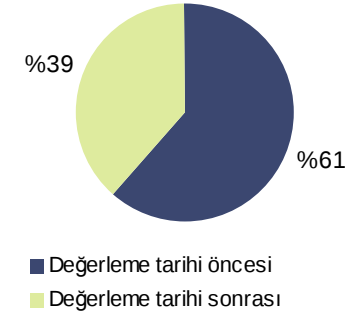
Konut ve Ticari Alan Satışları, Barter Anlaşmaları

('000 TL)	MY07 Fiili	MY08 Fiili	MY09 Fiili	6AY10 Fiili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	57.843	10.549	15.507	3.387	-	-	-	-	-	-	87.286
USD	-	-	1.639	-	-	-	-	-	-	-	1.639
USD (TL)	-	-	2.556	-	-	-	-	-	-	-	2.556
GBP	-	268	659	-	-	-	-	-	-	-	928
GBP (TL)	-	629	1.566	-	-	-	-	-	-	-	2.194
Gerçekleşmiş barter satışları											
TL	-	4.623	10.725	8.692	-	-	-	-	-	-	24.040
Toplam - A	57.843	15.800	30.353	12.079	-	-	-	-	-	-	116.076
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	28.180	31.777	-	-	-	-	59.956
Tahmini barter satışları											
TL	-	-	-	-	6.123	-	-	-	-	-	6.123
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	3.019	-	-	-	3.888	6.907
Toplam - B	-	-	-	-	34.302	34.796	-	-	-	3.888	72.986
Toplam - A+B	57.843	15.800	30.353	12.079	34.302	34.796	-	-	-	3.888	189.061

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda 1. etap için gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen satış anlaşmalarının tutarları özetlenmektedir.
- 2008 yılında global ekonomik krizin de etkisiyle bir miktar hız kaybetmiş olan konut satışları, 2009 yılında artarak toplamda 104,0 mn TL'ye ulaşmıştır. Değerleme tarihi itibarı ile yapılmış olan toplam satış anlaşmalarının tutarı ise 116,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir.
- Yeşil İnşaat bazı taşeronlarla yaptığı anlaşmalara göre, kendisine fatura edilen maliyetlere karşılık nakit yerine konut teslim etmektedir. Barter satışları kapsamında yapılan satış anlaşmaları bu konutların satış fiyatlarını kapsamaktadır.
- Barter satışları ile ilgili anlaşmalara konu olan daireler tamamlandıktan sonra ilgili taşeronlara teslim edilmekte ve faturalanmaktadır. Bu nedenle barter satışları bir nakit hareketi yaratmamaktadır.

1. Etap Satış Anlaşmaları



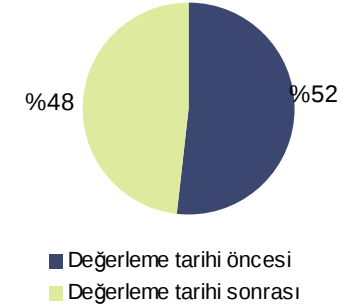
- Değerleme tarihi itibarıyla 88.430 m² konut satışı yapılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca nakit satışlar yoluyla 28.878 m², barter satışları yoluyla da 2.910 m² konut satışı yapmayı planlamaktadır.
- 2015 yılında yaklaşık 3,9 mn TL ticari alan satışı, Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından 2015 yılında satılacağı öngörülen kreş alanı ile ilgilidir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, yerleşimlerin tamamlanması sonrasında kreş alanının değerini bulacağını düşündüğünden bu alanı 2015 yılına kadar kiralamayı tercih etmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca 1.764 m² büyüklüğünde ticari alan satmayı planlamaktadır.
- Toplamda 8.364 m² alan kaplayan ticari alanların 6.600 m²'lik kısmı değerlendirilmeden önce Salamanca Finance'e satılmıştır.

Satışlar Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	27.822	13.402	23.958	13.960	4.339	1.683	921	847	355	-	87.286
USD	-	-	1.135	119	119	-	-	-	-	-	1.373
USD (TL)	-	-	1.782	186	187	-	-	-	-	-	2.155
GBP	-	39	64	363	363	-	-	-	-	-	828
GBP (TL)	-	90	153	841	861	-	-	-	-	-	1.945
Toplam - A	27.822	13.491	25.892	14.988	5.387	1.683	921	847	355	-	91.386
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	28.180	31.777	-	-	-	-	59.956
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	3.019	-	-	-	3.888	6.907
Toplam - B	-	-	-	-	28.180	34.796	-	-	-	3.888	66.863
Toplam - A+B	27.822	13.491	25.892	14.988	33.567	36.478	921	847	355	3.888	158.249

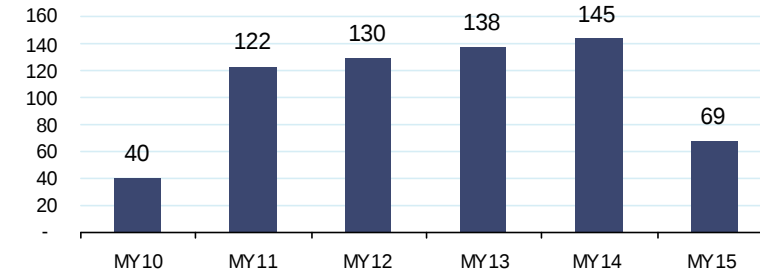
Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

1. Etap Satışları Nakit Akımı



- Yukarıdaki tabloda 1. etaba dair yapılmış ve Yeşil İnşaat tarafından yapılacağı tahmin edilen satışlardan gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen nakit akımları bulunmaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın 1. etap kapsamında bugüne kadar gerçekleşmiş olan nakit TL bazlı konut satışlarının toplam değeri 87,3 mn TL'dir.
- Projeksiyon dönemi boyunca, eldeki konutlardan döviz karşılığı satış olmayacağı varsayılmıştır. Döviz bazlı satışlar üzerinden gerçekleşmesi beklenen nakit akımları gerçekleşmiş satışlardan kaynaklanmaktadır.
- Projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen nakit akımlarının önemli bir kısmının henüz satılmamış 218 konutun satılması sonucu oluşacağı beklenmektedir.
- 1. etabın inşaat faaliyetlerinin ile ilgili nakit çıkışlarının 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla tamamen sonlandırılması planlanmaktadır.

1. Etap Kira Gelirleri - Nakit Akımı ('000 TL)

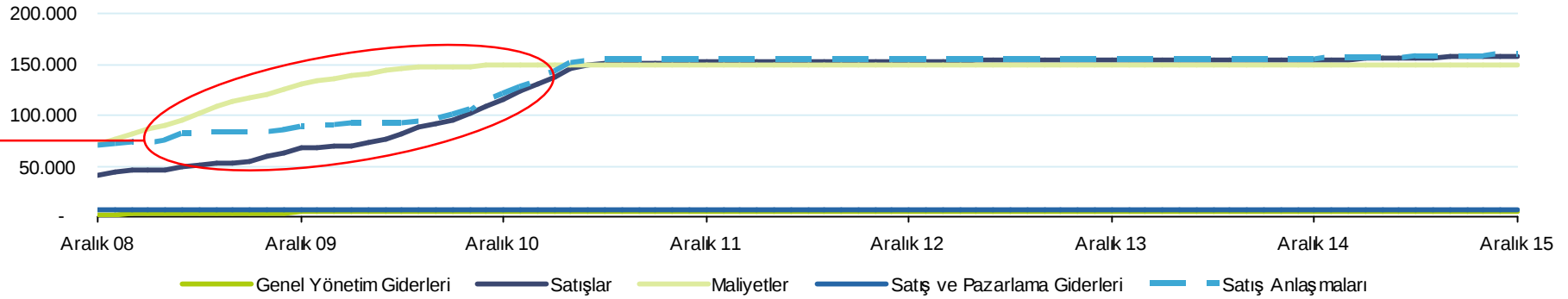


Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte 2015 yılında elden çıkarılması planlanan kreş alanından elde edilecek tahmini kira gelirleri görülmektedir. 2010 yılı Eylül ayında kiraya verilmesi planlanan bu ticari alanın, 2015 yılına kadar kira geliri getirmesi beklenmektedir.
- Bir önceki sayfada özetlenen satış anlaşmaları ile satışlardan kaynaklanan nakit akımları arasındaki küçük fark, yabancı para cinsinde yapılan satışlardaki kur değerlemesinden kaynaklanmaktadır.

Nakit Akımı

1. Etap - Kümüle Nakit Akımı ('000 TL)

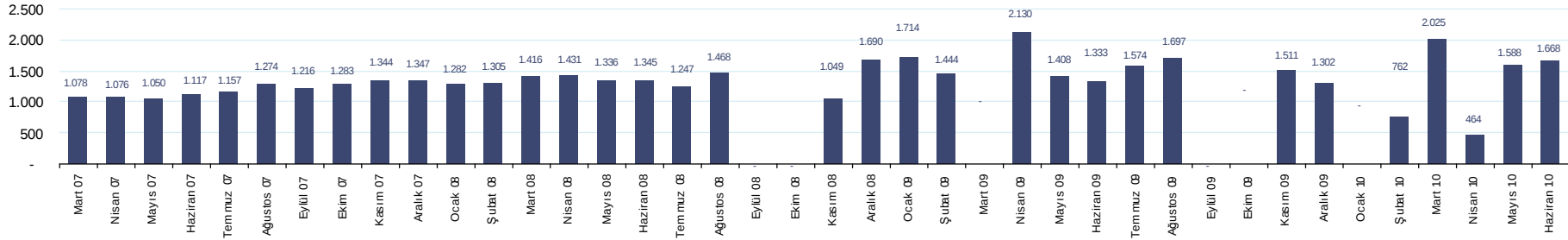


Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte, 1. etap inşaatı maliyeti, ilgili giderler ve satış gelirlerinden yaratılması beklenen nakit akımları kümüle şekilde gösterilmektedir.
- Gerçekleştirilen satışlardan elde edilen nakit akımları, bu etabın maliyetini karşılamakta yetersiz kalmış ve ilave kaynak ihtiyacı doğmuştur. Yeşil İnşaat'ın kullandığı kredilerin büyük çoğunluğu bu açığı kapatmaya yöneliktir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi bu açığın iki önemli nedeni olduğunu belirtmektedir:
 - 1. etap satışa çıktığında müşteriler projenin istedikleri yerinden daire almakta özgür bırakılmışlardır. Bu durum Yeşil İnşaat'ı satışlardan bağımsız olarak bütün blokların inşaatına başlamak zorunda bırakmıştır.
 - Bu etap için izlenen satış politikası gereğince, daire satış fiyatlarının %35'i satış anlaşması yapıldığında, kalan %65'lik kısım ise daire tesliminde tahsil etmiştir. Satışlardan gelen nakit akımının bu şekilde parçalanmış olması uzun bir döneme yayılmış olan inşaat maliyetlerinin karşılanmasında sıkıntı yaratmıştır.

m² Satış Fiyatı Analizi

Gerçekleşmiş TL Satışlar m² Satış Fiyatı - 1. Etap



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte, 1. etapla ilgili değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş TL bazlı nakit satışların aylık ortalama m² fiyatları görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetiminden elde edilen bu bilgilere göre, projenin ilk olarak lanse edildiği tarihten bu yana yapılan satışlarda ortalama m² fiyatının arttığı görülmektedir. Projenin başlangıcından bu güne kadar 1.etap için daire satış fiyatlarının reel olarak aylık %1,2 oranında arttığı hesaplanmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi 1. etabın inşaatına başlarken, Yeşil İnşaat'ın yeterince tanınmıyor olması ve proje bilinirliğinin yeterli olmaması sebebiyle konutlarını düşük fiyatlardan pazarlamıştır.
- 2007 yılında başlanan pazarlama aktiviteleri ile projenin kamuoyunda bilinirliği artmaya başlamıştır. Projeye dönük talebin artmasıyla beraber yıllar içerisinde ortalama m² fiyatında da artışlar yaşanmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi bu bilgiye dayanarak, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen satışlarla ilgili ortalama m² fiyatının 2.076 TL olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür. Bu fiyat güncel liste fiyatlarını yansıtmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi güncel liste fiyatları ile paralel bir şekilde, ticari alan satışlarında m² satış fiyatının 3.915 TL olarak gerçekleşeceğini tahmin etmiştir.
- Projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen barter satışları için fiyatın 2.119 TL olması beklenmektedir. Barter satışlarının nakit akım üzerinde doğrudan bir etkisi olması beklenmemektedir.

İnşaat Maliyetleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Hafriyat	-	(13.842)	(3.192)	(1.212)	-	-	-	-	-	-	(18.247)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik	-	(43.769)	(47.959)	(7.729)	(1.548)	-	-	-	-	-	(101.006)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	(5.217)	(2.009)	(4.649)	(1.076)	-	-	-	-	-	(12.952)
Diğer	-	(4.874)	(212)	(33)	-	-	-	-	-	-	(5.120)
Şantiye Ekibi Ücretleri	-	(3.551)	(1.909)	(473)	(35)	-	-	-	-	-	(5.968)
Şantiye Genel Yönetim Gideri	-	(766)	(2.387)	(2.076)	-	-	-	-	-	-	(5.229)
Toplam	-	(72.020)	(57.668)	(16.173)	(2.660)	-	-	-	-	-	(148.521)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 1. etap inşaat maliyetleri görülmektedir. Yeşil İnşaat Yönetimi bu maliyetleri nakit esasına uygun bir şekilde hazırladığını belirtmiştir.
- İnşaat maliyetleri 5 ana başlık altında incelenmiştir:
 - Hafriyat İşleri:** Proje ile ilgili gerçekleştirilen ilk inşaat işleridir. Hafriyat işleri, proje alanının inşaatına uygun hale getirilmesini sağlayan tıraşlama ve kazma gibi işleri kapsamaktadır.
 - Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik İşleri:** Proje kapsamında inşa edilecek blokların kaba ve ince yapıları ile elektrik ve mekanik altyapılarının oluşturulduğu inşaat aşamalarıdır.
 - Altyapı-Çevre Düzenleme İşleri:** Oluşturulan toplu yaşam alanlarının yol, su, elektrik gibi altyapı hizmetlerinin sağlanmasına yönelik yapıların oluşturulduğu ve toplu kullanım alanlarının kapsayan çevre düzenleme işlerinin gerçekleştirildiği proje aşamasıdır.
 - Diğer İnşaat İşleri:** Mimarlık ve proje danışmanlığı hizmeti veren şirketlerden alınan hizmetler ve çeşitli diğer inşaat işleri bu başlık altında takip edilmektedir.
 - Şantiye Ekibi Ücretleri:** Taşeron personeli dışında kalan ve şantiyede çalışan Yeşil İnşaat personeli ile ilgili ödenen ücretlerdir. Şantiye ekibi, yeni inşaat faaliyetlerinin başlamasıyla etaplar arasında geçiş yapacaktır.
 - Şantiye Genel Yönetim Gideri:** Söz konusu dönemde devam ettirilen etap inşaatlarının şantiyeleri ile ilgili genel giderlerdir.
- Toplamda 242.000 m² inşaat alanına sahip 1. etap ile ilgili gerçekleşmiş maliyetler ve gerçekleşmesi öngörülen nakit maliyetlerin toplamı 148,5 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 1. etap kapsamında 30,2 mn TL'lik barter anlaşmasının yapılacağını öngörmektedir. Bu tutarın 10,1 mn TL'lik kısmını taşeronlara barter karşılığı değerlendirme tarihi öncesinde verilmiş konutlar ve projeksiyon dönemi boyunca yapılması öngörülen barter anlaşmaları oluşturmaktadır. 10,1 mn TL'lik tutar öngörülen nakit maliyetler eklendiğinde toplam maliyet tutarının 158,6 mn TL'ye yükseldiği görülmektedir.
- Buradan hareketle, 1. etap için gerçekleşmesi beklenen m² başına maliyet 655 TL'dir.

Satış ve Pazarlama Giderleri

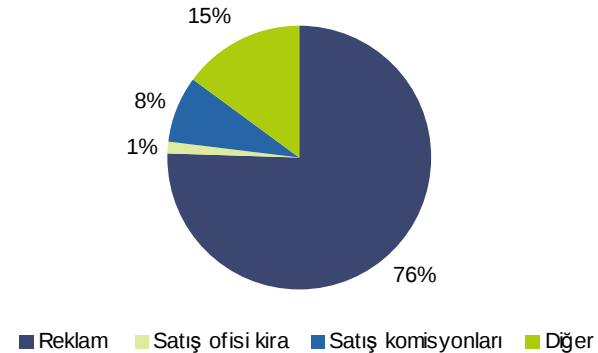
('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Reklam	(4.552)	(1.182)	-	-	-	-	-	-	-	-	(5.734)
Satış ofisi kira	-	(75)	(30)	-	-	-	-	-	-	-	(105)
Satış komisyonları	(197)	(47)	-	-	(172)	(174)	-	-	-	(19)	(609)
Diğer	(779)	(203)	(153)	-	-	-	-	-	-	-	(1.135)
Toplam	(5.528)	(1.507)	(184)	-	(172)	(174)	-	-	-	(19)	(7.583)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 1. etap satış ve pazarlama giderleri görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2010 yılı ve sonrasında 1. etapla ilgili önemli miktarda satış ve pazarlama aktivitesinde bulunmamayı planlamaktadır.
- Projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satış ve pazarlama harcamaları, inşaatı devam etmekte olan ya da henüz başlamamış diğer etapların tanıtımı için gerçekleştirilecektir. Bu nedenle reklam harcamaları ve satış ofisi kiralrı bu etaplarla ilgili nakit akımlarına yansıtılmıştır.
- Satış komisyonlarının ise, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satışların %0,5'i oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, Innovia Projesi'nin Yeşil İnşaat'ın ilk toplu konut projesi olması dolayısıyla tanınırlık sağlamak ve marka adını sağlamlaştırmak adına projenin ilk yılları boyunca 1. etabın tanıtımı için yüksek miktarda reklam harcaması yaptıklarını belirtmişlerdir.

- Bir miktar pazarlama giderinin ise, Innovia projesinin ilk ismi olan Modernist için yapılan harcamalardan kaynaklandığı bilgisi tarafımıza iletilmiştir. Bu harcamalar, toplam reklam giderinin şişmesine yol açmıştır.
- Yukarıdaki tabloda sunulan satış ve pazarlama giderleri, Yeşil İnşaat tarafından nakit esasına göre hazırlanmış tablolardan alınmıştır. 2009 yılı öncesinde satış ve pazarlama giderleri stoklar hesabında aktifleştirilmiş, sonraki dönemlerde oluşan harcamalar giderleştirilmiştir.

Satış ve Pazarlama Giderleri Kırılımı



Faaliyet Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	27.822	13.402	23.958	13.960	4.339	1.683	921	847	355	-	87.286
USD	-	-	1.135	119	119	-	-	-	-	-	1.373
USD (TL)	-	-	1.782	186	187	-	-	-	-	-	2.155
GBP	-	39	64	363	363	-	-	-	-	-	828
GBP (TL)	-	90	153	841	861	-	-	-	-	-	1.945
Toplam - A	27.822	13.491	25.892	14.988	5.387	1.683	921	847	355	-	91.386
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	28.180	31.777	-	-	-	-	59.956
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	3.019	-	-	-	3.887,9	6.907
Toplam - B	-	-	-	-	28.180	34.796	-	-	-	3.888	66.863
Toplam - A+B	27.822	13.491	25.892	14.988	33.567	36.478	921	847	355	3.888	158.249
Geliştirme maliyetleri											
Hafriyat	-	(13.842)	(3.192)	(1.212)	-	-	-	-	-	-	(18.247)
Kaba-İnce-Elektrik	-	(43.769)	(47.959)	(7.729)	(1.548)	-	-	-	-	-	(101.006)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	(5.217)	(2.009)	(4.649)	(1.076)	-	-	-	-	-	(12.952)
Diğer	-	(4.874)	(212)	(33)	-	-	-	-	-	-	(5.120)
Şantiye Ekibi Ücretleri	-	(3.551)	(1.909)	(473)	(35)	-	-	-	-	-	(5.968)
Şantiye Genel Yönetim Gideri	-	(766)	(2.387)	(2.076)	-	-	-	-	-	-	(5.229)
Toplam - C	-	(72.020)	(57.668)	(16.173)	(2.660)	-	-	-	-	-	(148.521)
Satış ve pazarlama giderleri											
Reklam	(4.552)	(1.182)	-	-	-	-	-	-	-	-	(5.734)
Satış ofisi kira	-	(75)	(30)	-	-	-	-	-	-	-	(105)
Satış komisyonları	(197)	(47)	-	-	(172)	(174)	-	-	-	(19)	(609)
Diğer	(779)	(203)	(153)	-	-	-	-	-	-	-	(1.135)
Toplam - D	(5.528)	(1.507)	(184)	-	(172)	(174)	-	-	-	(19)	(7.583)
Nakit akımı A+B+C+D	22.294	(60.036)	(31.959)	(1.185)	30.735	36.304	921	847	355	3.868	2.145

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yandaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 1. etap nakit akım tablosu görülmektedir. Bu nakit akımı, doğrudan etaplarla ilişkilendirilebilen satışlar, inşaat maliyetleri ile satış ve pazarlama giderlerini kapsamaktadır.
- Nakit akım tablosu, doğrudan 1. etapla ilgili olan, gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen nakit giriş ve çıkışları göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2011 yılı sonunda 1. etap kapsamındaki ticari alanlar dışındaki bütün satılabilir alanları satmış olmayı planlamaktadır. Bu satışlardan oluşacak nakit akımlarının ise 2014 yılına kadar sürmesi planlanmaktadır.

Bölüm 5.1.2

2. Etap - Nakit Akımları

Konut ve Ticari Alan Satışları, Barter Anlaşmaları

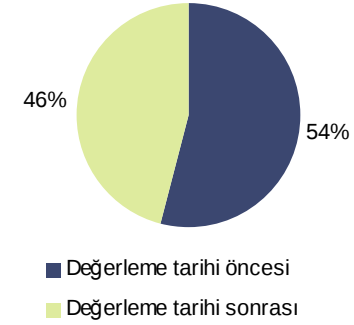
('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	727	1.875	242.361	1.766	-	-	-	-	-	-	246.730
GBP	-	6.233	1.307	122	-	-	-	-	-	-	7.662
GBP (TL)	-	14.625	3.151	276	-	-	-	-	-	-	18.052
EUR	-	-	-	48	-	-	-	-	-	-	48
EUR (TL)	-	-	-	96	-	-	-	-	-	-	96
Toplam - A	727	16.500	245.512	2.139	-	-	-	-	-	-	264.878
Gerçekleşmiş barter satışları											
TL	-	-	638	1.465	-	-	-	-	-	-	2.103
Toplam - B	-	-	638	1.465	-	-	-	-	-	-	2.103
Gerçekleşmiş ticari satışlar											
TL	-	-	2.395	517	-	-	-	-	-	-	2.913
USD	-	-	686	-	-	-	-	-	-	-	686
USD (TL)	-	-	1.074	-	-	-	-	-	-	-	1.074
Toplam - C	-	-	3.469	517	-	-	-	-	-	-	3.987
Toplam - A+B+C	727	16.500	249.619	4.121	-	-	-	-	-	-	270.968
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	12.008	42.575	-	-	-	-	54.583
Tahmini barter satışları											
TL	-	-	-	-	-	14.780	1.647	-	-	-	16.426
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	2.624	147.138	-	-	-	-	149.762
Toplam - D	-	-	-	-	14.632	204.492	1.647	-	-	-	220.771
Toplam - A+B+C+D	727	16.500	249.619	4.121	14.632	204.492	1.647	-	-	-	491.739

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda 2. etap için gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen satış anlaşmalarının tutarları özetlenmektedir.
- 2. etapla ilgili ilk konut satışları 2008 yılının sonlarına doğru yapılmaya başlanmıştır. 2007 yılında yapılmış olan satışlar öncelikle 1. etapta daire almış olup sonrasında kendi istekleri ile 2. etaba yönelen konut sahipleri ile ilgili satışlardır.
- Değerleme tarihi itibarıyla, 2. etap kapsamında yapılmış olan satış anlaşmalarının toplam tutarı 271,0 mn TL'ye ulaşmıştır.
- Nakit satışlar aracılığıyla değerlendirme tarihi itibarıyla 191.059 m² alana denk konut ve ticari alan satışı gerçekleştirilmiştir.

Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat -Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

2. Etap Satış Anlaşmaları



- 2010 yılı Temmuz ayından başlamak üzere Yeşil İnşaat Yönetimi elde kalan 386 konut ile ilgili satış anlaşmalarının toplam tutarının 71,0 mn TL olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür.

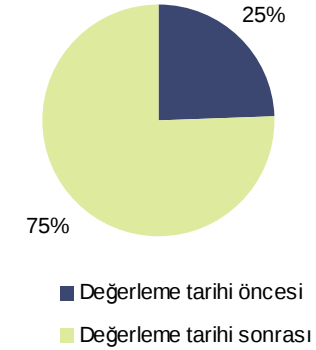
- Yeşil İnşaat Yönetimi devam eden inşaat maliyetlerini karşılamak amacıyla taşeronlarla barter anlaşmaları yapmaya devam etmeyi planlamaktadır. Söz konusu anlaşmaların projeksiyon döneminde oluşturacağı toplam tutar 16,4 mn TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Projeksiyon dönemi boyunca nakit satış yoluyla 28.345 m², barter satışı yoluyla da 7.520 m² konutun satışının yapılması planlanmaktadır.
- Şirket, projeksiyon döneminde 149,8 mn TL değerinde ticari alan satmayı planlamaktadır. Söz konusu ticari alanlar 26.337 m² olup, 226 adet farklı birimden oluşmakta ve büyüklükleri 8 m²'den, 4.000 m²'ye kadar değişebilmektedir.

Satışlar Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	116	827	83.446	27.440	16.533	54.016	28.824	28.500	7.019	8	246.730
GBP	-	1.016	407	24	568	5.113	6	6	5	-	7.144
GBP (TL)	-	2.339	955	55	1.375	12.792	15	16	13	-	17.559
EUR	-	-	7	16	-	10	6	6	3	-	48
EUR (TL)	-	-	15	31	-	20	14	14	6	-	100
Toplam - A	116	3.166	84.416	27.527	17.908	66.827	28.853	28.530	7.039	8	264.389
Gerçekleşmiş ticari satışlar											
TL	-	-	898	544	652	661	112	47	-	-	2.913
USD	-	-	506	130	26	23	-	-	-	-	686
USD (TL)	-	-	781	198	41	38	-	-	-	-	1.058
Toplam - B	-	-	1.679	742	693	699	112	47	-	-	3.971
Toplam - A+B	116	3.166	86.095	28.268	18.601	67.526	28.964	28.576	7.039	8	268.360
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	3.584	31.131	19.868	-	-	-	54.583
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	568	52.115	59.861	37.217	-	-	149.762
Toplam - C	-	-	-	-	4.152	83.246	79.730	37.217	-	-	204.345
Toplam - A+B+C	116	3.166	86.095	28.268	22.753	150.772	108.694	65.794	7.039	8	472.705

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

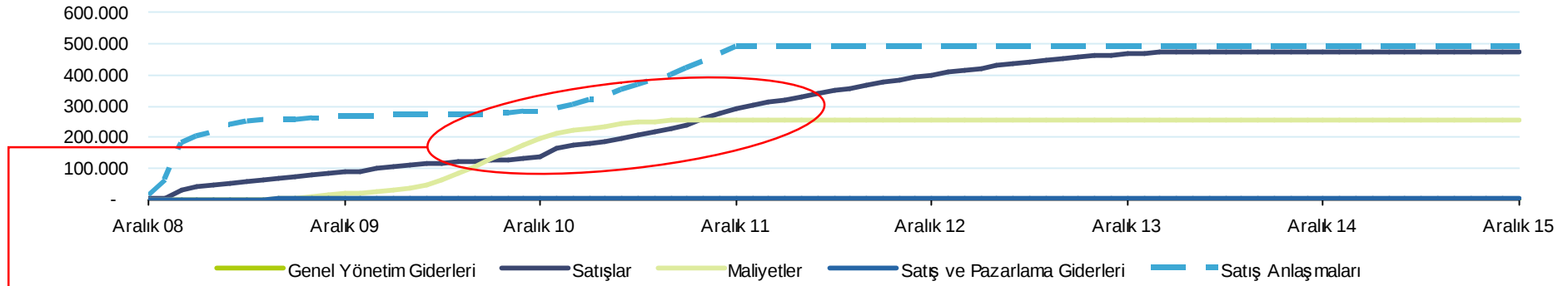
2. Etap Satışları Nakit Akımı



- Yukarıdaki tabloda 2. etaba dair yapılmış ve Yeşil İnşaat tarafından yapılacağı tahmin edilen satışlardan gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen nakit akımları bulunmaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın 2. etap kapsamında bugüne kadar gerçekleşmiş olan nakit TL bazlı konut satışlarının toplam değeri 246,7 mn TL'dir. Yeşil İnşaat Yönetimi bu tutarın 134,9 mn TL'lik kısmının değerlendirme tarihi sonrasında tahsil edileceğini öngörmektedir.
- Şirket projeksiyon dönemi boyunca, eldeki konutlardan döviz karşılığı satış olmayacağını varsaymıştır. Döviz bazlı satışlar üzerinden gerçekleşmesi beklenen nakit akımları halihazırda gerçekleşmiş satışlardan kaynaklanmaktadır.
- Projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen nakit akımlarının önemli bir kısmının henüz satılmamış ticari alanların satılması sonucu oluşması beklenmektedir.
- Tahmini konut ve ticari alan satış anlaşmalarının projeksiyon dönemi boyunca 204,3 mn TL nakit akımı oluşturacağı tahmin edilmektedir. Bu tutarın 54,6 mn TL'lik kısmının konut satışlarından geri kalan kısmının ise 149,8 mn TL'lik ticari alan satışlarından oluşacağı öngörülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 1. etap sonrasında ticari alanlara ağırlık verdiklerini belirtmiştir. 2. ve daha sonraki etaplarda ticari alan satışları önemli bir yer tutmaktadır.

Nakit Akımı

2. Etap - Kümüle Nakit Akımı ('000 TL)

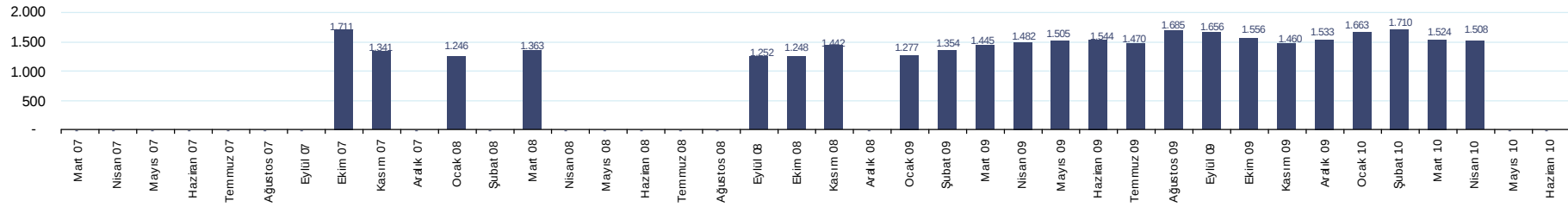


Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte, 2. etap inşaatı maliyeti, ilgili giderler ve satış gelirlerinden yaratılması beklenen nakit akımları kümüle şekilde gösterilmektedir.
- 2. etap nakit akımı incelendiğinde, satışlardan kaynaklanan nakit akımlarının maliyetleri karşılamakta yeterli olduğu göze çarpmaktadır. Yine de 2010 ve 2011 yıllarında ilave finansman ihtiyacı doğacağı öngörülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2. etapta tüm projeyi satışa açmak yerine blok blok satış yapmayı tercih etmiştir.
- Bu sayede konutların elde kalma riski ve satılamaması muhtemel konutlar için yapılabilecek maliyetler ile ilgili riskler en aza indirilmiştir. Yeşil İnşaat Yönetimi, bu yöntemi uygulayarak maliyetleri satışlarla daha kontrollü bir şekilde yönetmeyi başarmıştır.
- Ayrıca Yeşil İnşaat Yönetimi 2. etap satış tutarlarının tahsilatında 1. etapta izlediği iki defada tahsil etme stratejisi yerine, müşterilerine 60 aya kadar uzayabilen vadeler sunmuştur.
- Bu şekilde nakit girişi zamana yayılmış ve inşaatın kendi kendisini fonlaması sağlanmaya çalışılmıştır. Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan satış ve maliyet verileri incelendiğinde bu stratejinin başarıya ulaştığı anlaşılmaktadır.

m² Satış Fiyatı Analizi (1/2)

Gerçekleşmiş Satışlar m² Satış Fiyatı - 2. Etap

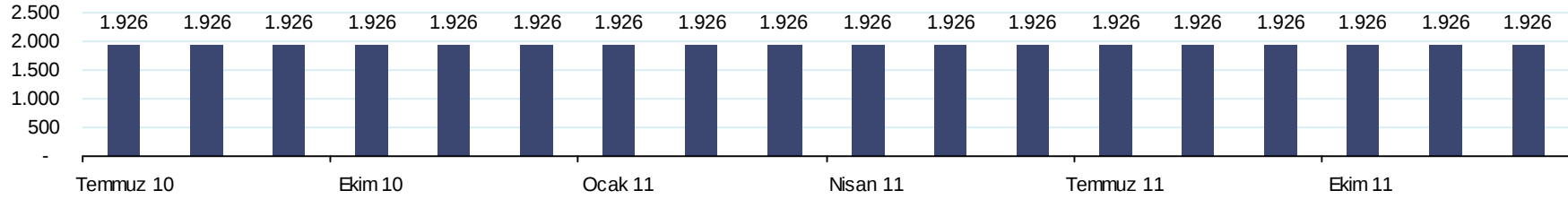


Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- Yukarıdaki grafikte, 2. etapla ilgili değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş satışların aylık ortalama m² fiyatları görülmektedir.
- 2009 yılı Ocak ve Aralık ayları arasında yaşanmış olan yoğun satış aktivitesi göz önünde bulundurulmuş ve bu iki ay arasında gerçekleşmiş devam eden bileşik büyüme oranı reel olarak %1,2 olarak hesaplanmıştır.
- 2009 yılı Aralık ayı ortalama m² satış fiyatı baz alınarak, aylık enflasyon beklentisi ve reel satış fiyatı büyüme beklentisi doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ticari alan fiyatları tahmin edilmiştir.
- Yeşil İnşaat'ın verdiği bilgilere göre henüz satılmamış ticari alanlarla ilgili ortalama liste fiyatı 2010 yılı Haziran ayı sonu itibariyle 4.731 TL olarak gerçekleşmiştir.
- Yan tarafta anlatılan yöntem kullanılarak 2010 yılı Kasım ayında başlaması beklenen ve 2011 yılının sonuna kadar süreceği tahmin edilen 2. etap ticari alan satışlarının ağırlıklı ortalama m² fiyatının değerlendirme tarihi itibariyle 5.686 TL olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.
- 2. etap konut satışlarının ortalama m² fiyatının değerlendirme tarihi itibariyle liste fiyatı olan 1.926 TL olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.
- Barter alışverişine konu olan daireler genellikle liste fiyatından işlem görmektedirler. Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği satış fiyatı listesine göre, projeksiyon dönemi boyunca yapılması planlanan barter satışlarının m² fiyatı 2.184 TL olarak tahmin edilmiştir.

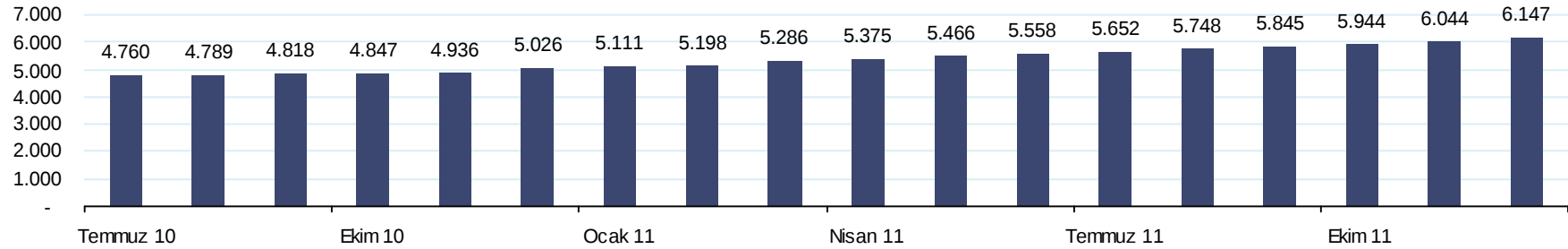
m² Satış Fiyatı Analizi (2/2)

2. Etap Aylık Ortalama Konut Satış Fiyatları (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

2. Etap Aylık Ortalama Ticari Alan Satış Fiyatları (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

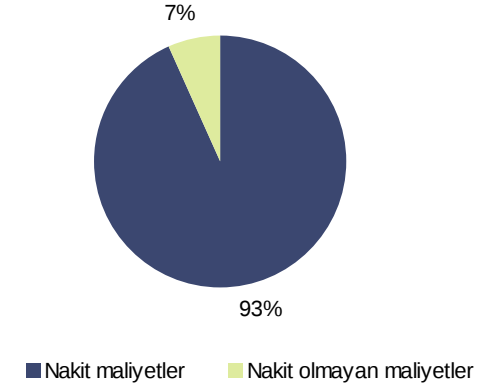
İnşaat Maliyetleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Hafriyat	-	-	(4.510)	(2.756)	(3.461)	-	-	-	-	-	(10.727)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik	-	-	(13.090)	(42.962)	(125.625)	(60.381)	(115)	-	-	-	(242.172)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	(234)	(31)	-	-	-	-	-	-	(266)
Diğer	-	(304)	(1.632)	(508)	(227)	-	-	-	-	-	(2.671)
Toplam	-	(304)	(19.466)	(46.258)	(129.313)	(60.381)	(115)	-	-	-	(255.836)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen ve nakit esasına göre hazırlanmış olan 2. etap inşaat maliyetleri görülmektedir.
- Toplamda 410.961 m² inşaat alanına sahip 2. etap ile ilgili gerçekleşmiş maliyetler ve gerçekleşmesi öngörülen nakit maliyetlerin toplamı 255,8 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2. etap kapsamında 18,5 mn TL'lik barter anlaşmasının yapılacağını öngörmektedir. Bu tutarın 18,4 mn TL'lik kısmını taşeronlara barter karşılığı değerlendirme tarihi öncesinde verilmiş konutlar ve projeksiyon dönemi boyunca yapılması öngörülen barter anlaşmaları oluşturmaktadır. 18,4 mn TL'lik tutar öngörülen nakit maliyetlere eklendiğinde toplam inşaat maliyetinin 274,2 mn TL'ye yükseldiği görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgilere göre, 2. etap için hazırlanan inşaat maliyeti projeksiyonları, şantiye ekibi ücretleri ile şantiye genel yönetim giderlerini içermektedir.
- Buradan hareketle, 2. etap için m² başına maliyetin 667 TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Maliyet Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

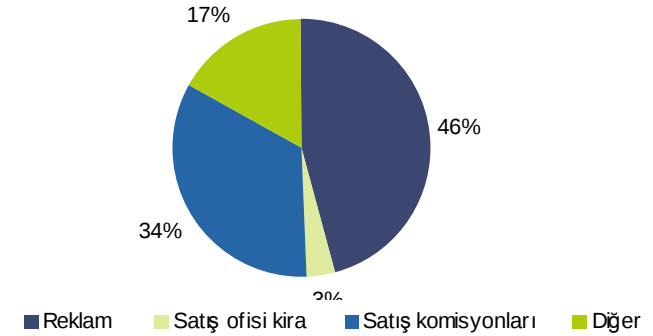
Satış ve Pazarlama Giderleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Reklam	-	(663)	(2.037)	-	-	-	-	-	-	-	(2.700)
Satış ofisi kira	-	-	(99)	(24)	(24)	(48)	-	-	-	-	(195)
Satış komisyonları	-	(190)	(397)	(306)	(73)	(1.022)	(8)	-	-	-	(1.997)
Diğer	-	-	(502)	(125)	(125)	(251)	-	-	-	-	(1.004)
Toplam	-	(853)	(3.035)	(456)	(223)	(1.321)	(8)	-	-	-	(5.896)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 2. etap satış ve pazarlama giderleri görülmektedir. Buradaki satış ve pazarlama giderleri, Yeşil İnşaat tarafından nakit esasına göre hazırlanmış tablolardan alınmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, son konut ve ticari alan satış anlaşmalarının gerçekleşeceği 2011 yılına kadar satış ofisi giderlerinin bir kısmını 2. etap nakit akımı içerisinde dikkate almaktadır.
- Satış komisyonlarının, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satışların %0,5'i oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satış ve pazarlama harcamaları yoğun olarak, inşaatı devam etmekte olan ya da henüz başlamamış diğer etapların tanıtımı için gerçekleştirilecektir.

Satış ve Pazarlama Giderleri Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	116	827	83.446	27.440	16.533	54.016	28.824	28.500	7.019	8	246.730
GBP	-	1.016	407	24	568	5.113	6	6	5	-	7.144
GBP (TL)	-	2.339	955	55	1.375	12.792	15	16	13	-	17.559
EUR	-	-	7	16	-	10	6	6	3	-	48
EUR (TL)	-	-	15	31	-	20	14	14	6	-	100
Toplam - A	116	3.166	84.416	27.527	17.908	66.827	28.853	28.530	7.039	8	264.389
Gerçekleşmiş ticari satışlar											
TL	-	-	898	544	652	661	112	47	-	-	2.913
USD	-	-	506	130	26	23	-	-	-	-	686
USD (TL)	-	-	781	198	41	38	-	-	-	-	1.058
Toplam - B	-	-	1.679	742	693	699	112	47	-	-	3.971
Toplam - A+B	116	3.166	86.095	28.268	18.601	67.526	28.964	28.576	7.039	8	268.360
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	3.584	31.131	19.868	-	-	-	54.583
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	568	52.115	59.861	37.217	-	-	149.762
Toplam - C	-	-	-	-	4.152	83.246	79.730	37.217	-	-	204.345
Toplam - A+B+C	116	3.166	86.095	28.268	22.753	150.772	108.694	65.794	7.039	8	472.705
Geliştirme Maliyetleri											
Hafriyat	-	-	(4.510)	(2.756)	(3.461)	-	-	-	-	-	(10.727)
Kaba-İnce-Elektrik	-	-	(13.090)	(42.962)	(125.625)	(60.381)	(115)	-	-	-	(242.172)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	(234)	(31)	-	-	-	-	-	-	(266)
Diğer	-	(304)	(1.632)	(508)	(227)	-	-	-	-	-	(2.671)
Şantiye Ekibi Ücretleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Şantiye Genel Yönetim Gideri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam - D	-	(304)	(19.466)	(46.258)	(129.313)	(60.381)	(115)	-	-	-	(255.836)
Satış ve pazarlama giderleri											
Reklam	-	(663)	(2.037)	-	-	-	-	-	-	-	(2.700)
Satış ofisi kira	-	-	(99)	(24)	(24)	(48)	-	-	-	-	(195)
Satış komisyonları	-	(190)	(397)	(306)	(73)	(1.022)	(8)	-	-	-	(1.997)
Diğer	-	-	(502)	(125)	(125)	(251)	-	-	-	-	(1.004)
Toplam - E	-	(853)	(3.035)	(456)	(223)	(1.321)	(8)	-	-	-	(5.896)
Nakit akımı A+B+C+D+E	116	3.026	64.514	(18.275)	(106.189)	94.216	108.583	65.806	7.046	8	218.851

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yandaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 2. etap nakit akım tablosu görülmektedir.
- 2. etabın inşaatına yönelik maliyetlerin 2011 yılı Aralık ayı itibarıyla tamamen sonlandırılması planlanmaktadır. Bundan sonra gerçekleşecek tapu harcı ödemelerinin konut teslimi gerçekleştikçe oluşacağı varsayılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2011 yılı sonunda 2. etap kapsamındaki bütün satılabilir alanları satmış olmayı planlamaktadır. Bu satışlardan oluşacak nakit akımlarının ise, 1 konut haricinde, 2014 yılında sonlanması beklenmektedir.

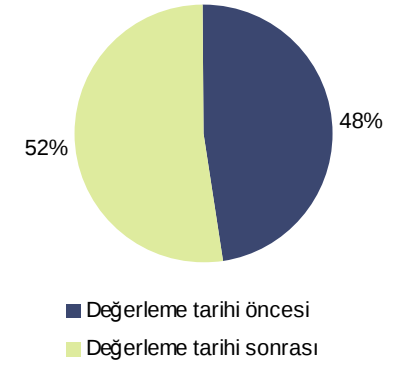
Bölüm 5.1.3

3. Etap - Nakit Akımları

Konut ve Ticari Alan Satışları, Barter Anlaşmaları

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Fili	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	-	-	14.079	173.558	-	-	-	-	-	-	187.637
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	123.884	-	-	-	-	-	123.884
Tahmini barter satışları											
TL	-	-	-	-	-	14.430	7.741	-	-	-	22.171
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	60.314	-	-	-	-	60.314
Toplam	-	-	-	-	123.884	74.744	7.741	-	-	-	206.369
Toplam	-	-	14.079	173.558	123.884	74.744	7.741	-	-	-	394.005

3. Etap Satış Anlaşmaları



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

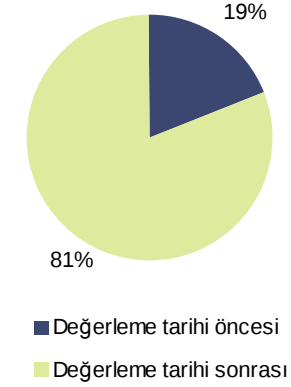
- Yukarıdaki tabloda 3. etap için gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen satış anlaşmalarının tutarları özetlenmektedir.
- 3. etapla ilgili ilk konut satışları 2009 yılının Aralık ayında yapılmaya başlanmıştır. Bu tarihte önce olan satışlar öncelikle 1. ya da 2. etaptan daire almış olup sonrasında kendi istekleri ile 3. etaba yönelen konut sahipleri ile ilgili satışlardır.
- Değerleme tarihi itibarıyla, 3. etap kapsamında yapılmış olan satış anlaşmalarının toplam tutarı 187,6 mn TL'ye ulaşmıştır. 3. etapta satılan daire adedi ise 1.858'dir. Toplam satılmış daire alanı ise 128.626 m²'dir.
- 3. etabın inşaat faaliyetleri henüz tam olarak başlamadığı için taşeronlarla yapılan barter anlaşmaları bulunmamaktadır.
- Projeksiyon dönemi boyunca 3. etap kapsamında yapılacak nakit konut satışlarının 72.128 m², barter satışlarının ise 10.070 m² konut alanını kapsaması planlanmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca taşeronlarla yapılması planlanan satış anlaşmalarının toplam tutarının 22,2 mn TL olacağını tahmin etmiştir. Bu kapsamda 142 adet konut taşeronlara devredilecektir.
- 2010 yılı Temmuz ayından başlamak üzere Yeşil İnşaat Yönetimi elde kalan 1.225 konut ve ticari alanla ilgili satış anlaşmalarının toplam tutarının 206,4 mn TL olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür.
- Yeşil İnşaat Yönetimi halihazırda ticari alan satışı gerçekleştirmemiştir.
- Projeksiyon döneminde ise 60,3 mn TL değerinde ticari alan satılması planlanmaktadır. Söz konusu ticari alanlar 11.715 m² olup, 30 adet farklı birimden oluşmakta ve büyüklükleri 30 m²'den, 2.000 m²'ye kadar değişmektedir.

Satışlar Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Fili	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları TL	-	-	3.145	67.945	16.906	32.308	57.842	9.432	46	12	187.637
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları TL	-	-	-	-	39.420	27.254	39.643	14.741	2.826	-	123.884
Tahmini ticari satışlar TL	-	-	-	-	-	28.323	24.126	7.866	-	-	60.314
Toplam	-	-	-	-	39.420	55.577	63.769	22.607	2.826	-	184.198
Toplam	-	-	3.145	67.945	56.326	87.885	121.611	32.039	2.872	12	371.835

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

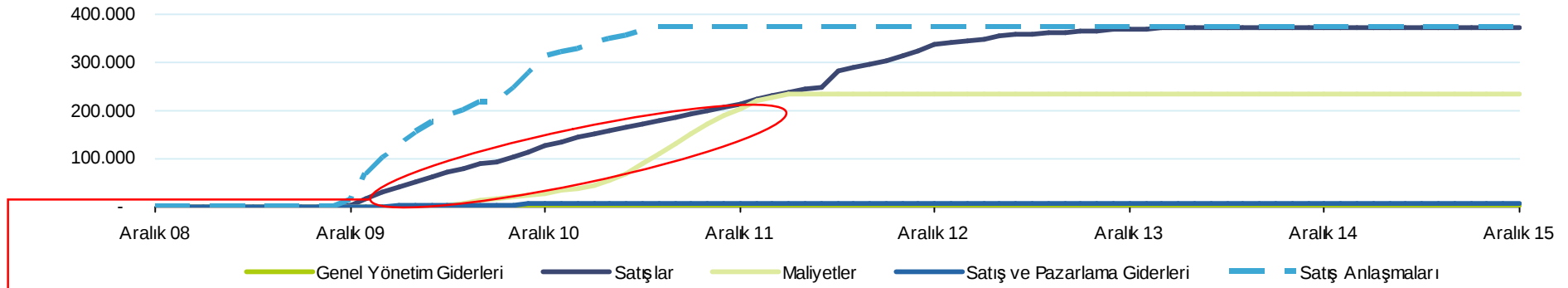
3. Etap Satışları Nakit Akımı



- Yukarıdaki tabloda 3. etaba dair yapılmış ve Şirket tarafından yapılacağı tahmin edilen satışlardan gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen nakit akımları bulunmaktadır.
- 3. etap kapsamında bugüne kadar gerçekleşmiş olan konut satışlarının toplam değeri olan 187,6 mn TL'nin 71,1 mn TL'lik kısmı değerlendirme tarihi itibarıyla tahsil edilmiştir. Kalan tutarın ise projeksiyon dönemi boyunca toplanacağı öngörülmektedir. Tahsil edilen tutarların 1. ve 2. etap maliyetleri için kullanıldığı anlaşılmaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın, değerlendirme tarihi itibarıyla döviz bazlı satışı bulunmamaktadır. Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi ile ilgili gerçekleşmesi muhtemel döviz bazlı satışlarla ilgili bir tahmin yapmamıştır.
- Projeksiyon döneminde TL olarak yapılacağı varsayılan satışlardan bir kısmının gerçekte döviz bazlı olarak yapılabilecek olmasının, değerlendirme çalışmasının sonuçlarını etkilemeyeceği değerlendirilmiştir. Bu nedenle Yeşil İnşaat Yönetiminden ayrıca döviz bazlı yapılacak satışlarla ilgili bir tahmin yapmaları istenmemiştir.
- Tahmini konut ve ticari satış anlaşmalarından projeksiyon dönemi boyunca 184,2 mn TL nakit akımı oluşacağı tahmin edilmektedir. Bu tutarın 123,9 mn TL'lik kısmının konut satışlarından geri kalan kısmının ise 60,3 mn TL'lik ticari alan satışlarından oluşacağı öngörülmektedir.
- 3. etap ile ilgili yapılacak satışların büyük çoğunluğunun 2014 yılı Nisan ayına kadar tahsil edilmesi planlanmaktadır.

Nakit Akımı

3. Etap - Kümüle Nakit Akımı ('000 TL)

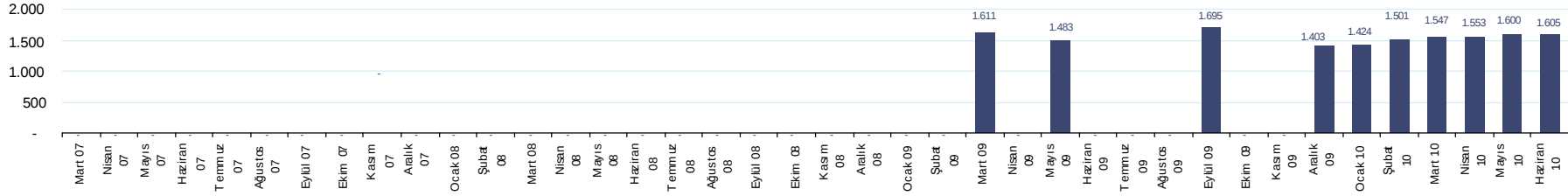


Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte, 3. etap inşaatı maliyeti, ilgili giderler ve satış gelirlerinden yaratılması beklenen nakit akımları kümüle şekilde gösterilmektedir.
- Şirket 3. etapla ilgili, 2010 yılının ilk 6 ayında yüksek miktarda satış anlaşması yapmış ve önemli miktarda nakit tahsilatı gerçekleştirmiştir.
- 3. etapla ilgili inşaat maliyetlerinin değerlendirme tarihi itibarıyla henüz gerçekleşmemiş olduğu düşünüldüğünde, Yeşil İnşaat'ın 3. etabın nakit yönetiminde ilk 2 etaba göre daha başarılı olduğu değerlendirilebilir.
- Projeksiyon dönemi boyunca, toplam maliyetler ile satışlardan kaynaklanan nakit girişleri karşılaştırıldığında, 3.etabın ilave bir finansman ihtiyacı olmadan tamamlanabileceği öngörülmektedir.
- Geçmiş 2 projeye ilişkin nakit akımları incelendiğinde, Yeşil İnşaat'ın bu yapıya doğru ilerlemekte olduğu göze çarpmaktadır. Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan satış ve maliyet bilgilerine bakıldığında, 2. etabın nakit yönetiminin 1. etaba göre iyileştiği anlaşılmaktadır.

m² Satış Fiyatı Analizi (1/2)

Gerçekleşmiş Satışlar m² Satış Fiyatı - 3. Etap



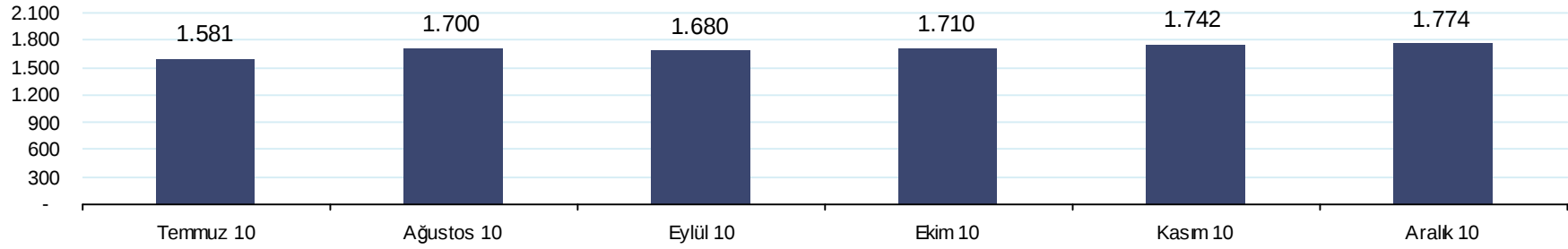
Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki grafikte, 3. etapla ilgili değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş TL bazlı nakit satışların aylık ortalama m² fiyatları görülmektedir.
- 3. etap için projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen m² satış fiyatlarının tahmin edilmesinde 2. etapta uygulanan yöntem benimsenmiştir.
- Projeksiyon dönemi için aylık ortalama m² satış fiyatları, 2010 yılı Eylül ayı içerisinde gerçekleşmiş olan 1.680 TL'lik ortalama m² satış fiyatının aylık enflasyon beklentisi ve %1,2'lik aylık reel artış oranları göz önüne alınarak artırılması ile tahmin edilmiştir.
- Böylece 2010 yılı ikinci yarısı boyunca yapılması beklenen konut satışları sonucu gerçekleşecek ağırlıklı ortalama m² satış fiyatının 1.718 TL olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

- Ticari alanlar için aylık ortalama m² satış fiyatları tahmin edilirken ise, 2. etapdaki 2010 yılı Haziran ayı itibariyle güncel liste fiyatlarından yola çıkılmış ve 2011 yılının Ocak ayında başlaması beklenen ticari alan satışlarının aylık ortalama m² satış fiyatları 2. etap güncel liste fiyatlarının enflasyon bazında artırılması ile tahmin edilmiştir.
- Bu varsayımdaki temel yaklaşım, 3. ve sonraki etaplar için satışa çıkılan fiyatın, bir önceki satışa çıkılan fiyata göre enflasyonun etkisini içermesi gerektirir. Bunun yanı sıra, etaplar tamamlandıkça satış fiyatlarında reel bir artış da beklenmektedir.
- Bu yaklaşım, 3. etabın ticari alan satışları ile 4. ve 5. etabın tüm satışlarının fiyatları tahmin edilirken kullanılmıştır.
- 2011 yılı boyunca sürecek olan ticari alan satışları boyunca aylık ortalama m² fiyatlarının aylık enflasyon beklentisi ve aylık reel %1,2'lik fiyat artışları oranında değişeceği öngörülmüştür.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon döneminde yapacağı barter anlaşmalarının ortalama m² satış fiyatını 2.264 TL olarak tahmin etmiştir.

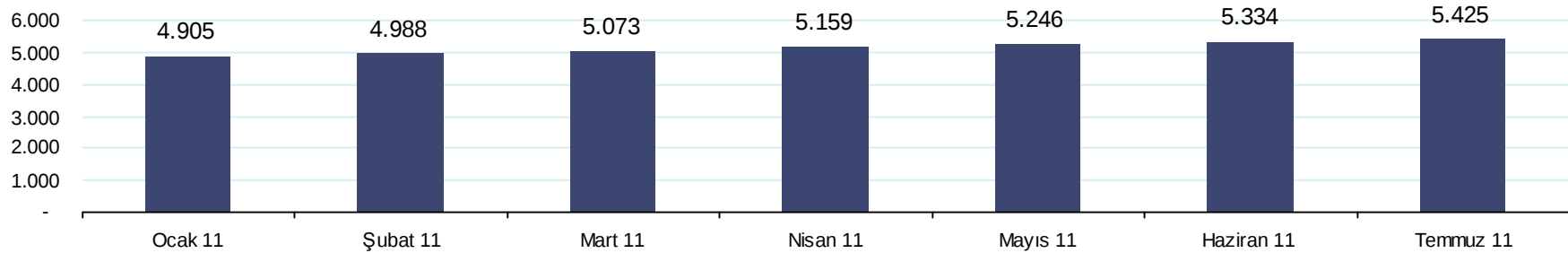
m² Satış Fiyatı Analizi (2/2)

3. Etap Aylık Ortalama Konut Satış Fiyatları (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

3. Etap Aylık Ortalama Ticari Alan Satış Fiyatları (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

İnşaat Maliyetleri

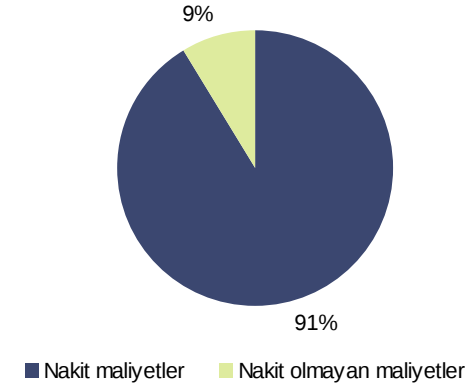
('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Hafriyat	-	-	-	(3.428)	(22.852)	-	-	-	-	-	(26.280)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik	-	-	-	-	-	(158.127)	(26.517)	-	-	-	(184.644)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	-	-	-	(9.261)	(2.157)	-	-	-	(11.418)
Diğer	-	-	(239)	(474)	(1.606)	(8.948)	(1.079)	-	-	-	(12.345)
Toplam	-	-	(239)	(3.902)	(24.458)	(176.336)	(29.752)	-	-	-	(234.686)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen ve nakit esasına göre hazırlanmış olan 3. etap inşaat maliyetleri görülmektedir.
- 3. etabın hafriyat çalışmalarına 2010 yılı Haziran ayı itibarıyla başlanmıştır. Değerleme tarihi öncesindeki diğer harcamalar, 3. etap projesi ile ilgili çalışan mimarlık ofislerine yapılan ödemeleri temsil etmektedir.
- Toplamda 332.000 m² inşaat alanına sahip 3. etap ile ilgili gerçekleşmiş maliyetler ve gerçekleşmesi öngörülen nakit maliyetlerin toplamı 234,7 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 3. etap kapsamında 22,2 mn TL'lik barter anlaşmasının yapılacağını öngörmektedir. Bu tutarın tamamını taşeronlarla projeksiyon dönemi boyunca yapılması öngörülen barter anlaşmaları oluşturmaktadır. 22,2 mn TL'lik tutar öngörülen nakit maliyetlere eklendiğinde toplam maliyetin 256,9 mn TL'ye yükseldiği görülmektedir.
- Buradan hareketle, 3. etap için m² başına maliyetin nominal bazda 774 TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu rakam, Yeşil Gayrimenkul'ün %7'lik beklenen kar payını da içermektedir.

- Yeşil İnşaat Yönetimi, 3., 4. ve 5. etaplar için gereken hafriyat işlerinin 3. etap kapsamında yapılacağını belirtmişlerdir. Bu nedenle 3. etap m² inşaat maliyetinin kendinden önceki etaplara göre daha yüksek olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Maliyet Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

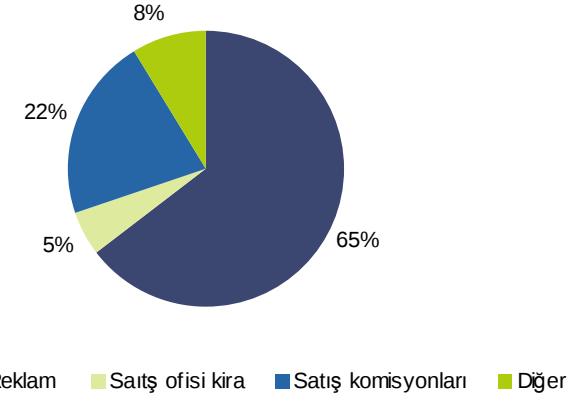
Satış ve Pazarlama Giderleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Reklam	-	-	-	-	(1.837)	-	-	-	-	-
Satış ofisi kira	-	-	-	-	(326)	-	-	-	-	-
Satış komisyonları	-	-	-	-	(620)	(374)	(39)	-	-	-
Diğer	-	-	-	-	(92)	(184)	(184)	-	-	-
Toplam	-	-	(610)	(5.130)	(2.875)	(557)	(222)	-	-	-

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 3. etap satış ve pazarlama giderleri görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2010 yılının ilk yarısının sonuna kadar 3. Etap'la ilgili 5,7 mn TL değerinde satış ve pazarlama giderine katlanmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca ilgili yapılacak satış ve pazarlama giderlerinin yaklaşık olarak 3,7 mn TL olacağını bildirmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2010 yılı sonuna kadar 3. etapla ilgili reklam harcaması yapmayı planlamaktadır.
- Satış komisyonlarının, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satışların %0,5'i oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Satış ve pazarlama giderlerinin önceki etaplara göre nominal olarak daha düşük gerçekleşmesi beklenmektedir.

Satış ve Pazarlama Giderleri Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Fili	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Gerçekleşmiş satışlar											
Gerçekleşmiş konut satışları											
TL	-	-	3.145	67.945	16.906	32.308	57.842	9.432	46	12	187.637
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	39.420	27.254	39.643	14.741	2.826	-	123.884
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	28.323	24.126	7.866	-	-	60.314
Toplam - A	-	-	-	-	39.420	55.577	63.769	22.607	2.826	-	184.198
Toplam - B	-	-	3.145	67.945	56.326	87.885	121.611	32.039	2.872	12	371.835
Geliştirme Maliyetleri											
Hafriyat	-	-	-	(3.428)	(22.852)	-	-	-	-	-	(26.280)
Kaba-Ince-Elektrik	-	-	-	-	-	(158.127)	(26.517)	-	-	-	(184.644)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	-	-	-	(9.261)	(2.157)	-	-	-	(11.418)
Diğer	-	-	(239)	(474)	(1.606)	(8.948)	(1.079)	-	-	-	(12.345)
Şantiye Ekibi Ücretleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Şantiye Genel Yönetim Gideri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam - C	-	-	(239)	(3.902)	(24.458)	(176.336)	(29.752)	-	-	-	(234.686)
Satış ve pazarlama giderleri											
Reklam	-	(663)	(201)	(1.685)	(1.836,8)	-	-	-	-	-	(4.386)
Satış ofisi kira	-	-	-	(24)	(326)	-	-	-	-	-	(350)
Satış komisyonları	-	-	-	(467)	(620)	(374)	(39)	-	-	-	(1.499)
Diğer	-	-	-	(125)	(92)	(184)	(184)	-	-	-	(585)
Toplam - D	-	(663)	(201)	(2.302)	(2.875)	(557)	(222)	-	-	-	(6.821)
Nakit akımı A+B+C+D	-	(663)	2.705	61.742	28.993	(89.008)	91.636	32.039	2.872	12	130.327

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihine kadar gerçekleşmiş ve sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 3. etap nakit akım tablosu görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2012 yılı Mayıs ayı sonunda 3. etap kapsamındaki bütün satılabilir alanları satmış olmayı planlamaktadır. Bu satışlardan oluşacak nakit akımlarının büyük çoğunluğunun ise, 2014 yılı Nisan ayına kadar sonlanması planlanmaktadır.

- 3. etabın inşaatına yönelik maliyetlerin Mart 2012 yılı itibarıyla tamamen sonlandırılması planlanmaktadır. Bundan sonra gerçekleşecek tapu harcı ödemeleri konut teslimi gerçekleştikçe oluşacaktır.

Bölüm 5.1.4

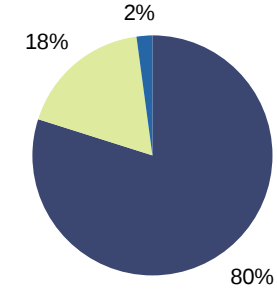
4. Etap - Nakit Akımları

Konut ve Ticari Alan Satışları, Barter Anlaşmaları

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	-	401.736	-	-	-	-	401.736
Tahmini barter satışları											
TL	-	-	-	-	-	-	17.354	11.569	-	-	28.923
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	22.479	78.822	-	-	-	101.301
Toplam	-	-	-	-	-	424.215	96.176	11.569	-	-	531.961

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

4. Etap Satış Anlaşmaları



■ MY11 ■ MY12 ■ MY13

- Yukarıdaki tabloda 4. etap için gerçekleşmesi beklenen satış anlaşmalarının tutarları özetlenmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca 430,6 mn TL değerinde konut ve 101,3 mn TL değerinde ticari alan satışı yapılacağını tahmin etmektedir.
- Projeksiyon dönemi boyunca taşeronlarla yapılması planlanan barter satış anlaşmalarının toplam tutarının 28,9 mn TL olacağı tahmin edilmektedir.
- Projeksiyon dönemi boyunca 4. etap kapsamında yapılacak nakit konut satışlarının 250.853 m², barter satışlarının 13.147 m² ve ticari alan satışlarının da 16.500 m² alanı kapsamı planlanmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 3. etap için tahsis edilen alan üzerinde 3., 4. ve 5. etapları geliştireceklerini tarafımıza bildirmişlerdir. Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, 4. ve 5. etabın gerçekleştirileceği arsa üzerinde proje geliştirmenin önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır.
- Bu arsanın en iyi ve en muhtemel kullanım şeklinin, üzerinde proje geliştirmek olduğu anlaşılmaktadır. Bunun yanı sıra Yeşil İnşaat'ın edindiği deneyim ve marka bilinirliği ile 4. ve 5. etapları geliştirmeye ve satmaya yöneleceği düşünülmektedir.
- Bu nedenle, Yeşil İnşaat'ın değerlendirme çalışmasında, bu arsalar üzerinde Innovia 4 ve Innovia 5 projelerinin geliştirileceği varsayılmıştır.
- Herhangi bir projesi olmayan ve henüz bir satış gerçekleşmemiş olan 4. ve 5. etabın, diğer etaplara göre daha riskli olduklarını göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bu risk faktörü, değerlendirme çalışmasında indirgeme oranı içerisinde dikkate alınmıştır.

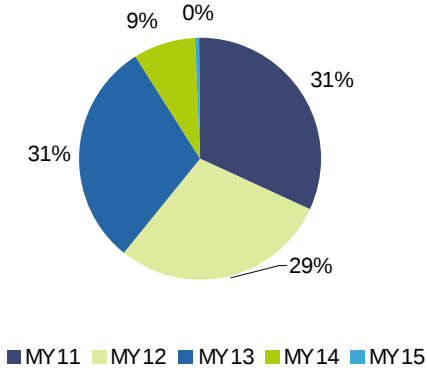
Satışlar Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	-	149.862	88.382	118.414	42.841	2.237	401.736
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	10.786	55.038	35.477	-	-	101.301
Toplam	-	-	-	-	-	160.649	143.420	153.891	42.841	2.237	503.037

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda 4. etaba dair gerçekleşmesi beklenen nakit akımları bulunmaktadır.
- Tahmini konut ve ticari satış anlaşmalarından projeksiyon dönemi boyunca 503,0 mn TL nakit akımı oluşturulacağı tahmin edilmektedir. Bu tutarın 401,7 mn TL'lik kısmının konut satışlarından geri kalan kısmının ise 101,3 mn TL'lik ticari alan satışlarından oluşacağı öngörülmektedir.
- 4. etap ile ilgili oluşacak nakit akımlarının 2011 yılının Ocak ayında başlayıp 2015 yılı Nisan ayı içerisinde sona ereceği planlanmaktadır.

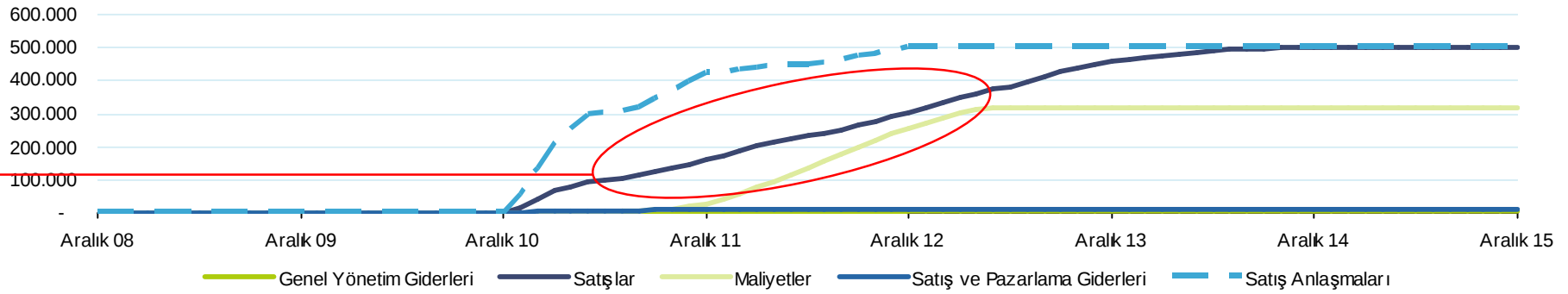
4. Etap Satışları Nakit Akımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı

4. Etap - Kümüle Nakit Akımı ('000 TL)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

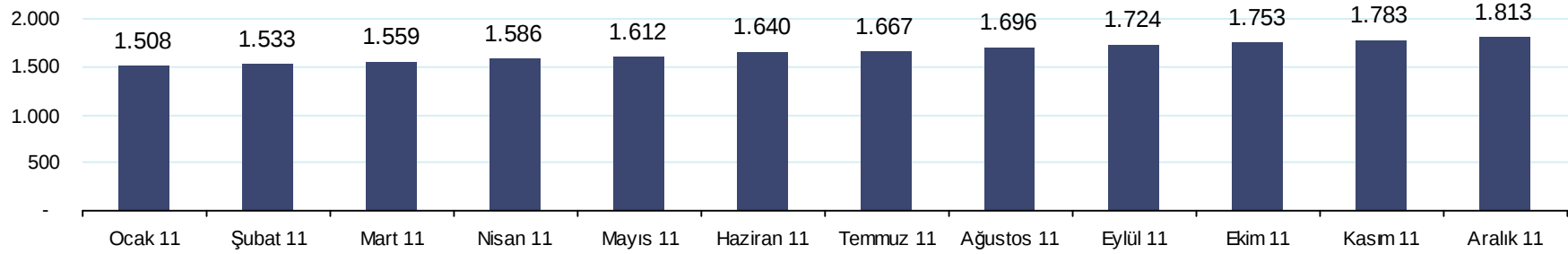
- Yukarıdaki grafikte, 4. etap inşaatı maliyeti, ilgili giderler ve satış gelirlerinden yaratılması beklenen nakit akımları kümüle şekilde gösterilmektedir.
- Bu grafik, 4. etapta hedeflenen nakit yönetiminin, 3. etapla oldukça benzer olduğunu ortaya koymaktadır. Yeşil İnşaat Yönetimi 4. etap için sağladığı projeksiyonlarda, 3. etaba göre biraz daha iyimser bir tablo çizmiştir. 3. etabın projeksiyonlarında, kümüle maliyetler ile kümüle satışların 2012 yılı başında birbirine yaklaşması öngörülmüşken, 4. etap için böyle bir durum söz konusu değildir.
- Nakit yönetiminde edinilen deneyimler ve marka bilinirliğinin artması, bu varsayımın temel sebebidir.
- Yeşil İnşaat'ın ilk 3 etap için ortaya koyduğu performans sırasıyla göz önünde bulundurularak 4. ve 5. etap için daha iyimser tahminler yapılmış ve bu etapların herhangi bir dış kaynak kullanımına gerek olmadan tamamlanabileceği öngörülmüştür.
- Yeşil İnşaat Yönetimi özellikle 3. etabın nakit hareketlerinde ortaya konulan başarının, 4. ve 5. etaplarda da sürdürüleceğini beklemektedir.

m² Satış Fiyatı Analizi (1/2)

- Yeşil İnşaat Yönetimi, 4. etap aylık ortalama konut m² satış fiyatlarını tahmin ederken, 3. etap fiyatlarından yararlanmıştır.
- 4. etapla ilgili konut satışlarının 2011 yılı Ocak ayında başlayıp 2011 yılı Aralık ayı sonuna kadar süreceği tahmin edilmektedir.
- 2011 yılı Ocak ayında yapılması beklenen satışlar için tahmin edilen aylık ortalama konut m² satış fiyatı, 3. etap'ın 2009 yılı Aralık ayında gerçekleşmiş ortalama konut m² satış fiyatı üzerine aylık enflasyon beklentilerinin etkileri uygulanarak tahmin edilmiştir. Bu yaklaşım, bütün etaplar için açılış fiyatının reel olarak bir önceki etap ile aynı olacağı varsayımına dayanmaktadır.
- Böylece 4. etap için projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ağırlıklı ortalama konut m² satış fiyatı 1.601 TL olarak hesaplanmıştır.
- Ticari alanlar için aylık ortalama m² satış fiyatı tahmin edilirken de aynı yöntem kullanılarak 2. etap ticari alanlarının güncel liste fiyatlarının üzerine enflasyon etkisi getirilmiş ve 4. etap ticari alanlarının başlangıç satış fiyatları tahmin edilmiştir.
- 4. etap ticari alanlarının başlangıç satış fiyatları tahmini yapılırken 2. etap ticari alanlarının güncel liste fiyatlarının kullanılmış olmasının nedeni 3. etapla ilgili henüz bir ticari alan satışının yapılmış olmaması ve güncel liste fiyatının bulunmamasındandır.
- Projeksiyonlarda 3. ve 4. etaplarla ilgili ticari alanların 2011 yılı Ocak ayında beraber satışa çıkarılacağı göz önüne alınmış ve 2. etap ticari alan ortalama güncel liste fiyatından 2 etap için de ortak bir fiyat tahmin edilmiştir.
- 4. etap için, 2011 yılı Ocak ayından Mayıs ayı sonuna kadar toplam satılacak alanın sadece %5'inin satılacağına projekte edilmiş olması nedeniyle, satışların bir sonucu olarak ortaya çıkması beklenen tahmini reel fiyat artış oranı bu 6 aylık dönemde satış fiyatlarına uygulanmamış ve satış fiyatları sadece gerçekleşmesi beklenen aylık enflasyon oranında artırılmıştır.
- 2011 yılı Mayıs ayından sonraki dönemde ise, ortalama konut m² satış fiyatının, aylık enflasyon beklentisi ve aylık tahmini reel fiyat artış oranı (%1,2) ile artacağı öngörülmüştür.
- Böylece 4. etap için projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ağırlıklı ortalama ticari alan m² satış fiyatı nominal olarak 6.140 TL olarak hesaplanmıştır.
- Yukarıdan da anlaşılabileceği gibi, 3. ve 4. etapların aynı anda aynı liste fiyatından satışa çıkarılacakları tahmin edilmiş ama 3. etapla ilgili ortalama satış fiyatı artışının 4. etaptakinden reel satış fiyatı artışı olan %1,2 oranında daha hızlı gerçekleşeceğini varsayılmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon döneminde yapacağı barter anlaşmalarında ise, geçmiş dönemleri de göz önüne alarak, ortalama m² satış fiyatının 2.200 TL olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür.

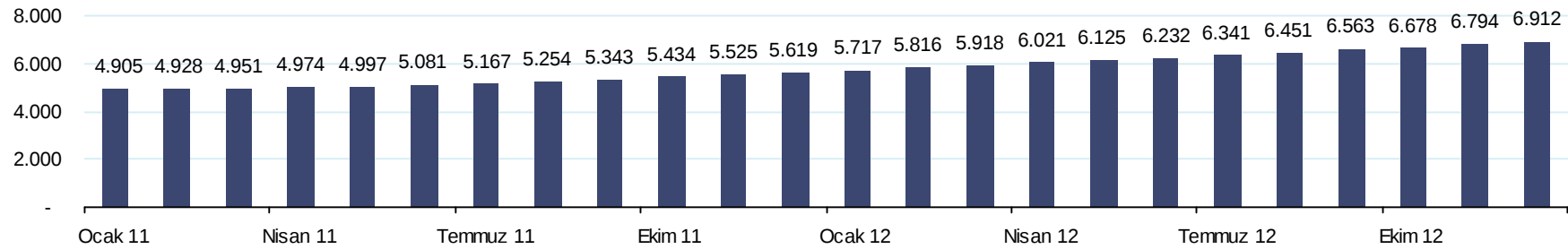
m² Satış Fiyatı Analizi (2/2)

4. Etap Aylık Ortalama Konut Satış Fiyatı (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

4. Etap Aylık Ortalama Ticari Alan Satış Fiyatı (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

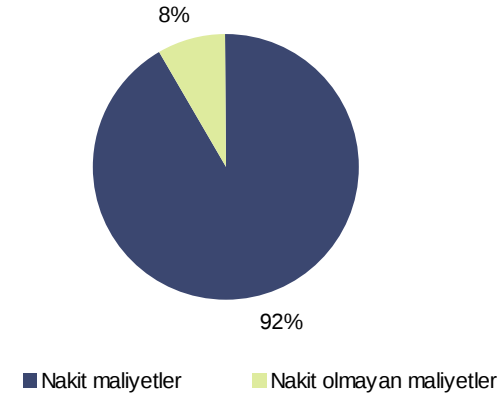
İnşaat Maliyetleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Hafriyat	-	-	-	-	-	(2.861)	(23.503)	(6.175)	-	-	(32.539)
Kaba-İnce-Elektrik	-	-	-	-	-	(22.029)	(182.523)	(48.421)	-	-	(252.972)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	-	-	-	(1.393)	(11.441)	(3.006)	-	-	(15.840)
Diğer	-	-	-	-	-	(1.393)	(11.441)	(3.006)	-	-	(15.840)
Toplam	-	-	-	-	-	(27.675)	(228.908)	(60.609)	-	-	(317.192)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen ve nakit esasına göre hazırlanmış olan 4. etap inşaat maliyetleri görülmektedir.
- Toplamda 445.000 m² inşaat alanına sahip 4. etap ile ilgili gerçekleşmesi öngörülen nakit maliyetlerin toplamı 317,2 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 4. etap kapsamında 28,9 mn TL'lik barter anlaşmasının yapılacağını öngörmektedir. Bu tutarın tamamını taşeronlarla projeksiyon dönemi boyunca yapılması öngörülen barter anlaşmaları oluşturmaktadır. 28,9 mn TL'lik tutar öngörülen toplam nakit maliyetler üzerine barter maliyetleri de eklendiğinde toplam maliyetin 346,1 mn TL olacağı öngörülmektedir.
- Buradan hareketle, 4. etap için gerçekleşmesi beklenen m² başına maliyet nominal bazda 778 TL olarak tahmin edilmiştir.

Maliyet Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

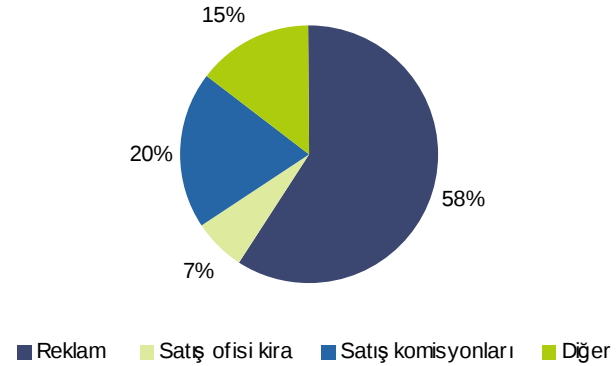
Satış ve Pazarlama Giderleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Reklam	-	-	-	-	-	(5.999)	-	-	-	-	(5.999)
Satış ofisi kira	-	-	-	-	-	(702)	-	-	-	-	(702)
Satış komisyonları	-	-	-	-	-	(2.009)	-	-	-	-	(2.009)
Diğer	-	-	-	-	-	(750)	(750)	-	-	-	(1.500)
Toplam	-	-	-	-	-	(9.459)	(750)	-	-	-	(10.209)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 4. etap satış ve pazarlama giderleri görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2012 yılı Ocak ayına kadar 4. etapla ilgili reklam harcaması yapmayı planlamaktadır.
- Satış komisyonlarının, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satışların %0,5'i oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Satış ve Pazarlama Giderleri Kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	-	149.862	88.382	118.414	42.841	2.237	401.736
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	10.786	55.038	35.477	-	-	101.301
Toplam - A	-	-	-	-	-	160.649	143.420	153.891	42.841	2.237	503.037
Geliştirme Maliyetleri											
Hafriyat	-	-	-	-	-	(2.861)	(23.503)	(6.175)	-	-	(32.539)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik	-	-	-	-	-	(22.029)	(182.523)	(48.421)	-	-	(252.972)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	-	-	-	(1.393)	(11.441)	(3.006)	-	-	(15.840)
Diğer	-	-	-	-	-	(1.393)	(11.441)	(3.006)	-	-	(15.840)
Şantiye Ekibi Ücretleri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Şantiye Genel Yönetim Gideri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam - B	-	-	-	-	-	(27.675)	(228.908)	(60.609)	-	-	(317.192)
Satış ve pazarlama giderleri											
Reklam	-	-	-	-	-	(5.999)	-	-	-	-	(5.999)
Satış ofisi kira	-	-	-	-	-	(702)	-	-	-	-	(702)
Satış komisyonları	-	-	-	-	-	(2.009)	-	-	-	-	(2.009)
Diğer	-	-	-	-	-	(750)	(750)	-	-	-	(1.500)
Toplam - C	-	-	-	-	-	(9.459)	(750)	-	-	-	(10.209)
Nakit akımı A+B+C	-	-	-	-	-	123.515	(86.238)	93.283	42.841	2.237	175.637

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 4. etap nakit akım tablosu görülmektedir.
- 4. etabın inşaatına yönelik maliyetlerin 2013 yılı Mayıs ayı itibarıyla tamamen sonlandırılması planlanmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2013 yılı Ağustos ayı sonunda 4. etap kapsamındaki bütün satılabilir alanları satmış olmayı planlamaktadır. Bu satışlardan oluşacak nakit akımlarının ise, 2015 yılı Nisan ayı sonuna kadar sonlanması planlanmaktadır.

Bölüm 5.1.5

5. Etap - Nakit Akımları

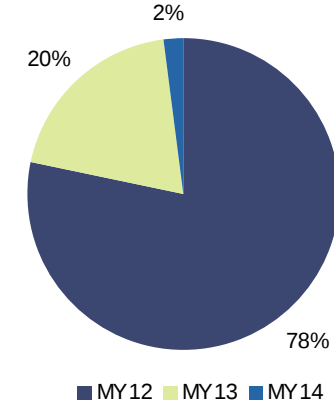
Konut ve Ticari Alan Satışları, Barter Anlaşmaları

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar											
Tahmini konut satışları											
TL	-	-	-	-	-	-	368.932	-	-	-	368.932
Tahmini barter satışları											
TL	-	-	-	-	-	-	-	15.055	10.036	-	25.091
Tahmini ticari satışlar											
TL	-	-	-	-	-	-	23.849	83.099	-	-	106.948
Toplam	-	-	-	-	-	-	392.781	98.153	10.036	-	500.971

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

5. Etap Satış Anlaşmaları

- Yukarıdaki tabloda 5. etap için gerçekleşmesi beklenen satış anlaşmalarının tutarları özetlenmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca 368,9 mn TL değerinde konut ve 106,9 mn TL değerinde ticari alan satışı yapılacağını tahmin etmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon dönemi boyunca taşeronlarla yapılması planlanan barter satış anlaşmalarının toplam tutarının 25,1 mn TL olacağını tahmin etmiştir.
- Projeksiyon dönemi boyunca 5. etap kapsamında yapılacak nakit konut satışlarının 217.595 m², barter satışlarının 11.405 m² ve ticari alan satışlarının da 16.500 m² alanı kapsamaları planlanmaktadır.



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

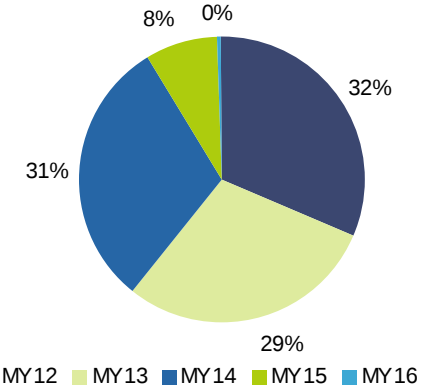
Satışlar Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	MY16 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar												
Tahmini konut satışları												
TL	-	-	-	-	-	-	137.603	81.165	108.720	39.384	2.060	368.932
Tahmini ticari satışlar												
TL	-	-	-	-	-	-	11.437	58.166	37.344	-	-	106.948
Toplam	-	-	-	-	-	-	149.040	139.331	146.064	39.384	2.060	475.880

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda 5. etaba dair gerçekleşmesi beklenen nakit akımları bulunmaktadır.
- Tahmini konut ve ticari satış anlaşmalarından projeksiyon dönemi boyunca 475,8 mn TL nakit akımı oluşturulacağı tahmin edilmektedir. Bu tutarın 368,9 mn TL'lik kısmının konut satışlarından geri kalan kısmının ise 106,9 mn TL'lik ticari alan satışlarından oluşacağı öngörülmektedir.
- 5. etap ile ilgili oluşacak nakit akımlarının 2012 yılının Ocak ayında başlayıp 2016 yılı Nisan ayı içerisinde sona ereceği planlanmaktadır.

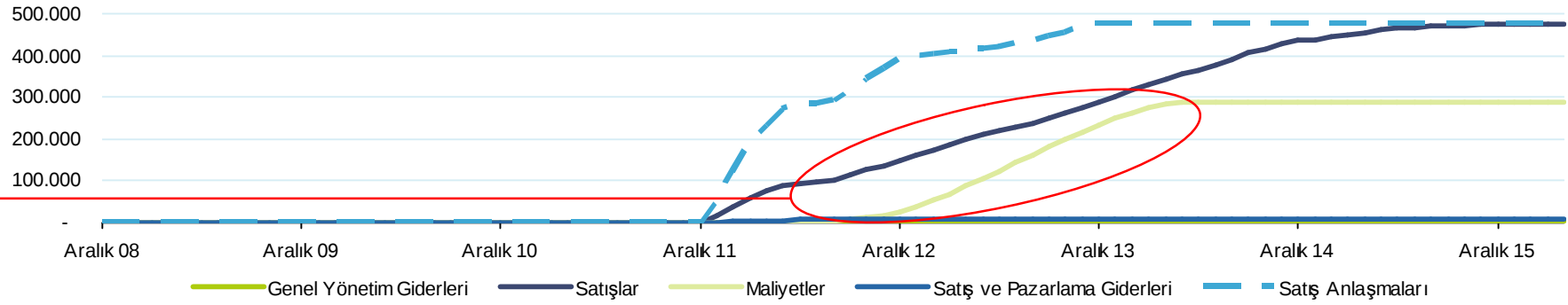
5. Etap Satışları Nakit Akımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı Gelişimi

5. Etap - Kümüle Nakit Akımı ('000 TL)



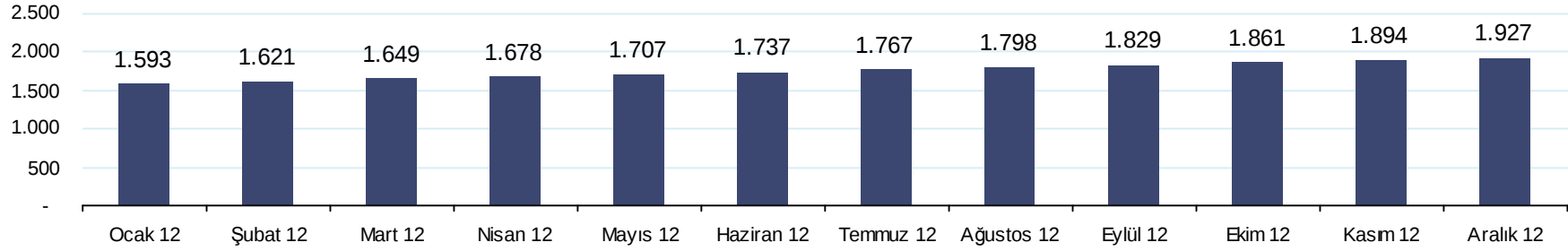
- Yukarıdaki grafikte, 5. etap inşaatı maliyeti, ilgili giderler ve satış gelirlerinden yaratılması beklenen nakit akımları kümüle şekilde gösterilmektedir.
- 4. etapla benzer bir şekilde, 5. etabın da herhangi bir dış kaynak kullanımına gerek olmadan tamamlanabileceği öngörülmektedir.

m² Satış Fiyatı Analizi (1/2)

- Yeşil İnşaat Yönetimi, 5. etap aylık ortalama konut m² satış fiyatlarını tahmin ederken, tahmini 4. etap fiyatlarından yararlanmıştır.
- 5. etapla ilgili konut satışlarının 2012 yılı Ocak ayında başlayıp 2012 yılı Aralık ayı sonuna kadar süreceği tahmin edilmektedir.
- 2012 yılı Ocak ayında yapılması beklenen satışlar için tahmin edilen aylık ortalama konut m² satış fiyatı, 4. etabın 2011 yılı Ocak ayında gerçekleşmesi beklenen ortalama konut m² satış fiyatı üzerine aylık enflasyon beklentilerinin etkileri uygulanarak tahmin edilmiştir. Bu şekilde 4. etapta olduğu gibi 5. etapta da açılış satış fiyatlarının reel olarak 3. etap ile aynı kalacağı varsayılmıştır.
- 2012 yılı Ocak ayından sonraki dönemde ise, ortalama konut m² satış fiyatının, aylık enflasyon beklentisi ve aylık tahmini reel fiyat artış oranı (%1,2) ile artacağı öngörülmüştür.
- Böylece 5. etap için projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ağırlıklı ortalama konut m² satış fiyatı nominal 1.695 TL olarak hesaplanmıştır.
- Ticari alanlar için aylık ortalama m² satış fiyatı tahmin edilirken de aynı yöntem kullanılarak 4. etap tahmini ilk dönem ticari alan satış fiyatının üzerine enflasyon etkisi getirilmiş ve 5. etap ticari alanlarının başlangıç satış fiyatı tahmin edilmiştir.
- 2012 yılı Ocak ayından Mayıs ayı sonuna kadar toplam satılacak alanın sadece %5'inin satılacağını projekte edilmiş olması nedeniyle, satışların bir sonucu olarak ortaya çıkması beklenen tahmini reel fiyat artış oranı bu 6 aylık dönemde satış fiyatlarına uygulanmamış ve satış fiyatları sadece gerçekleşmesi beklenen aylık enflasyon oranında artırılmıştır..
- Sonraki dönemde gerçekleşmesi beklenen fiyat değişimlerinin ise aylık enflasyon ve reel satış fiyatı artışı beklentileri doğrultusunda olacağı varsayılmıştır.
- Böylece 5. etap için projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen ağırlıklı ortalama ticari alan m² satış fiyatı nominal 6.482 TL olarak hesaplanmıştır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, projeksiyon döneminde yapacağı barter anlaşmalarında ise, geçmiş etaplardaki beklentilerle paralel şekilde, ortalama m² satış fiyatının 2.200 TL olarak gerçekleşeceğini öngörmüştür.

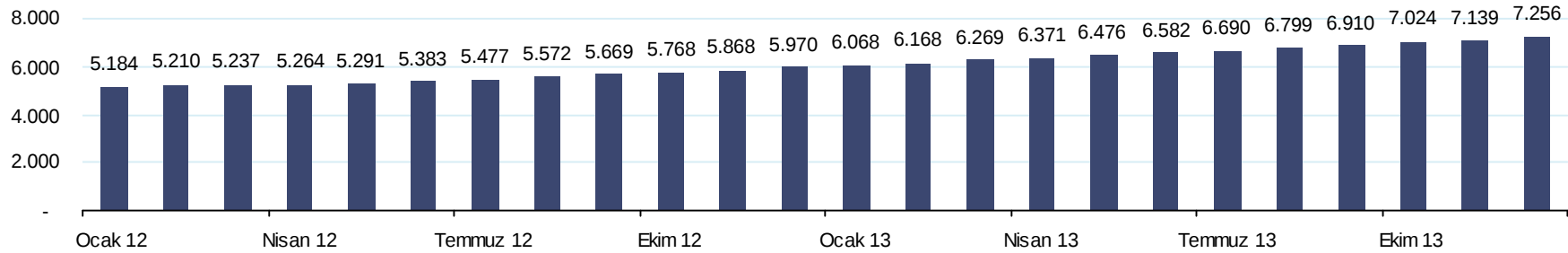
m² Satış Fiyatı Analizi (2/2)

5. Etap Aylık Ortalama Konut Satış Fiyatı (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

5. Etap Aylık Ortalama Ticari Alan Satış Fiyatı (TL/m²)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

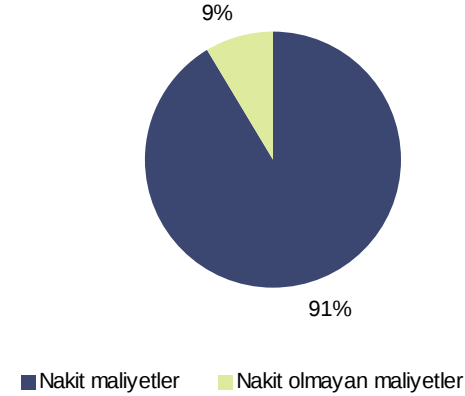
İnşaat Maliyetleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Hafriyat	-	-	-	-	-	-	(2.568)	(20.972)	(5.476)	-	(29.016)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik	-	-	-	-	-	-	(20.326)	(166.970)	(44.007)	-	(231.303)
Altyapı - Çevre Düzenleme	-	-	-	-	-	-	(1.283)	(10.479)	(2.736)	-	(14.498)
Diğer	-	-	-	-	-	-	(1.283)	(10.479)	(2.736)	-	(14.498)
Toplam	-	-	-	-	-	-	(25.460)	(208.899)	(54.955)	-	(289.314)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen ve nakit esasına göre hazırlanmış olan 5. etap inşaat maliyetleri görülmektedir.
- Toplamda 386.000 m² inşaat alanına sahip 5. etap ile ilgili gerçekleşmesi öngörülen nakit maliyetlerin toplamı 289,3 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 5. etap kapsamında 25,1 mn TL'lik barter anlaşmasının yapılacağını öngörmektedir. Bu tutarın tamamını taşeronlarla projeksiyon dönemi boyunca yapılması öngörülen barter anlaşmaları oluşturmaktadır. 25,1 mn TL'lik tutar öngörülen toplam nakit maliyetler üzerine eklenmesiyle toplam maliyetler 314,4 mn TL'ye ulaşmaktadır.
- Buradan hareketle, 5. etap için gerçekleşmesi beklenen m² başına maliyet nominal bazda 815 TL olarak tahmin edilmiştir.

Maliyet kırılımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

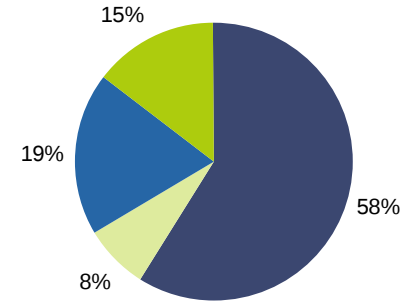
Satış ve Pazarlama Giderleri

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	Toplam Tahmini
Reklam	-	-	-	-	-	-	(5.706)	-	-	-	(5.706)
Satış ofisi kira	-	-	-	-	-	-	(742)	-	-	-	(742)
Satış komisyonları	-	-	-	-	-	-	(1.845)	-	-	-	(1.845)
Diğer	-	-	-	-	-	-	(713)	(713)	-	-	(1.426)
Toplam	-	-	-	-	-	-	(9.005)	(713)	-	-	(9.718)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 5. etap satış ve pazarlama giderleri görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2013 yılı Ocak ayına kadar 5. etapla ilgili reklam harcaması yapmayı planlamaktadır.
- Satış komisyonlarının, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleştirilmesi planlanan satışların %0,5'i oranında gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Satış ve Pazarlama Giderleri Kırılımı



■ Reklam ■ Satış ofisi kira ■ Satış komisyonları ■ Diğer

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Nakit Akımı

('000 TL)	MY07 Fili	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	9AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	MY16 Tahmini	Toplam Tahmini
Tahmini satışlar												
Tahmini konut satışları												
TL	-	-	-	-	-	-	137.603	81.165	108.720	39.384	2.060	368.932
Tahmini ticari satışlar												
TL	-	-	-	-	-	-	11.437	58.166	37.344	-	-	106.948
Toplam - A	-	-	-	-	-	-	149.040	139.331	146.064	39.384	2.060	475.880
Geliştirme Maliyetleri												
Hafriyat				-	-	-	(2.568)	(20.972)	(5.476)	-	-	(29.016)
Kaba-İnce-Elektrik-Mekanik				-	-	-	(20.326)	(166.970)	(44.007)	-	-	(231.303)
Altyapı - Çevre Düzenleme				-	-	-	(1.283)	(10.479)	(2.736)	-	-	(14.498)
Diğer				-	-	-	(1.283)	(10.479)	(2.736)	-	-	(14.498)
Toplam - B	-	-	-	-	-	-	(25.460)	(208.899)	(54.955)	-	-	(289.314)
Satış ve pazarlama giderleri												
Reklam				-	-	-	(5.706)	-	-	-	-	(5.706)
Satış ofisi kira				-	-	-	(742)	-	-	-	-	(742)
Satış komisyonları				-	-	-	(1.845)	-	-	-	-	(1.845)
Diğer				-	-	-	(713)	(713)	-	-	-	(1.426)
Toplam - C	-	-	-	-	-	-	(9.005)	(713)	-	-	-	(9.718)
Nakit akımı A+B+C	-	-	-	-	-	-	114.575	(70.281)	91.109	39.384	2.060	176.848

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen 5. etap nakit akım tablosu görülmektedir.
- 5. etabın inşaatına yönelik maliyetlerin 2014 yılı Mayıs ayı itibarıyla tamamen sonlandırılması planlanmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 2014 yılı Ağustos ayı sonunda 5. etap kapsamındaki bütün satılabilir alanları satmış olmayı planlamaktadır. Bu satışlardan oluşacak nakit akımlarının ise, 2016 yılı Nisan ayı sonuna kadar sonlanması planlanmaktadır.

Bölüm 5.1.6

Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (1/2)

('000 TL)	MY07 Fili*	MY08 Fili	MY09 Fili	6AY10 Fili	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Vergi resim ve harçlar	309	14	321	477	494	1.075	1.200	1.334	294	-
Personel ücret gideri	29	482	683	290	301	654	730	811	447	491
Danışmanlık gideri	518	339	444	133	138	299	334	371	204	225
İletişim gideri	8	33	80	51	53	116	129	144	79	87
Merkez kira gideri	71	101	120	59	62	129	134	139	143	147
Yemek gideri	13	19	14	16	16	36	40	44	24	27
Araç kiralama gideri	1	30	34	9	9	19	22	24	13	15
Akaryakıt-otopark gideri	4	23	18	13	13	29	32	36	20	22
Enerji gideri	3	10	16	3	4	8	9	10	11	12
Diğer giderler	312	138	435	100	103	225	251	279	154	169
Toplam	1.268	1.188	2.165	1.150	1.194	2.590	2.881	3.191	1.390	1.193

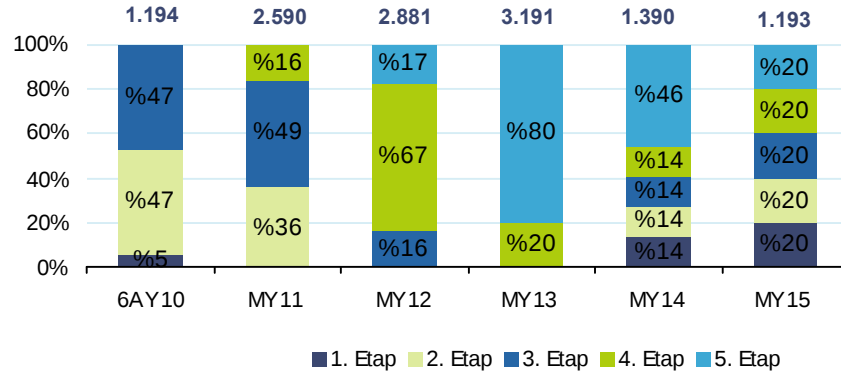
* Esenyurt ofis genel yönetim giderleri ile ilgili tutar dışarıda bırakılmıştır. Sadece merkez ofis dikkate alınmıştır.

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, değerlendirme tarihi sonrasında gerçekleşeceği öngörülen genel yönetim giderleri tutarları görülmektedir.
- Genel yönetim giderlerini etkileyen en önemli unsurun inşaat faaliyetleri olduğu anlaşılmıştır. 2013 yılı sonuna kadar geçen dönem boyunca aynı anda iki etap inşaatının devam ettiriliyor olması göz önünde bulundurulmuş ve bu döneme kadar genel yönetim giderlerinin kalem bazında yıllık olarak gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranının %5 üzerinde artacağı öngörülmüştür.
- 2014 yılı içinde 5. etap inşaat faaliyetlerinin azalarak son bulacak olması göz önüne alındığında 2014 ve 2015 yılları için genel yönetim giderlerinin özelliklerine göre geri kalan projeksiyon dönemi boyunca hiç oluşmayacağı ya da azalan tutarlarda oluşacağı öngörülmüştür.
- Danışmanlık gideri, iletişim gideri, personel ücret gideri, yemek gideri, araç kiralama gideri, akaryakıt-otopark gideri ve diğer giderlerin 2014 yılında, 2013 yılında gerçekleşmesi planlanan tutarın yarısı oranında gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Merkez ofis ile ilgili kira giderleri tahmin edilirken Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan merkez ofis kira sözleşmesi bilgilerinden yararlanılmıştır.
- 2007 yılında gerçekleşen Esenyurt ofis giderleri tek seferlik bir gider olduğu için toplam giderlerden ayrıştırılmıştır.

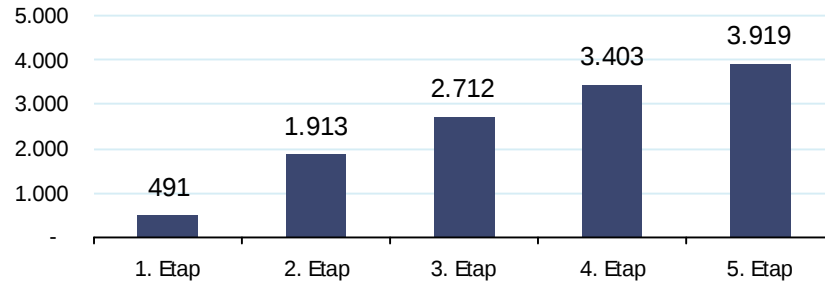
Genel Yönetim Giderleri (2/2)

Etaplar Bazında Genel Yönetim Giderleri



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Etaplar Bazında Genel Yönetim Giderleri ('000 TL)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yandaki grafikte projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşeceği tahmin edilen genel yönetim giderlerinin etaplar bazında dağıtımı görülmektedir.
- Her dönem için gerçekleşmesi beklenen genel yönetim gideri, inşaatı o dönem devam eden etaplara, kalan inşaat maliyetleri oranında dağıtılmıştır.
- Değerleme çalışması, konsolide nakit akımları üzerinden yapıldığı için, genel yönetim giderlerinin etaplar bazında kırılımının değer üzerinde doğrudan bir etkisi yoktur. Ancak etaplar bazında risk primi etkisi hesaplandığı için, genel yönetim giderlerinin dağıtılması gerekmiştir.
- 2010 yılında 1. etapla ilgili maliyetlerin bitmesiyle beraber 2014 yılına kadar 1. etapla ilgili önemli bir miktarda genel yönetim aktivitesi gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır.
- 2014 yılı Mayıs ayında son etap olan 5. etabın da inşaat işlerinin bitmesinden sonra 2014 yılının geri kalan kısmında ve 2015 yılında gerçekleşmesi öngörülen genel yönetim giderleri etaplar arasında eşit olarak dağıtılmıştır.

Bölüm 5.1.7

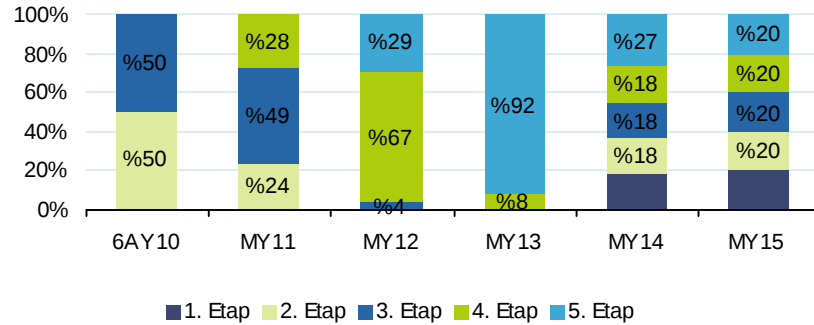
Sabit Kıymet Yatırımı ve Amortisman

Sabit Kıymet Yatırımı

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Maddi duran varlıklar						
Merkez büro demirbaşları	93	186	186	186	186	186
Esenyurt büro demirbaşları	8	16	16	16	16	16
Misafirhane	0	0	0	0	0	0
Güvenlik sistemleri	0	1	1	1	1	1
Taşıtlar	100	200	200	200	200	200
Diğer maddi duran varlıklar	1	3	3	3	3	3
Maddi olmayan duran varlıklar						
Bilgisayar programları	3	7	7	7	7	7
Diğer maddi olmayan duran varlıklar	23	46	46	46	46	46
Toplam	229	459	459	459	459	459

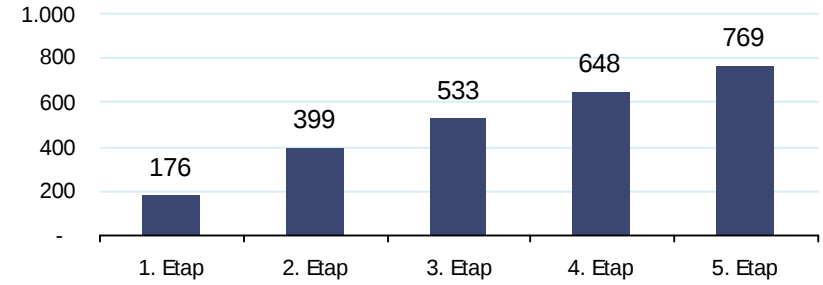
Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Etaplar bazında Sabit Kıymet Yatırımı



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Sabit Kıymet Yatırımı ('000 TL)



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, projeksiyon dönemi boyunca yapılması planlanan sabit kıymet yatırımı tutarları yer almaktadır. Sabit kıymet yatırımı Yeşil İnşaat'ın operasyonlarında önemli bir yer tutmamaktadır. Geçmişte yapılan sermaye yatırımları da bu bilgiyi doğrulamaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın bilançosunda taşıdığı maddi duran varlıkları genellikle genel yönetim faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi ile ilgili işlerde kullanılan varlıklardan oluşmaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan sabit kıymet listesinden yola çıkılarak 2010 yılının Temmuz ayında eldeki sabit kıymetler üzerinde ne kadar amortisman gideri oluşacağı tahmin edilmiş ve projeksiyon dönemi boyunca her ay bu tutarda sabit kıymet yatırımı yapılacağı öngörülmüştür.
- Genel yönetim giderlerinin etaplar arasında paylaştırılmasında kullanılan yöntem sermaye yatırımlarının pay edilmesi içinde kullanılmıştır.

Amortisman

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Maddi duran varlıklar						
Merkez büro demirbaşları	106	232	251	143	158	181
Esenyurt büro demirbaşları	9	19	16	12	10	12
Misafirhane	0	0	1	0	0	0
Güvenlik sistemleri	1	1	1	1	1	1
Taşıtlar	120	270	310	335	375	200
Diğer maddi duran varlıklar	2	4	4	2	2	3
Maddi olmayan duran varlıklar						
Bilgisayar programları	5	6	7	7	7	7
Diğer maddi olmayan duran varlıklar	30	55	51	46	46	33
Toplam	273	588	641	546	600	437

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda, projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen amortisman tutarları gösterilmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan sabit kıymet listesi kullanılarak eldeki sabit kıymetlerin projeksiyon dönemi boyunca yaratacakları amortisman giderleri tahmin edilmiştir. Amortisman tabi tutulacak varlıkların ekonomik ömürleri ile ilgili bilgiler söz konusu listeden sağlanmıştır.
- Toplam amortisman tutarları tahmin edilirken, 2010 yılı Temmuz ayından itibaren düzenli olarak yapılacak sermaye yatırımları da göz önünde bulundurulmuş, yeni sabit kıymet yatırımları da yapıldıkları tarihten itibaren Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen oranlarda amortisman tabi tutulmuşlardır.

Bölüm 5.1.8

Finansman

Finansman

('000 TL)	Haziran 10 Fili	Temmuz 10 Tahmini	Ağustos 10 Tahmini	Eylül 10 Tahmini	Ekim 10 Tahmini	Kasım 10 Tahmini	Aralık 10 Tahmini	Ocak 11 Tahmini	Şubat 11 Tahmini	Mart 11 Tahmini	9AY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Mevcut Krediler															
Ana para	34.814	34.779	32.170	31.033	30.970	29.547	26.658	23.852	22.322	20.032	26.734,4	1,4	-	-	-
Ana para ödemesi	-	(35)	(2.609)	(1.138)	(63)	(1.423)	(2.889)	(2.806)	(1.529)	(2.290)	(20.032)	-	-	-	-
Faiz ödemesi	-	(13)	(618)	(341)	(19)	(189)	(444)	(268)	(13)	(5)	(395)	-	-	-	-
Komisyon gideri	-	(1)	(31)	(17)	(1)	(9)	(22)	(13)	(1)	(0)	(20)	-	-	-	-
Ek krediler															
Ana para	-	5.096	27.571	51.300	68.459	75.444	81.853	51.445	25.934	-	39.410	-	-	-	-
Ana para ödemesi	-	-	(5.096)	(27.571)	(51.300)	(68.459)	(75.444)	(81.853)	(51.445)	(25.934)	(38.118)	(1.291)	-	-	-
Faiz ödemesi	-	-	(52)	(280)	(522)	(696)	(767)	(832)	(523)	(264)	(388)	(13)	-	-	-
Komisyon gideri	-	-	(3)	(14)	(26)	(35)	(38)	(42)	(26)	(13)	(19)	(1)	-	-	-
Faiz oranı	-	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12	%12
Diğer finansman giderleri															
Teminat mektupları	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020	15.020
Komisyon oranı	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1	%1
Teminat mektupları komisyonları	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(113)	(150)	(150)	(150)	(150)
Toplam finansman giderleri		(26)	(716)	(665)	(580)	(941)	(1.284)	(1.167)	(575)	(294)	(934)	(164)	(150)	(150)	(150)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda Yeşil İnşaat'ın beklenen finansman hareketleri özetlenmektedir.
- Yeşil İnşaat'ın değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut finansal borçları 34,8 mn TL'dir. Söz konusu borçların tamamını Bank Asya'dan alınmış TL cinsinden krediler oluşturmaktadır. Bu kredilerin anapara ve faiz ödeme takvimi Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanmıştır.
- Etaplarla ilgili Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanmış projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları incelendiğinde, projeksiyon dönemi boyunca ek kredi ihtiyacı doğacağı tahmin edilmektedir.
- İlave kredilerin, ağırlıklı olarak 2. etapla ilgili nakit ihtiyacından oluşması beklenmektedir
- Banka kredilerinden doğacak finansman maliyetleri hesaplanırken yıllık faiz oranının %12,2 olacağı öngörülmüştür. Bu oran, Yeşil İnşaat'ın son dönemde gerçekleştirdiği kredi alımlarında ortaya çıkan borç maliyetidir. Komisyon hesaplamasında ise, mevcut kredilerle benzer şekilde, ödenecek faizin %5'i oranında gerçekleşeceği varsayımı kullanılmıştır.
- Değerleme tarihi itibarıyla verilmiş bulunan teminat mektuplarının tutarının projeksiyon dönemi boyunca da aynı kalacağı varsayılmıştır. Teminat mektupları ile ilgili komisyonlar, ilgili teminat mektubu tutarının %1'i olarak hesaplanmıştır.

Bölüm 5.1.9

Vergi

Kurumlar Vergisi

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Vergi öncesi kar	(51.229)	202.166	167.417	170.716	128.620	1.092
Vergiden indirilebilecek geçmiş yıl mali zararları	(57.463)	-	-	-	-	-
Kurumlar vergisi oranı	%20	%20	%20	%20	%20	%20
Kurumlar vergisi	-	30.187	33.483	34.143	26.070	218

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Etaplar Bazında Kurumlar Vergisi

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
1. ve 2. Etaplar	-	30.187	111	7	4	218
3. Etap	-	-	24.917	-	-	-
4. ve 5. Etaplar	-	-	8.455	34.136	26.066	-
Toplam	-	30.187	33.483	34.143	26.070	218

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yeşil İnşaat'ın mevcut muhasebe politikaları ile paralel şekilde, daire satış gelirleri ve inşaat maliyetlerinin tersine satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderleri ise her dönem giderleştirileceği kabul edilmiştir.
- Yeşil İnşaat'ın 2010 yılında kurumlar vergisi ödemesi beklenmemektedir.
- 2011 yılında ödenmesi beklenen kurumlar vergisi, biriken geçmiş yıl mali zararlarının mahsup edilmesi ile hesaplanmıştır.
- Yeşil İnşaat'ın 2011 yılı ve sonrasında her yıl kurumlar vergisi ödeyebileceği tahmin edilmektedir.
- Yıllar bazında ödenen kurumlar vergisi etaplara dağıtılırken, her etapla ilgili teslim tarihleri göz önünde bulundurulmuş, üç aylık periyotlar için tahmin edilen geçici kurumlar vergisi tutarları içerisinde alacakları pay, ilgili dönemlerde bu etaplardan teslim edilen ve gelir tablosuna gönderilen daire satışları ile doğru orantılı olarak etaplara dağıtılmıştır.
- Kurumlar vergisinin etaplar arasında dağılımının değerlendirilmesine doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır. Ancak 3. ve sonraki etaplar için söz konusu olan risk primi etkisinin hesaplanması için bu dağıtımı yapmak gerekmiştir.
- Yukarıdaki tablolarda, projeksiyon dönemi boyunca ödenmesi beklenen kurumlar vergisi tutarları ve bu tutarların etaplar arasında tahmini paylaşımları gösterilmektedir.
- Nakit akım ve gelir tablosu gibi, kurumlar vergisi hesaplamaları da aylık olarak yapılmıştır. Yukarıda yıllık olarak özetlenen kurumlar vergisi tutarları, 3 aylık dönemler için ayrı ayrı hesaplanmıştır.
- 2010 yılı 6. ay sonu itibarıyla 6,2 mn TL tutarında vergiden indirilebilecek geçmiş yıl mali zararları bulunmaktadır.
- Vergi hesaplaması yapılırken, Yeşil İnşaat Yönetimi'nin etaplarla ilgili verdiği teslim tarihleri göz önünde bulundurulmuştur. Satılan daireler teslim edilmesiyle beraber bu dairelerin satışından elde edilen gelirler ile inşaat faaliyetlerinden doğan maliyetler (fiziki inşaat maliyetleri ve finansman maliyetleri) gelir tablosuna yansıtılmaktadır.

Katma Değer Vergisi (KDV)

Devreden KDV Bakiyesi

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
1. ve 2. Etaplar	49.243	15.691	7.650	7.625	7.657	7.000
3. Etap	5.925	40.537	7.641	3.945	3.974	4.000
4. ve 5. Etaplar	-	6.786	53.348	71.473	16.670	9.000

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda etaplar bazında devreden KDV bakiyeleri görülmektedir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, konut satış fiyatları üzerinden %1 oranında KDV tahsil edilmektedir. Bu oran ticari alan satışlarında %18 olarak gerçekleşmektedir. İnşaat faaliyetleri ile ilgili katlanılan gider ve maliyetler üzerinden ise %18 oranında KDV ödenmesinden dolayı giderek artan bir KDV alacağı bakiyesi söz konusudur.
- Yeşil İnşaat'ın varlıkları arasında bulunan tahsil edilmemiş KDV tutarı 2010 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla 35,5 mn TL'dir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, 35,5 mn TL'lik devreden KDV tutarının 6,9 mn TL'lik kısmının iadesi için gereken başvuruları yapmış ve ilgili tutarı 2010 yılı Ağustos ayı içerisinde tahsil etmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi projeksiyon dönemi boyunca, konutlar ve ticari alanlarla doğrudan ilişkilendirilebilen birikmiş KDV'yi iade alabileceklerini varsaymaktadır. Ortak alanların inşaatı sırasında katlanılan KDV için bir iade alınamayacağı bilgisi tarafımıza bildirilmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin bu ortak alanlar için iade alamayacaklarını düşündükleri tutarlar etaplar bazında yandaki tabloda yer almaktadır.
- Bu tutarlar Yeşil İnşaat Yönetimi'nin en iyi tahminlerine dayanmaktadır. Şirket yönetimi, etapların şu andaki durumunda bu tahminlerin detaylı bir hesaplama dayandırılmasının mümkün olmadığını belirtmişlerdir.
- İade alınamayacak KDV rakamlarının daha düşük veya daha yüksek olarak gerçekleşmesi, nakit akışlarını ve Yeşil İnşaat'ın değerini etkileyebilir.

Bölüm 5.1.10

Tahmini Gelir Tablosu

Tahmini Gelir Tablosu

('000 TL)	6AY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini
Net satışlar	110.836	468.723	499.860	526.207	402.929	3.957
Satışların maliyeti	(147.527)	(238.219)	(309.527)	(341.210)	(264.522)	-
Brüt kar	(36.691)	230.505	190.333	184.997	138.406	3.957
Faaliyet giderleri	(6.791)	(22.834)	(22.112)	(13.585)	(9.036)	(2.277)
Araştırma ve geliştirme giderleri	-	-	-	-	-	-
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	(3.269)	(11.512)	(9.985)	(713)	-	(19)
Genel yönetim giderleri	(1.194)	(2.590)	(2.881)	(3.191)	(1.390)	(1.193)
Tapu harcı	(1.828)	(7.732)	(8.246)	(8.680)	(6.646)	(64)
Öngörülemeyen giderler	(500)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)
FAVÖK	(43.483)	207.671	168.222	171.412	129.370	1.680
Amortisman	(273)	(588)	(641)	(546)	(600)	(437)
FVÖK	(43.755)	207.083	167.581	170.866	128.770	1.242
Finansman giderleri	(7.474)	(4.917)	(164)	(150)	(150)	(150)
Faiz giderleri	(7.047)	(4.540)	(13)	-	-	-
Komisyon giderleri	(352)	(227)	(1)	-	-	-
Teminat mektupları	(75)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Vergi öncesi kar	(51.229)	202.166	167.417	170.716	128.620	1.092
Kurumlar vergisi karşılığı	-	(30.187)	(33.483)	(34.143)	(26.070)	(218)
Dönem net karı	(51.229)	171.979	133.933	136.573	102.550	874

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tabloda Yeşil İnşaat Yönetimi'nin satış ve maliyet projeksiyonları doğrultusunda gerçekleşmesi beklenen gelir tabloları görülmektedir.
- Gelir tabloları aylık olarak hazırlanmış ve sadece gösterim amaçlı olarak senelik olarak raporlanmıştır.

- Yeşil İnşaat Yönetimi'nin etaplar bazında belirlediği teslim tarihlerine paralel olarak her etapta yapılan satışlar ve aktifleştirilmiş ilgili maliyetler gelir tablosu ile ilişkilendirilmektedir.
- Faaliyet giderleri her ay sonunda gelir tablosuna gönderilmektedir.
- Tapu harcı daire teslimlerinde ödenmesi gereken bir tutardır. Daire sahipleri ve Şirket tapu harcını ortaklaşa ödemektedirler. Yeşil İnşaat Yönetimi'nin verdiği bilgilere göre Yeşil İnşaat'ın payına düşen tapu harcı, teslimi yapılan dairelerin satış tutarlarının %1,65'i oranında gerçekleşmektedir.
- Gayrimenkul projesi geliştirme faaliyetlerinin doğası gereği bir takım öngörülemeyen giderlerin ortaya çıkması söz konusu olabilir. Yeşil İnşaat'ın finansal tablolarında, proje ile doğrudan ilişkilendirilemeyen bu tip giderlere rastlanmaktadır. Bu nedenle yıllık olarak 1 mn TL öngörülemeyen gider olacağı tahmin edilmiştir.
- Finansman giderleri, etapların konsolide nakit akımları dikkate alınarak hesaplanan finansman ihtiyacı göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir.

Bölüm 5.1.11

İndirgenmiş Nakit Akımı ve Hisse Değeri

İndirgenmiş Nakit Akımları (1/2)

('000 TL)	MY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	MY16 Tahmini
1. Etap Satışları (gerçekleşen)	5.387	1.683	921	847	355	-	-
1. Etap Satışları (tahmini)	28.180	34.796	-	-	-	3.888	-
1. Etap kira gelirleri	40	122	130	138	145	69	-
Toplam	33.607	36.601	1.051	985	500	3.957	-
2. Etap Satışları (gerçekleşen)	18.601	67.526	28.964	28.576	7.039	8	-
2. Etap Satışları (tahmini)	4.152	83.246	79.730	37.217	-	-	-
Toplam	22.753	150.772	108.694	65.794	7.039	8	-
3. Etap Satışları (gerçekleşen)	16.906	32.308	57.842	9.432	46	12,1	-
3. Etap Satışları (tahmini)	39.420	55.577	63.769	22.607	2.826	-	-
Toplam	56.326	87.885	121.611	32.039	2.872	12	-
4. Etap Satışları (tahmini)	-	160.649	143.420	153.891	42.841	2.237	-
5. Etap Satışları (tahmini)	-	-	149.040	139.331	146.064	39.384	2.060
Toplam - A	112.686	435.906	523.815	392.039	199.316	45.597	2.060
1. Etap Maliyet	(2.660)	-	-	-	-	-	-
2. Etap Maliyet	(129.313)	(60.381)	(115)	-	-	-	-
3. Etap Maliyet	(24.458)	(176.336)	(29.752)	-	-	-	-
4. Etap Maliyet	-	(27.675)	(228.908)	(60.609)	-	-	-
5. Etap Maliyet	-	-	(25.460)	(208.899)	(54.955)	-	-
Toplam - B	(156.430)	(264.391)	(284.236)	(269.508)	(54.955)	-	-
1. Etap - Satış ve pazarlama giderleri	(172)	(174)	-	-	-	(19)	-
2. Etap - Satış ve pazarlama giderleri	(223)	(1.321)	(8)	-	-	-	-
3. Etap - Satış ve pazarlama giderleri	(2.875)	(557)	(222)	-	-	-	-
4. Etap - Satış ve pazarlama giderleri	-	(9.459)	(750)	-	-	-	-
5. Etap - Satış ve pazarlama giderleri	-	-	(9.005)	(713)	-	-	-
Toplam - C	(3.269)	(11.512)	(9.985)	(713)	-	(19)	-
Genel yönetim giderleri	(1.194)	(2.590)	(2.881)	(3.191)	(1.390)	(1.193)	(314)
Tapu Harcı	(1.828)	(7.732)	(8.246)	(8.680)	(6.646)	(64)	-
Öngörülemeyen giderler	(500)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	(1.000)	-
Toplam - D	(3.522)	(11.322)	(12.126)	(12.871)	(9.036)	(2.258)	(314)
Faaliyetler sonrası nakit akımı - A+B+C+D	(50.536)	148.682	217.468	108.947	135.325	43.320	1.746

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yandaki tabloda ,Yeşil İnşaat'ın Innovia Projesi kapsamında yaratması beklenen faaliyet nakit akımları gösterilmektedir.
- 1., 2. ve 3. etaplar kapsamında oluşması beklenen nakit akımları gerçekleşmiş satışlar ve projeksiyon döneminde yapılması beklenen satışlardan gelecek nakit akımları olmak üzere ikiye ayrılmıştır.
- Diğer etaplardan farklı olarak 1. etap kapsamında 2015 yılı içerisinde satılacağı öngörülen ticari alanlardan o seneye kadar elde edilecek kira geliri de dikkate alınmıştır.
- Barter satışlarının ve bu satışlar karşılığında alınan hizmetlerin, ödenecek tapu harcı dışında, yandaki nakit akım tablosu üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (2/2)

('000 TL)	MY10 Tahmini	MY11 Tahmini	MY12 Tahmini	MY13 Tahmini	MY14 Tahmini	MY15 Tahmini	MY16 Tahmini
Faaliyetler sonrası nakit akımı - A+B+C+D	(50.536)	148.682	217.468	108.947	135.325	43.320	1.746
Sermaye Yatırımı	(229)	(459)	(459)	(459)	(459)	(459)	-
Mevcut Kredi Hareketi	(8.157)	(26.657)	-	-	-	-	-
Yeni Kredi Hareketi	(227.870)	(197.350)	(1.291)	-	-	-	-
Finansman Sonrası Nakit Akımı	(286.792)	(75.785)	215.717	108.488	134.866	42.861	1.746
Finansman Maliyeti	(4.212)	(2.971)	(164)	(150)	(150)	(150)	(38)
Finansman Maliyeti Sonrası Nakit Akımı	(291.003)	(78.755)	215.553	108.338	134.716	42.711	1.709
Kurumlar vergisi	-	(30.187)	(33.483)	(34.143)	(26.070)	(218)	-
Satışlar KDV	1.341	31.142	18.718	22.699	18.599	712	-
Giderler KDV	(30.007)	(55.325)	(58.171)	(53.798)	(11.858)	(132)	-
KDV Tahsilatı	9.946	16.337	33.827	16.696	48.000	7.722	-
KDV Değişimi	(18.720)	(7.846)	(5.625)	(14.404)	54.741	8.302	-
Nakit Kullanımı	-	(20.224)	-	(3.474)	-	-	-
Kredi İhtiyacı	309.723	116.788	-	-	-	-	-
Sermayedara Nakit Akımı	-	-	176.445	59.791	163.387	50.794	1.709
Sermaye Maliyeti	15,2%	14,1%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%
İndirgenmiş nakit akımları	-	382	135.276	39.940	96.099	27.083	821

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

Bu iki kredi hareketi bir arada değerlendirilmelidir.

- Yandaki tabloda, faaliyet nakit akımından yola çıkılarak hesaplanan sermayedara nakit akımları gösterilmektedir.
- Bütün etaplar kapsamında gerçekleşmesi beklenen nakit giriş ve çıkışları sonucunda sermayedarlara kalacağı tahmin edilen nakit miktarları uygun bir sermaye maliyeti ile indirgenerek toplam nakit akımlarının net bugünkü değeri elde edilmiştir.
- Aylık bazda hesaplanan nakit akımları, yine aylık olarak hesaplanan sermaye maliyetleri ile değerlendirilme tarihine indirgenmiştir.
- Sermaye maliyetinin hesaplanmasına dair detaylı bilgi Ek 4'te yer almaktadır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması sonucunda Yeşil İnşaat'ın Innovia projesi ile yaratacağı değer baz senaryoda 299,6 mn TL olarak tahmin edilmiştir.
- Ancak bu değer, 3., 4. ve 5. etaplar için dikkate alınması gereken ilave risk priminin etkisini içermemektedir.

Hisse Değeri

Brüt Proje Değeri	299.601
3. Etap Risk Primi Etkisi	(948)
4. ve 5. Etaplar Risk Primi Etkisi	(7.496)
Net Proje Değeri	291.157
Nakit	1.894
Diğer Alacaklar	3.912
Diğer Ticari Alacaklar	355
Yeşil Gayrimenkul'den Alacaklar	65.736
Yeşil Gayrimenkul'e Ticari Borçlar	(54)
Yeşil Gayrimenkul Gider Tahakkuku	(40.400)
Sermaye Artırımı	2.250
Zekeriya köy Arsa	4.770
Toplam Hisse Değeri	329.621

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- 1. ve 2. etabın satışlarında ve inşaatında önemli bir aşamaya geldiği için bu etaplara ilişkin belirgin bir risk dikkate alınmamıştır.
- 3. etap 2009 yılı Aralık ayında satışa açılmış ve bu etabın inşaatına henüz başlanmamıştır. Bu nedenle 3. etap için 1. ve 2. etaptan farklı olarak %1 oranında ilave bir risk primi dikkate alınmıştır.
- 4. ve 5. etap henüz fikir aşamasındadır. Yeşil İnşaat Yönetimi, bu etapların inşaatının tamamlanıp satılması önünde bir engel bulunmadığını belirtmiştir. Yine de bu iki etap için %2 oranında ilave bir risk primi dikkate alınmıştır.

- Dikkate alınan ilave risk primlerinin etapların net bugünkü değeri üzerindeki etkisi, konsolide nakit akımlarından elde edilen tüm etapların net bugünkü değeri üzerine eklenmiştir.
- Değerleme tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın bilançosunda, etapların nakit akımlarından bağımsız bir nakit etkisi yaratması beklenen varlıklar ve borçlar bulunmaktadır. Yeşil İnşaat'ın %100 hisse değerine ulaşırken, bu varlıkların ve borçların defter değerleri de dikkate alınmıştır.

- Diğer alacaklar ve diğer ticari alacaklar:** Innovia, Zekeriya köy ve Topkapı projeleri ile ilgili ilişkili taraflar ve diğer arsa sahiplerine yapılmış olan avans ödemeleri ve ilgili arsa sahiplerinden olan ticari alacaklardır.
- Yeşil Gayrimenkul'den Alacaklar:** Yeşil Gayrimenkul'ün Innovia projesi kapsamında üstlendiği ve üstleneceği maliyetlere karşılık Yeşil İnşaat'ın Yeşil Gayrimenkul'e vermiş olduğu avanslardır. Şirket yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, Yeşil Gayrimenkul gider tahakkuku ile Yeşil Gayrimenkul'den alacaklar arasındaki fark, Yeşil Gayrimenkul'un değerleme tarihi sonrasında katlanacağı maliyetlere karşılık keseceği faturalara mahsup edilecektir.
- Yeşil Gayrimenkul Gider Tahakkuku:** Yeşil Gayrimenkul'ün Innovia projesi 1. ve 2. etapları kapsamında üstlenmiş olduğu ama değerleme tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'a yansıtmamış olduğu gider tahakkuklarıdır. Bağımsız denetim raporu ile paralel bir şekilde, kayıtlı tutar olan 36.6 mn TL'nin üzerine Yeşil Gayrimenkul'un karı da eklenmiştir.
- Sermaye Artırımı:** Değerleme tarihi sonrasında sermaye artışına istinaden yapılan nakit girişidir.

Bölüm 5.2

Net Aktif Yaklaşımı

Net Aktif Değer Yaklaşımı

- Net Aktif Değer yaklaşımı kapsamında, Yeşil İnşaat'ın değerinin 3 unsurdan oluştuğu düşünülmektedir:

a. Innovia 1 ve Innovia 2: 1. ve 2. etabın satışlarında ve inşaatında önemli bir aşamaya gelindiği için, net aktif yaklaşımında bu etapların proje değerlerinin dikkate alınması gerektiği değerlendirilmiştir. Bu nedenle, Yeşil İnşaat'ın değerlendirme tarihindeki bilançosunda, bu etaplara ilişkin tüm varlık ve yükümlülükler gruplanmış ve indirgenmiş nakit akımı çalışmasında elde edilen proje değerleri, bu varlıkların ve yükümlülüklerin net makul değeri olarak dikkate alınmıştır.

b. Innovia 3, Innovia 4 ve Innovia 5: Innovia 3 için bir miktar satış yapılmış ancak inşaat henüz başlanmamıştır. Innovia 4 ve Innovia 5 ise henüz fikir aşamasındadır. Bu nedenle net aktif değer yaklaşımında bu etapların proje değerlerini dikkate almak doğru olmayacaktır. Bunun yerine, bu projelere ilişkin değerlendirme tarihinde bilançoda kayıtlı tüm varlık ve yükümlülükler dikkate alınmıştır. Bu varlık ve yükümlülükler içinde en büyük kalemi 3. etap için alınan sipariş avansları, gider tahakkukları ve ticari alacaklar ile birlikte, bu etapların geliştireceği arsa oluşturmaktadır.

Yeşil İnşaat'ın grup şirketi olan Yeşil Gayrimenkul tarafından 2006 yılında kazanılan ihale ile bu arsa üzerinde gayrimenkul projesi geliştirme ve satma hakkı elde ettiği bilgisi tarafımıza iletilmiştir. Net aktif değerlemesi kapsamında, Yeşil İnşaat'ın mülkiyetinde olan ve Şirket bilançosunda değer teşkil eden 59.700 m² arsa dikkate alınmıştır. Bu arsanın alanı Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından bildirilmiştir.

c. Diğer varlık ve yükümlülükler: Değerleme tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın bilançosunda, etapların nakit akımlarından bağımsız bir nakit etkisi yaratması beklenen varlıklar ve borçlar bulunmaktadır. Net Aktif Değer yaklaşımı kullanılarak Yeşil İnşaat'ın %100 hisse değerine ulaşırken, bu varlıkların ve borçların defter değerleri dikkate alınmıştır.

- Net Aktif Değer yaklaşımı kapsamında, yukarıda bahsedilen 3 unsurun değerini yansıtabilecek çalışma için;
 - i. Innovia 1 ve Innovia 2'nin proje değeri
 - ii. Innovia 3, Innovia 4 ve Innovia 5'in geliştirileceği arsanın ekspertiz değerinden elde edilen Yeşil İnşaat'ın bilançosunda değer teşkil eden arsanın değeri ve
 - iii. Bilançoda kayıtlı diğer varlık ve yükümlülüklerin defter değerleri ayrı ayrı dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer – 1. ve 2. Etaplarla İlişkili Varlık ve Yükümlülükler

('000 TL)	30/06/2010 Kayıtlı Değer	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	30/06/2010 Düzeltilmiş
Dönen varlıklar			
Toplam hazır değerler	(4.707)		
Kısa vadeli ticari alacaklar	14.201		
Stoklar	178.504		
Diğer dönen varlıklar	37.334		
Duran varlıklar			
Uzun vadeli ticari alacaklar	149.963		
Maddi duran varlıklar	1.751		
Maddi olmayan duran varlıklar	7.001		
Diğer duran varlıklar	215		
Kısa vadeli yükümlülükler			
Kısa vadeli banka kredileri	(31.360)		
Kısa vadeli ticari borçlar	(12.427)		
Alınan sipariş avansları	(22.081)		
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(11.622)		
Uzun vadeli yükümlülükler			
Uzun vadeli banka kredileri	(3.494)		
Alınan sipariş avansları	(270.964)		
Toplam	32.312	90.196	122.509

*1. ve 2.
etaplar
İNA değeri
= 122.509*

Kaynak: PwC Analizi

- Net Aktif Değer yaklaşımı kapsamında, Yeşil İnşaat Yönetimi'nin yönlendirmesi ile 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla 1. ve 2. etaplarla ilişkili varlık ve yükümlülükler tespit edilmiştir.
- Bu varlık ve yükümlülüklerin toplam net defter değeri 32,3 mn TL'dir.
- Gelir yaklaşımı kullanılarak 1. ve 2. etabın konsolide nakit akımı üzerinden tahmin edilen değer 128,8 mn TL'dir.
- Denetlenmiş mali tablolardaki varlık ve yükümlülüklerle, VUK'a göre hazırlanmış yasal mali tablolardaki varlık ve yükümlülükler arasında, çok büyük olmamakla birlikte, tutar bazında bazı farklılıklar olduğu görülmüştür. Yeşil İnşaat Yönetimi bu farklılıkların hesaplar arasındaki geçişmelerden dolayı kaynaklandığını belirtmiştir. Denetlenmiş mali tablolar ve VUK'a göre hazırlanmış mali tablolar arasındaki önemli farklar bu raporun Ekler bölümünde "Ek 5 – Yeşil İnşaat UFRS Mali Tabloları" kısmında incelenmektedir.

Net Aktif Değer – Arazi ve Arsalar (1/2)

- Değerleme tarihi itibarıyla, Yeşil İnşaat'ın varlıkları arasında yer alan arazi ve arsalar, Innovia Projesi kapsamında 3., 4. ve 5. etap için kullanılacak olan arazi ve arsalar ile Zekeriyaköy projesinde kullanılacak arazi ve arsaları kapsamaktadır.
- Yeşil İnşaat Yönetimi, Elit Gayrimenkul'un hazırladığı 1 Haziran 2010 tarihli rapor ile Esenyurt'ta Mehter Çeşme Mahallesi, Namık Kemal Caddesi üzerinde bulunan 18, 19 ve 31 no'lu parsellerinin pazar değerine gösterge olabilecek bir çalışma yaptırmak istemiştir.
- Elit Gayrimenkul 2003 yılında gayrimenkul değerleme faaliyeti amacıyla kurulmuştur. BDDK tarafından değerleme hizmeti verme yetkisi tanınmış Elit Gayrimenkul aynı zamanda SPK'nın "Gayrimenkul Değerleme Şirketleri Listesi"nde bulunmaktadır.
- Elit Gayrimenkul; rezidans, alışveriş merkezi, ofis, endüstriyel yapılar ile fonksiyonel yapıların uluslararası standartlara göre değerlemesini gerçekleştirmektedir.
- Söz konusu parseller toplamda 197.860 m² alana sahiptirler. Üzerlerinde 3., 4. ve 5. etapların inşaatlarının gerçekleştirilmesi planlanan parseller Beylikdüzü'nde bulunan Bauhaus Yapı Market'ten yaklaşık olarak 1,5 km. uzaklıktadır.
- Elit Gayrimenkul'ün bu arsa için hazırlamış olduğu değerleme raporundan alınan bilgilere göre, Yeşil İnşaat hissesine düşen toplam arsa alanı yaklaşık 148.865 m²'dir. Yeşil Gayrimenkul hissesine düşen toplam arsa alanı ise yaklaşık 18.611 m²'dir. Toplam arsa alanı ise 197.860 m² olarak bildirilmiştir.
- Elit Gayrimenkul arsaların pazar değer tespiti çalışmasında "emsal karşılaştırma yöntemi" ve "gelir indirgeme yöntemi"ni kullanarak iki farklı yoldan arsaların Pazar değerlerini tahmin etmeye çalışmıştır.
- Emsal karşılaştırma yöntemi kapsamında, Beylikdüzü'nde ve değerlemeye konu taşınmazlara yakın mesafede bulunan arsaların fiyatları araştırılmıştır. Bu araştırmadan elde edilen sonuca göre m² birim değerinin 1.510 TL olduğu tahmin edilmiş ve arsaların toplam değerinin 292,1 mn TL olduğu öngörülmüştür.
- Gelir indirgeme yöntemine göre yapılan değerlemede ise, değer arsalar üzerinde geliştirilmesi planlanan projenin bugünkü finansal değeri ile maliyetinin bugünkü finansal değeri arasındaki farka eşit olacağı varsayılmıştır.
- Bu yöntem ile tahmin edilen değer 400,2 mn TL olmuştur.
- Elit Gayrimenkul'un hazırladığı değerleme raporunda gelir indirgeme yönteminde kullanılan projeksiyonların kolayca değişebileceğinden bahsedilmiş, bu nedenle de ana yöntem olarak emsal karşılaştırma yönteminin esas alınması gerektiği belirtilmiştir.
- Buradan hareketle, Elit Gayrimenkul rapora konu 3 parselin bir bütün halindeki piyasa değerini 292,1 mn TL olarak belirlediğini beyan etmiştir.
- Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, grup şirketi olan Yeşil Gayrimenkul tarafından 2006 yılında kazanılan ihale ile bu arsa üzerinde gayrimenkul projesi geliştirme ve satma hakkı elde edilmiştir. Net aktif değerlemesi kapsamında, Yeşil İnşaat'ın mülkiyetinde olan ve Şirket bilançosunda değer teşkil 59.700 m² arsa dikkate alınmıştır.
- Bu arsanın değeri, Yeşil İnşaat'a ait arsa alanı ile Elit Gayrimenkul tarafından değerlemesi yapılan toplam 197,860 m² arsa alanı oranlanarak 88,6 mn TL olarak tahmin edilmiştir.
- Yeşil İnşaat'ın mülkiyetinde bulunan arsa için böyle bir oranlama ile elde edilen değer, bu arsanın gerçek değerini yansıtmayabileceği dikkate alınmalıdır.

Net Aktif Değer – Arazi ve Arsalar (2/2)

- Yeşil İnşaat'ın aktifleri arasında yer alan, 3., 4. ve 5. etaplarla ilgili söz konusu arazi ve arsalarla hakkında Lotus Gayrimenkul de bir değerlendirme çalışması gerçekleştirmiştir.
- Emsal karşılaştırma yöntemi kapsamında, Beylikdüzü'nde ve değerlemeye konu taşınmazlara yakın mesafede bulunan arsaların fiyatları araştırılmıştır. Bu araştırmadan elde edilen sonuca göre m² birim değerinin 1.550 TL olduğu tahmin edilmiş ve arsaların toplam değerinin 299,9 mn TL olduğu tahmin edilmiştir.
- Lotus Gayrimenkul'ün gerçekleştirmiş olduğu gelir indirgeme yönteminde ise tahmin edilen değer 414,6 mn TL olmuştur.
- Yeşil İnşaat'ın aktiflerinde bulunan ve 3., 4. ve 5. etaplarda kullanılması planlanan arazi ve arsaların tahmini net aktif değerine gösterge olması için Elit Gayrimenkul'ün hazırlamış olduğu değerlendirme raporu dikkate alınmıştır.
- Zekeriyaköy projesi ile ilgili arazi ve arsalar ise kayıtlı değerinden taşınmaya devam edilmiştir.

Net Aktif Değer – Diğer Varlık ve Yükümlülükler (1/2)

('000 TL)	30/06/2010 Kayıtlı Değer	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	30/06/2010 Düzeltilmiş
Kasa	3.499	-	3.499
Bankalar	644	-	644
Kısa vadeli ticari alacaklar	355	-	355
Stoklar	261	-	261
Diğer çeşitli alacaklar	4.062	-	4.062
İş avansları	65.587	-	65.587
Uzun vadeli ticari alacaklar	1.382	-	1.382
Uzun vadeli alacak senetler	115.464	-	115.464
Uzun vadeli ticari borçlar	(54)	-	(54)
Gider tahakkukları	(40.400)	-	(40.400)
Uzun vadeli ticari borçlar	(3.200)	-	(3.200)
Alınan sipariş avansları	(186.839)	-	(186.839)
Toplam	(39.239)	-	(39.239)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Net Aktif Değer yaklaşımı kapsamında ayrı bir şekilde analiz edilen, 1. ve 2. etap ile ilişkili varlık ve yükümlülükler ile arazi ve arsalar dışında kalan varlık ve yükümlülükler yandaki tabloda yer almaktadır.
- Uzun vadeli alacak senetleri ile alınan sipariş avansları, bu varlık ve yükümlülükler içinde önemli yer tutmaktadır. Bu senetler ve sipariş avansları, 3. etap için yapılan satış anlaşmalarına karşılık bilançoda yer almaktadır. Yeşil İnşaat'ın, bu satışların önemli bir kısmını tahsil ettiği ve bu nakdi 1. ve 2. etap inşaatların kullandığı anlaşılmaktadır.
- Tabloda yer alan varlık ve yükümlülükler için herhangi bir makul değer düzeltmesi yapılmamıştır.

- Yeşil İnşaat Yönetimi 18.08.2010 tarihinde aldığı yönetim kurulu kararına göre; şirket ana sözleşmesinin 6. maddesinin değiştirilmesi ile ödenmiş olan 250 bin TL sermayenin, 2,25 mn TL artırılarak, 2,5 mn TL'ye çıkarılmasına karar vermiştir. Söz konusu sermaye artırımını değerlendirme tarihi itibarıyla gerçekleşmemiş olduğundan VUK'a göre hazırlanmış mali tablolarda ve denetlenmiş mali tablolarda bu etki görülmemektedir. Ancak sermaye artırımının Ağustos ayında gerçekleşmiş olması nedeniyle etkilerinin Net Aktif Değer çalışması içerisinde gösterilmesi uygun görülmüştür.
- Kasa bakiyesi içerisinde gösterilen 3,5 mn TL'lik tutarın 2,25 mn TL yukarıda bahsedilen sermaye artırımından gelmektedir.

Net Aktif Değer – Diğer Varlık ve Yükümlülükler (2/2)

('000 TL)	30/06/2010 Kayıtlı Değer	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	30/06/2010 Düzeltilmiş
Kasa	3.499	-	3.499
Bankalar	644	-	644
Kısa vadeli ticari alacaklar	355	-	355
Stoklar	261	-	261
Diğer çeşitli alacaklar	4.062	-	4.062
İş avansları	65.587	-	65.587
Uzun vadeli ticari alacaklar	1.382	-	1.382
Uzun vadeli alacak senetler	115.464	-	115.464
Uzun vadeli ticari borçlar	(54)	-	(54)
Gider tahakkukları	(40.400)	-	(40.400)
Uzun vadeli ticari borçlar	(3.200)	-	(3.200)
Alınan sipariş avansları	(186.839)	-	(186.839)
Toplam	(39.239)	-	(39.239)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yeşil Gayrimenkul'un katlanmış olduğu ama henüz Yeşil İnşaat'a yansıtmamış olduğu 1. ve 2. etap inşaat maliyetleri giderlerle ilgili Yeşil İnşaat yükümlülükleri arasında takip eden gider tahakkuklarının Şirket yasal kayıtlarındaki toplam tutarı 36,7 mn TL'dir. Bağımsız denetim raporu ile paralel bir şekilde, kayıtlı tutar olan 36.6 mn TL'nin üzerine Yeşil Gayrimenkul'un karı da eklenmiştir.
- İş avansları, Yeşil Gayrimenkul'ün Innovia projesi kapsamında üstlendiği ve üstleneceği maliyetlere karşılık Yeşil İnşaat'ın Yeşil Gayrimenkul'e vermiş olduğu avanslardır. Şirket yönetimi tarafından verilen bilgilere göre, Yeşil Gayrimenkul gider tahakkuku ile Yeşil Gayrimenkul'den alacaklar arasındaki fark, Yeşil Gayrimenkul'un değerlendirme tarihi sonrasında katlanacağı maliyetlere karşılık keseceği faturalara mahsup edilecektir.

Net Aktif Değer Yaklaşımı - Sonuç

('000 TL)	30/06/2010 Kayıtlı Değer	Net Aktif Değer Düzeltilmeleri	30/06/2010 Düzeltilmiş
1. ve 2. Etaplar	32.312	90.196	122.509
Net Aktif Değer Taşıyan Varlıklar	(39.239)	-	(39.239)
Arazi ve Arsalar	11.893	81.020	92.913
Innovia 3 - 4 - 5	7.123	81.020	88.142
Zekeriya köy	4.770	-	4.770
Toplam	4.966	171.216	176.182

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, PwC Analizi

- Yukarıdaki tablo, net aktif değer yaklaşımı ile tahmin edilen Yeşil İnşaat'ın %100 hisse değerini yansıtmaktadır.
- Net aktif değerlemesindeki temel yaklaşım, 1. ve 2. etapların proje değeri, 3., 4. ve 5. etapların yapılacağı arsa için ekspertiz çalışmasından elde edilen değer ve kalan varlıklar ve yükümlülükler için defter değerinin kullanılmasıdır.
- Ancak 3., 4. ve 5. etapların hayata geçirilmemesi durumunda Yeşil İnşaat'ın proje için verilmiş olan teminat mektupları ile ilgili zararlara uğraması söz konusu olabilir. Bu durumda ortaya çıkacak net aktif değeri yukarıdaki tablodan farklı olabilir.
- Yeşil İnşaat değerinin tespit edilmesinde net aktif değer yaklaşımı öncelikli olarak kullanılmamıştır.
- Bunun temel sebebi, Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan varlıklarını gayrimenkul projesi geliştirmekte kullanacak olmasıdır.
- Şirket 3. etap sonrasında Innovia 4 ve Innovia 5 projelerini geliştirmeyi planlamaktadır. Yeşil İnşaat'ın faaliyetlerine bu yönde devam etmeyeceğine ilişkin bir belirti bulunmamaktadır. Bu nedenle Yeşil İnşaat'ın varlık ve yükümlülüklerinin operasyonel değerlerinin, şirketin değerini daha doğru yansıtacağı düşünülmektedir.

Bölüm 5.3

Özkaynak Değeri

Yeşil İnşaat Özkaynak Değeri

Yeşil İnşaat - Özkaynaklar

('000 TL)	Denetlenmiş 30/06/2010	Sermaye Artışı Sonrası Değişim	Sermaye Artışı Sonrası
Ödenmiş Sermaye	250	2.250	2.500
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	8.125		8.125
Net Dönem Karı/Zararı	(8.104)		(8.104)
Toplam Özkaynaklar	271	2.250	2.521

Kaynak : Yeşil İnşaat Yönetimi

- Yandaki tabloda, Yeşil İnşaat yönetimince tarafımıza sunulan, bağımsız denetleme firması “Engin Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebecilik Mali Müşavirlik A.Ş.” tarafından yapılan bağımsız denetimden geçmiş özkaynak tablosu yer almaktadır.
- 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat’ın 250 bin TL tutarındaki yasal sermayesini 250 bin adet hamiline yazılı paya bölünmüştür.
- 30 Haziran 2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat’ın 8,1 mn TL geçmiş yıllar karları olup, net dönem zararı 8,1 mn TL’dir.
- Yeşil İnşaat’ın, 18.08.2010 tarihinde aldığı Yönetim Kurulu Kararı’na göre, şirket ana sözleşmesinin 6. Maddesinin değiştirilmesi ile ödenmiş olan 250.000 TL sermayenin, 2.250.000 TL arttırılarak, şirket sermayesinin 2.500.000 TL’ye çıkartılmasına karar verilmiştir. 23.08.2010 tarihinde yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında Yeşil İnşaat’ın sermaye artırımını onaylanmıştır. Bu sermaye artışına istinaden 2.250.000 TL tutarında düzeltme yapılmıştır
- Yeşil İnşaat’ın sermaye artışı ve yapılan düzeltme sonrasında özkaynak değerlendirme yöntemi ile hesaplanmış birleşmeye esas değeri değeri 2,5 mn TL’dir.

Bölüm 6

Değerleme Sonuçları, Birleşme ve Değiştirme Oranları

Değerleme Sonuçları, Birleşme ve Değiştirme Oranları

Y&Y GYO Ortaklık Yapısı - 01.09.2010

	Ödenmiş Sermaye (TL)	Hisse Oranı
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Ticaret A.Ş.	1.704.274	%7,1
Rudolph Younes	4.070.673	%16,9
Kamil Engin Yeşil	1.747.053	%7,2
Halka Açık Sermaye	16.629.318	%68,9
Toplam Ödenmiş Sermaye	24.151.319	%100,0

Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi

Yeşil İnşaat Ortaklık Yapısı - 01.09.2010

	Ödenmiş Sermaye (TL)	Hisse Oranı
Kamil Engin YEŞİL	2.472.425	%98,897
Vedat KALKUZ	25.000	%1,000
Emel Yeşil KÜÇÜKÇOLAK	2.500	%0,100
Cengiz DİLLİ	50	%0,002
Alaittin SILAYDIN	25	%0,001
Toplam Ödenmiş Sermaye	2.500.000	%100,00

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- Yandaki tablolarda Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından tarafımıza sunulan sermaye yapıları gösterilmekte olup, bu tablolar birleşme oranı hesaplamalarında baz oluşturmaktadır.
- Birleşme oranına baz teşkil edecek birleşmeye esas değer hesaplanırken; Yeşil İnşaat'ın hisse değerlemesi için birincil yöntem olarak "İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanmış; Y&Y GYO'nun hisse değerlemesi için ise birincil yöntem olarak "Piyasa Değeri Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanılmıştır.
- 18.08.2010 tarihli 2,250 mn TL'lik sermaye artışı sonrası Yeşil İnşaat'ın özkaynak değerlendirme yöntemi ile hesaplanmış birleşmeye esas değeri 2,521 mn TL'dir.
- SPK tarafından onaylanan, 19.08.2010 tarihinde kayda alınan sermaye düzeltme farklarından karşılanarak yapılan sermaye arttırımı sonucunda, Y&Y GYO'nun birleşmeye esas değeri 20,981 mn TL'dir.
- Şirket yönetimleri tarafından tarafımıza paylaşılan mali tablolarda belirtildiği üzere; devralan ortak Y&Y GYO ve devrolan ortak Yeşil İnşaat arasında 01.09.2010 tarihi itibarıyla birbirleri ile iştirak ilişkisi bulunmamaktadır. Bu nedenle sermaye ve özkaynak tutarları üzerinde herhangi bir eliminasyona gidilmemiştir.

Y&Y GYO (Net Aktif Değer) - Yeşil İnşaat (Net Aktif Değer), Birleşme ve Değişirme Oranı

Y&Y GYO (Net Aktif Değer) - Yeşil İnşaat (Net Aktif Değer)

('000 TL)	Birleşmeye Esas Değer	Ödenmiş Sermaye	Özkaynak	Değerleme için kullanılan yöntem
Devralan ortaklık: Y&Y GYO	23.126	24.151	20.981	Net Aktif Değer
Devrolan ortaklık: Yeşil İnşaat	176.182	2.500	2.521	Net Aktif Değer
Toplam	199.308			

Kaynak: PwC Analizi

- Aşağıdaki tabloda birleşme oranına baz teşkil edecek birleşmeye esas değer hesaplanırken iki şirket için de Net Aktif Değer yaklaşımı kullanılmıştır.
- Bu senaryoya göre, belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %11,60311 , arttırılacak sermaye 184 mn TL ve değişirme oranı %7359,75936 olarak hesaplanmıştır.

Birleşme ve Değişirme Oranı

Birleşme Oranı	=	$\frac{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO + Yeşil İnşaat)}}$	=	$\frac{23.125.944}{23.125.944 + 176.182.282}$	=	%11,60311
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{\text{Ödenmiş Sermaye (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşme Oranı}}$	=	$\frac{24.151.319}{\%11,60311}$	=	208.145.303
Arttırılacak Sermaye	=	$\text{Birleşme Sonrası Sermaye} - \text{Birleşme Öncesi Sermaye}$	=	$208.145.303 - 24.151.319$	=	183.993.984
Değişirme Oranı	=	$\frac{\text{Arttırılacak Sermaye}}{\text{Ödenmiş Sermaye (Yeşil İnşaat) - İş tirak Sermayesi*}}$	=	$\frac{183.993.984}{2.500.000 - 0}$	=	%7359,75936

(*) İş tirak düzeltmesi bulunmamaktadır.

Kaynak: PwC Analizi

Y&Y GYO (Özsermaye) - Yeşil İnşaat (Özsermaye), Birleşme ve Değiştirme Oranı

Birleşme ve Değiştirme Oranı

Birleşme Oranı	=	$\frac{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO + Yeşil İnşaat)}}$	=	$\frac{20.980.694}{20.980.694 + 2.521.000}$	=	%89,27311
Birleşme Sonrası	=	$\frac{\text{Ödenmiş Sermaye (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşme Oranı}}$	=	$\frac{24.151.319}{\%89,27311}$	=	27.053.295
Arttırılacak Sermaye	=	$\frac{\text{Birleşme Sonrası Sermaye - Birleşme Öncesi Sermaye}}{\text{Sermaye}}$	=	$\frac{27.053.295 - 24.151.319}{2.500.000 - 0}$	=	2.901.976
Değiştirme Oranı	=	$\frac{\text{Arttırılacak Sermaye}}{\text{Ödenmiş Sermaye (Yeşil İnşaat)*}}$	=	$\frac{2.901.976}{2.500.000 - 0}$	=	%116,07905

(*) İştirak düzeltmesi bulunmamaktadır.

Kaynak: PwC Analizi

- Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat'ın özkaynaklarının tespitinde, şirket yönetimlerince sunulan 30.06.2010 tarihi itibarıyla hazırlanmış bağımsız denetim raporlarındaki mali tablolar esas alınmıştır.
- Bu senaryoya göre, belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %89,27311, arttırılacak sermaye 2,9 mn TL ve değiştirme oranı %116,07905 olarak hesaplanmıştır.

Y&Y GYO - Özkaynaklar

('000 TL)	Sınırlı İnceleme 30/06/2010	Sermaye Artışı Sonucu Değişim	19/08/2010
Ödenmiş Sermaye	13.731	10.421	24.151
Hisse Senedi İhraç Primleri	3		3
Değer Artış Fonları	10.421	(10.421)	-
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(2.181)		(2.181)
Net Dönem Karı/Zararı	(992)		(992)
Toplam Özkaynaklar	20.981	-	20.981

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Yeşil İnşaat - Özkaynaklar

('000 TL)	Denetlenmiş 30/06/2010	Sermaye Artışı Sonrası Değişim	Sermaye Artışı Sonrası
Ödenmiş Sermaye	250	2.250	2.500
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	8.125		8.125
Net Dönem Karı/Zararı	(8.104)		(8.104)
Toplam Özkaynaklar	271	2.250	2.521

Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi

Y&Y GYO (Net Aktif Değer) - Yeşil İnşaat (İNA Yöntemi), Birleşme ve Değişirme Oranı

Y&Y GYO (Net Aktif Değer) - Yeşil İnşaat (İNA Yöntemi)

('000 TL)	Birleşmeye Esas Değer	Ödenmiş Sermaye	Özkaynak	Değerleme için kullanılan yöntem
Devralan ortaklık: Y&Y GYO	23.126	24.151	20.981	Net Aktif Değer
Devrolan ortaklık: Yeşil İnşaat	329.621	2.500	2.521	İndirgenmiş Nakit Akımı
Toplam	352.747			

Kaynak: PwC Analizi

- Aşağıdaki tabloda birleşme oranına baz teşkil edecek birleşmeye esas değer hesaplanırken; Y&Y GYO'nun hisse değerlemesi için Net Aktif Yaklaşımı, Yeşil İnşaat'ın hisse değerlemesi için İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı kullanılmıştır.
- Bu senaryoya göre, belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %6,55597 , arttırılacak sermaye 344,2 mn TL ve değişirme oranı %13769,42137 olarak hesaplanmıştır.

Birleşme ve Değişirme Oranı

Birleşme Oranı	=	$\frac{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO + Yeşil İnşaat)}}$	=	$\frac{23.125.944}{23.125.944 + 329.620.571}$	=	%6,55597
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{\text{Ödenmiş Sermaye (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşme Oranı}}$	=	$\frac{24.151.319}{\%6,55597}$	=	368.386.853
Arttırılacak Sermaye	=	Birleşme Sonrası Sermaye - Birleşme Öncesi Sermaye	=	368.386.853 - 24.151.319	=	344.235.534
Değişirme Oranı	=	$\frac{\text{Arttırılacak Sermaye}}{\text{Ödenmiş Sermaye (Yeşil İnşaat) - İş tirak Sermayesi*}}$	=	$\frac{344.235.534}{2.500.000 - 0}$	=	%13769,42137

(*) İş tirak düzeltmesi bulunmamaktadır.

Kaynak: PwC Analizi

Y&Y GYO (Piyasa Değeri) - Yeşil İnşaat (İNA Yöntemi), Birleşme ve Değiştirme Oranı

Y&Y GYO (Piyasa Değeri) - Yeşil İnşaat (İNA Yöntemi)

('000 TL)	Birleşmeye Esas Değer	Ödenmiş Sermaye	Özkaynak	Değerleme için kullanılan yöntem
Devralan ortaklık: Y&Y GYO	37.735	24.151	20.981	Piyasa Değeri
Devrolan ortaklık: Yeşil İnşaat	329.621	2.500	2.521	İndirgenmiş Nakit Akımı
Toplam	367.356			

Kaynak: PwC Analizi

- Aşağıdaki tabloda birleşme oranına baz teşkil edecek birleşmeye esas değer hesaplanırken; Y&Y GYO'nun hisse değeri için Piyasa Değeri, Yeşil İnşaat'ın hisse değeri için İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı sonucu kullanılmıştır.
- Bu senaryoya göre, belirtilen birleşmeye esas özkaynak tutarları ve sermaye tutarı bin TL olarak dikkate alındığında birleşme oranı, sunum amaçlı olarak beş ondalıklı gösterilmek şartıyla, %10,27210 , arttırılacak sermaye 211 mn TL ve değiştirme oranı %8438,57548 olarak hesaplanmıştır.

Birleşme ve Değiştirme Oranı

Birleşme Oranı	=	$\frac{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşmeye Esas Değer (Y&Y GYO + Yeşil İnşaat)}}$	=	$\frac{37.735.144}{37.735.144 + 329.620.571}$	=	%10,27210
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{\text{Ödenmiş Sermaye (Y&Y GYO)}}{\text{Birleşme Oranı}}$	=	$\frac{24.151.319}{\%10,27210}$	=	235.115.706
Arttırılacak Sermaye	=	Birleşme Sonrası Sermaye - Birleşme Öncesi Sermaye	=	235.115.706 - 24.151.319	=	210.964.387
Değiştirme Oranı	=	$\frac{\text{Arttırılacak Sermaye}}{\text{Ödenmiş Sermaye (Yeşil İnşaat) - İştirak Sermayesi*}}$	=	$\frac{210.964.387}{2.500.000 - 0}$	=	%8438,57548

(*) İştirak düzeltmesi bulunmamaktadır.

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (1/2)

- Bu çalışma sırasında; Yeşil İnşaat'ın hisse değerlemesi için birincil yöntem olarak "İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanmış; Y&Y GYO'nun hisse değerlemesi için ise birincil yöntem olarak "Piyasa Değeri Yaklaşımı", ikincil yöntem olarak "Net Aktif Yaklaşımı", üçüncül yöntem olarak "Özkaynak Değeri" kullanılmıştır.
- Değerleme yöntemleri seçilirken, öncelikli olarak değerlendirilen şirketin yapısı ve özellikleri göz önünde bulundurulmuştur.
- Yeşil İnşaat Innovia projesi kapsamında 1., 2. ve 3. etaplardaki dairelerin büyük bir kısmının satışını tamamlamıştır. Değerleme tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın gayrimenkul geliştirme ve satma faaliyetlerine devam etmeyeceğine ilişkin bir bulguya rastlanmamıştır.
- Değerleme tarihi itibarıyla, Innovia projesinin 3., 4. ve 5. etaplarının inşa edilmesi planlanan arsanın 59.700 m²'si Yeşil İnşaat'ın bilançosunda yer almaktadır. Yeşil İnşaat'ın bilançosunda yer alan varlıkların, 2006 yılında kazanılan ihale ile bu arsa üzerinde gayrimenkul projesi geliştirme ve satış yapma hakkının değerini yansıtmadığı düşünülmektedir. Yeşil İnşaat'ın gayrimenkul projesi geliştirme faaliyetlerine devam edeceği göz önünde bulundurularak, Yeşil İnşaat'ın hisse değerinin tahmin edilmesinde Net Aktif Yaklaşımı öncelikli olarak dikkate alınmamıştır.
- Innovia projesi müşterilerden toplanan avanslar ile geliştirilmektedir. 1. ve 2. etap için ihtiyaç duyulan ilave kaynak banka finansmanı ile sağlanmıştır. Bu nedenle Yeşil İnşaat hissedarlarının yüksek bir sermaye koymalarına gerek duyulmamıştır. Geliştirilen etaplardaki konut alanlarının küçük bir kısmının teslim edilmiş olmasından dolayı, özkaynaklar Innovia projesinin boyutunu yansıtmamaktadır. Bu nedenle Yeşil İnşaat'ın değerlemesi için özkaynak değerine öncelikli olarak başvurulmamıştır.
- Özet olarak İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımı sonucunda elde edilen değer, Yeşil İnşaat'ın değerini en doğru şekilde yansıtan gösterge olduğuna karar verilmiştir.
- Y&Y GYO'nun özkaynak değeri ile net aktif değeri birbirine oldukça yakındır. Bu iki değer de Y&Y GYO'nun bünyesindeki portföyün değerini yansıtmaktadır.
- Y&Y GYO'nun halka açıklık oranının %25'den fazla olmasından dolayı Y&Y GYO'nun piyasa değeri dikkate alınmıştır.
- Piyasada oluşan fiyatlar, genel olarak makro ekonomik gelişmeler ile birlikte sektörlerle ve şirketlere ilişkin beklentileri yansıtmaktadır. Y&Y GYO'nun piyasa değeri, yatırımcılar arasındaki alım ve satım işlemleri sırasında oluşan hisse fiyatını yansıtmaktadır.
- Bu nedenle Piyasa Değeri, Y&Y GYO'nun makul değerini yansıtan öncelikli değer olarak kullanılmıştır.

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (2/2)

Kullanılan Yöntemler ve Sonuçları

	Birleşme Oranı	Y&Y GYO		
		Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Özsermaye Değeri
Yeşil İnşaat	İNA	%6,55597	%10,27210	
	Net Aktif Değer	%11,60311		
	Özsermaye Değeri			%89,27311

	Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye (TL)	Y&Y GYO		
		Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Özsermaye Değeri
Yeşil İnşaat	İNA	368.386.853	235.115.706	
	Net Aktif Değer	208.145.303		
	Özsermaye Değeri			27.053.295

	Arttırılacak Sermaye (TL)	Y&Y GYO		
		Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Özsermaye Değeri
Yeşil İnşaat	İNA	344.235.534	210.964.387	
	Net Aktif Değer	183.993.984		
	Özsermaye Değeri			2.901.976

Seçilen Yöntem

Kaynak: PwC Analizi

Y&Y GYO ve Yeşil İnşaat -Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

- Birleşme işlemi gereği Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın kullanılan değerleme yöntemlerine göre birleşme oranları, değiştirme oranları ve arttırılacak sermaye tutarları tablolarda sunulmaktadır. Bir önceki sayfada belirtilen gerekçelerden ötürü seçilen değerleme yöntemleri ile elde edilen oranların ve tutarların yer aldığı alanlar yeşil renk ile gösterilmiştir.
- Sonuç olarak görüşümüze göre Y&Y GYO'nun Yeşil İnşaat'ı devralma yoluyla birleşmesi işleminde birleşme oranı hesaplanırken; Y&Y GYO'nun Piyasa Değeri ile Yeşil İnşaat'ın İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı ile tahmin edilen değerinin kullanılması adil ve makul olacaktır.
- Buna göre hesaplanan birleşme oranı %10,27210, arttırılacak sermaye 211,0 mn TL ve değiştirme oranı %8438,57548'dir.

	Değiştirme Oranı	Y&Y GYO		
		Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	Özsermaye Değeri
Yeşil İnşaat	İNA	%13769,42137	%8438,57548	
	Net Aktif Değer	%7359,75936		
	Özsermaye Değeri			%116,07905

Ek 1

Bilgi Kaynakları

Bilgi Kaynakları

- Yapılan değerleme çalışması, Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından sağlanan bilgilere ve diğer sektörel ve finansal kaynaklara dayandırılmıştır. Sonuçlar, bu kaynaklardaki bilgilerin doğruluğuna bağlıdır.
- Değerleme çalışması boyunca kullanılan başlıca kaynaklar aşağıdaki gibidir:
 - Görüşülen çalışanlar;
 - o Alaittin Sılaydın (Kontrolör) – Yeşil İnşaat
 - o Ersin Bengül (Muhasebe Müdürü) – Yeşil İnşaat
 - o Işık Gökkaya (Genel Müdür) – Y&Y GYO
 - o Ahmet Alga – (Finans Yönetmeni) – Y&Y GYO
 - Bilgi Kaynakları;
 - o Bloomberg
 - o Internet
 - o PwC Veritabanı
 - Temin Edilen Dokümanlar – Yeşil İnşaat
 - o Geçmiş Dönem Bilanço ve Gelir Tabloları (31.12.2007, 31.12.2008, 31.12.2009, 31.03.2010, 30.06.2010)
 - o Açık ve kapalı mizanlar (31.12.2009, 31.03.2010)
 - o Innovia Projesi için gerçekleşmiş ve gerçekleşmesi beklenen, etaplar bazında nakit akım tabloları
 - o 2. ve 3. etaplar için maliyet bütçeleri
 - o Vergi hesaplamasında kullanılan m² inşaat maliyeti çalışması
 - o Kurumlar vergisi beyaannamesi (31.03.2010)
 - o Alacakların ve borçların yaşlandırma tabloları
 - Temin Edilen Dökümanlar – Y&Y GYO
 - o Sabit kıymet listesi (30.06.2010)
 - o Kredi geri ödeme tabloları (30.06.2010)
 - o Innovia Projesi tanıtım sunumu
 - o 3., 4. ve 5. etapların üzerinde kurulması planlanan arsanın Elit Gayrimenkul tarafından hazırlanmış 2010/2732 no'lu 01 Haziran 2010 tarihli gayrimenkul değerleme raporu
 - o 30.06.2010 tarihli UFRS Denetim Raporu
 - o 30.06.2010 tarihli Sermaye Yapısı, Sermaye Artışı Ödeme Dekontları ve Yenilenmiş Pay Cetveli
 - Temin Edilen Dökümanlar – Y&Y GYO
 - o Y&Y GYO organizasyon şeması
 - o 30.06.2010 ve 01.09.2010 tarihi itibarıyla sermaye yapıları
 - o 31.12.2008, 31.12.2009 ve 30.06.2010 tarihli UFRS Denetim Raporları
 - o Y&Y GYO tanıtım sunumu
 - o 30.06.2010 tarihli kıdem tazminatı yükümlülüğü hesaplaması
 - o Güncel ekspertiz raporları
 - o İç Kaynakların Tespitine ve Sermayeye İlave Edilebileceğine İlişkin YMM Raporu
 - o Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. - 2010/3430 no'lu 13.09.2010 tarihli ve 2010/093 no'lu 07.01.2010 tarihli ekspertiz raporları
 - o EVA Gayrimenkul Değerleme Danışmanlık A.Ş. - 2009R102-1 no'lu 31.12.2009 tarihli, 2009R102-2 no'lu 31.12.2009 tarihli, 2009R102-2 no'lu 31.12.2009 tarihli ve 2009R102-5 no'lu 28.12.2009 tarihli ekspertiz raporları

Ek 2

Prosedürler

Prosedürler

Çalışmamızda genel olarak, aşağıdaki prosedürler (bunlarla sınırlı kalmamak kaydıyla) kullanılmıştır:

- Türkiye'deki makroekonomik durumun analizi,
- Türkiye'de konut üretim sektörünün analizi,
- Türkiye'de inşaat sektörünün analizi,
- Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi ile, geçmiş performansı, mevcut durumu, gelecekteki operasyonlarının tartışılması,
- Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimi ile verilerin doğruluğu ve kendi içerisindeki tutarlılığının tartışılması,
- Y&Y GYO Yönetimi ve Yeşil İnşaat Yönetimine ait operasyonel ve finansal sonuçların tartışılması,
- Gelir yaklaşımına temel oluşturacak operasyonel ve finansal projeksiyonların tartışılması,
- Konut üreticiliği sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin halka açık verilerinin analizi,
- Yeşil İnşaat'ın makul değerini ölçmeye yönelik diğer bilgi ve verilerin incelemesi.

Ek 3

Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı (1/2)

- Bu yaklaşım bir varlığın varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akımı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akımının bugünkü değere çekilmesi ("İndirgenmiş Nakit Akımları" veya "İNA") ile bulunur.
- Bugünkü değere çekerken kullanılan iskonto oranı varlığın beklenen nakit akımlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Bu yöntemde Yeşil İnşaat'ın halihazırdaki şirket yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi yapılır.
- Bu analiz sonucunda Yeşil İnşaat'ın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.
- Bu yöntemde Yeşil İnşaat'ın değeri, indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan banka kredilerinin piyasa değeri de göz önüne alınabilir.
- Bu yöntem ile Yeşil İnşaat'ın hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançoadaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

- İNA yönteminin uygulanması sırasında Yeşil İnşaat'a ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Yeşil İnşaat'ın yönetimi tarafından hazırlanır.
- Serbest nakit akımlarının bugüne iskonto edilmesinde sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması ("SMAO") kullanılır. SMAO hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.
- SMAO borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır.
- SMAO'nun hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$SMAO = Ms * S/(B+S) + Mb * B/(B+S) * (1-v) + Rb;$$

SMAO = Sermaye Maliyetinin Ağırlıklı Ortalaması

Mb = Borçlanma Maliyeti

Ms = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

B = Toplam Borç Miktarı

S = Toplam Sermaye Miktarı (borçlar dışındaki yükümlülükler de dahil)

v = Vergi oranı

Rb = İşe dönük risk primi

Gelir Yaklaşımı (2/2)

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (devamı)

Sermaye Maliyeti

- SVFM bir yatırımla ilgili olarak belirli bir risk seviyesi dahilinde bir sermaye sahibinin talep ettiği getirinin tahmini değeridir. Model sermaye sahibinin beklediği getiri tahmin ederken aşağıdaki denklemi kullanır:

$$Ms = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf)$$

Ms = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

Rf = Risksiz getiri oranı

(Rm-Rf) = bütün şirketler için piyasa risk primi

Beta = belli bir hisse senedi fiyatının borsa endeksine göre değişimleri

Sermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan faktörler

- Beta faktörü:** Hisse senedi fiyatının genel piyasa endeksine göre değişimlerine göre hesaplanır ve bir hissenin riskini gösterir. Eğer hisse fiyatı endeksten daha fazla değişim gösterirse Beta faktörü > 1; daha az değişim gösterir ise Beta faktörü < 1 olur.
- Sermaye Maliyeti ("Ms")'nin hesaplamasında aşağıda açıklanan Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ("SVFM", Capital Asset Pricing Model - CAPM) kullanılmıştır:
- Piyasa risk primi:** Sermaye piyasasındaki bir yatırım için risk primi risksiz bir yatırım ile daha fazla risk içeren bir yatırımın getiri beklentileri arasındaki farkları hesaba katar. Bu nedenle, sermaye piyasası ortalama getirisi ve risksiz bir yatırım getirisi arasındaki farka eşittir.

- Risksiz getiri oranı:** Herhangi bir piyasada yatırımcının olabilecek en düşük riskteki bir yatırımdan bekleyeceği minimum getiridir. Çoğu durumda, benzer vadeli bir devlet tahvili getirisi baz olarak alınır.

Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanması

- Nakit akımlarının bugünkü değeri, gelecekte oluşacağı varsayılan nakit akımları üzerine iskonto oranının matematiksel bir uygulamasıyla hesaplanmaktadır. Hesaplanan toplam bugünkü değer, mali borç ve sermayeden oluşan toplam yatırılan sermaye değerinin tahminidir. Yeşil İnşaat'ın sermayedarlar açısından değerini hesaplarken mali borcun piyasa değerinin şirket değerinden çıkarılması gerekir. İNA değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

NA, n senesi için nakit akımını göstermektedir.

$$\text{İNA Değeri} = \frac{NA}{(1 + \text{SMAO})^n}$$

Net Aktif Değer Yaklaşımı

- Net aktif değerlemesi yaklaşımı, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belli bir tarihte nakite çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyete eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır.
- Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır, fakat işletmenin olası tasfiye değerine veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.
- Varlıklar baz alınarak yapılan değerlemeler, işletmenin aktif ve pasiflerinin, defter ve piyasa değerleri arasında oluşan farkların düzeltilmesiyle ulaşılan net defter değerini vermektedir. Bu yaklaşımın en uygun olacağı haller işletmenin faaliyetine son vereceği ve aktiflerinin değerlendirileceği hallerdir. Bu yöntem fazla veya faaliyet dışı olan varlıkların elden çıkarılmasında kullanılabilir.
- Genel bir kural olarak net aktif değeri işletmenin minimum değerini tespiti olarak sağlayan bir yöntemdir. Çoğunlukla işletmelerin gerçek piyasa değeri, maddi olmayan duran varlıkları ile ilişkili olarak bu değerden daha yüksek olarak belirlenmektedir.
- Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın net aktif değerlerine ulaşırken iki yaklaşım kullanılmaktadır:
 - Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın finansal tabloları incelenmektedir
 - Y&Y GYO'nun ve Yeşil İnşaat'ın ticari alacakları, ticari borçları, kredileri, stokları, sabit kıymetleri veya iştirakleri gibi bazı bilanço kalemleri, makul değeri ve defter değeri arasındaki farkı ortadan kaldırmak amacı ile düzeltme kayıtları verilerek piyasa değerine yakın haline getirilmektedir.
- Bilinmelidir ki bu yöntemle tespit edilen piyasa değeri Yeşil İnşaat'ın aktiflerinin satışı durumunda elde edilecek değere eşit olmayabilir. Diğer bir deyişle aktiflerin piyasa değeri zorunlu satış ("forced sale") senaryosu altında değerlendirilmemektedir.

Ek 4

Sermaye Maliyeti

Beta Hesaplaması

Şirket (1)	Ülke	Sermaye Betası (2)	Gözlem Sayısı	Piyasa Değeri (ABD\$ mn)	Piyasa Değeri (3)	Toplam Borç (4)	5 yıl Borç / Sermaye Oranı	Varlık Betası (5)	Beta Standard Hatası	R-Kare
Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,660	104	62	98	-	0,0%	0,66	0,103	0,268
Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,634	104	429	678	34	2,4%	0,62	0,131	0,154
Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,516	104	106	167	-	0,0%	0,52	0,114	0,156
Doğuş GE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,858	104	66	104	0	27,3%	0,67	0,098	0,429
EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,654	104	12	19	9	44,6%	0,45	0,149	0,137
Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,719	104	21	34	-	0,0%	0,72	0,087	0,402
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,754	104	430	680	-	0,0%	0,75	0,081	0,445
Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,900	104	7	12	-	0,1%	0,90	0,172	0,238
Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	1,104	104	38	60	15	24,7%	0,89	0,176	0,276
Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,760	104	28	44	38	109,5%	0,36	0,102	0,337
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,946	104	481	760	2	0,8%	0,94	0,118	0,361
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,648	104	43	67	-	0,0%	0,65	0,119	0,208
Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	1,127	104	42	66	6	62,0%	0,70	0,126	0,411
Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Türkiye	0,824	104	33	52	-	0,4%	0,82	0,143	0,438
Minimum		0,52					0%	0,36		
Maksimum		1,13					109%	0,94		
Ortalama		0,79					19%	0,69		
Medyan		0,76					1%	0,68		
Dışarıda kalanlar hariç ortalama		0,99					21,0%	0,84		
Dışarıda kalanlar hariç medyan		0,86					0,8%	0,90		

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Notlar:

- 1 İstatistiksel açıdan anlam taşıyacak kadar gözlem sayısına sahip ve benzer sektörlerle dahil olan şirketler karşılaştırılabilir şirketler olarak seçilmiştir.
- 2 Sermaye Betaları Bloomberg'den alınmıştır. (haftalık, 6 yıllık -1016 gözlemden az olanlar hesaba katılmamıştır- Bayesian Düzeltmesi)
- 3 Piyasa değeri Bloomberg'den alınmıştır.
- 4 Toplam borç değeri Bloomberg'den alınmıştır (defter değeri).
- 5 Borçtan arındırılmış beta: sermaye betası / (1+D/E).

- Yukarıdaki tabloda Yeşil İnşaat'ın sermaye maliyetinin hesaplanmasına kullanılmış beta tablosu yer almaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın beta hesaplaması yapılırken, İMKB'de işlem görmekte olan GYO'ların betaları dikkate alınmıştır.

- Halka açık GYO'lar arasında yapılan araştırmadan sonra devam etmekte olan konut projeleri bulunan GYO'lar incelenmiştir. Bu incelemeden sonra Özderici GYO, Sinpaş GYO ve Yapı Kredi Koray GYO'nun Yeşil İnşaat'ın beta analizinde kullanılmaları uygun görülmüştür.
- Çalışma sonucunda Yeşil İnşaat'ın varlık betasının 0,84 olarak alınması uygun görülmüştür.

Sermaye Maliyeti – Yeşil İnşaat (1/4)

- Aşağıdaki ve takip eden sayfalardaki tablolarda Yeşil İnşaat'ın sermaye maliyetinin aylara göre değişimi gösterilmektedir.
- Yeşil İnşaat'ın sermaye maliyeti hesaplanırken, projeksiyon dönemi boyunca değişecek borçluluk yapısı da göz önünde bulundurulmuştur.
- 3. etap ile 4. ve 5. etaplar için ayrı olarak hesaplanmış sermaye maliyetleri bulunurken, Yeşil İnşaat'ın kendisi için aylık bazda tahmin edilmiş sermaye maliyetlerinin üzerine sırasıyla %1 ve %2 oranlarında risk primi uygulanmıştır.

Risksiz Faiz Oranı	a
Varlık Betası	b
Borç/Sermaye Oranı	c
Hedef Kaldıraç Oranı	$d=(1/(1+1/c))$
Sermaye Betası	$e=b*(1+c)$
PRP	f
Risk Primi	g
Sermaye Maliyeti	$i=a+e*f+g$

	Haziran 10 Tahmini	Temmuz 10 Tahmini	Ağustos 10 Tahmini	Eylül 10 Tahmini	Ekim 10 Tahmini	Kasım 10 Tahmini	Aralık 10 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%9,4	%9,3	%9,3	%9,3	%9,3	%9,3	%9,3
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%11,6	%13,3	%19,9	%27,5	%33,2	%35,0	%36,2
Kaldıraç Oranı	%10	%12	%17	%22	%25	%26	%27
Sermaye Betası	0,94	0,96	1,01	1,08	1,12	1,14	1,15
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	14,5%	14,6%	14,9%	15,2%	15,5%	15,6%	15,6%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Sermaye Maliyeti – Yeşil İnşaat (2/4)

	Ocak 11 Tahmini	Şubat 11 Tahmini	Mart 11 Tahmini	Nisan 11 Tahmini	Mayıs 11 Tahmini	Haziran 11 Tahmini	Temmuz 11 Tahmini	Ağustos 11 Tahmini	Eylül 11 Tahmini	Ekim 11 Tahmini	Kasım 11 Tahmini	Aralık 11 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%9,3	%9,3	%9,3	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2	%9,2
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%25,1	%16,1	%6,7	%4,7	%3,0	%1	%1	%3	%5	%4	%0	%0
Kaldıraç Oranı	%20	%14	%6	%4	%3	%1	%1	%3	%5	%3	%0	%0
Sermaye Betası	1,06	0,98	0,90	0,88	0,87	0,85	0,85	0,87	0,89	0,87	0,84	0,85
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	15,1%	14,7%	14,2%	14,1%	14,0%	13,9%	13,9%	14,0%	14,1%	14,0%	13,8%	13,8%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

	Ocak 12 Tahmini	Şubat 12 Tahmini	Mart 12 Tahmini	Nisan 12 Tahmini	Mayıs 12 Tahmini	Haziran 12 Tahmini	Temmuz 12 Tahmini	Ağustos 12 Tahmini	Eylül 12 Tahmini	Ekim 12 Tahmini	Kasım 12 Tahmini	Aralık 12 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%9,2	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,0	%9,0
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Kaldıraç Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Sermaye Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Sermaye Maliyeti – Yeşil İnşaat (3/4)

	Ocak 13 Tahmini	Şubat 13 Tahmini	Mart 13 Tahmini	Nisan 13 Tahmini	Mayıs 13 Tahmini	Haziran 13 Tahmini	Temmuz 13 Tahmini	Ağustos 13 Tahmini	Eylül 13 Tahmini	Ekim 13 Tahmini	Kasım 13 Tahmini	Aralık 13 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Kaldıraç Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Sermaye Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

	Ocak 14 Tahmini	Şubat 14 Tahmini	Mart 14 Tahmini	Nisan 14 Tahmini	Mayıs 14 Tahmini	Haziran 14 Tahmini	Temmuz 14 Tahmini	Ağustos 14 Tahmini	Eylül 14 Tahmini	Ekim 14 Tahmini	Kasım 14 Tahmini	Aralık 14 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Kaldıraç Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Sermaye Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,4%	13,4%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Sermaye Maliyeti – Yeşil İnşaat (4/4)

	Ocak 15 Tahmini	Şubat 15 Tahmini	Mart 15 Tahmini	Nisan 15 Tahmini	Mayıs 15 Tahmini	Haziran 15 Tahmini	Temmuz 15 Tahmini	Ağustos 15 Tahmini	Eylül 15 Tahmini	Ekim 15 Tahmini	Kasım 15 Tahmini	Aralık 15 Tahmini
Risksiz Faiz Oranı	%8,8	%8,8	%8,8	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Borç/Sermaye Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Kaldıraç Oranı	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0	%0
Sermaye Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
PRP	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
İş Primi	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Sermaye Maliyeti	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Notlar

a	Risksiz Faiz Oranı (RFO): Türk Lirası bazlı uzun vadeli Devlet Tahvili (vade sonu: 08/06/2014 (30/06/2010 itibarıyla)) → Türk Lirası bazlı uzun vadeli Devlet Tahvili (vade sonu: 03/07/2012 (30/06/2010 itibarıyla))
b	Varlık Betası (VB): Karşılaştırılabilir şirketlerin analizinden hesaplanmıştır (Miller-Modigliani formülü baz alınarak sermaye betalan borçtan arındırılmış ve varlık betalarına dönüştürülmüştür: Varlık betası = Sermaye betası / (1 + B/S))
c	Borç/Özsermaye (B/Ö): Hedef B/S oranı şirket yönetiminin sağladığı nakit akım projeksiyonları kullanılarak belirlenmiştir.
d=(1/(1+1/c))	Kaldıraç Etkisi: Borç/ (Borç+Sermaye)
e=b*(1+c)	Sermaye Betası (SB): Varlık Betası x (1+B/S)
f	Piyasa Risk Primi (PRP): PwC analizleri sonucu %5.5 olarak kullanılmıştır (Sermaye piyasası ürünleri ortalama kazancı ile ortalama risksiz tahvil getirisi arasındaki geçmiş verilere dayanan fark).
g	İş Primi (İP): Toplu nakit akımının indirgenmesinde risk primi kullanılmamıştır. 3. etap için %1, 4. ve 5. etaplar için %2 olarak kullanılarak brüt proje değeri üzerindeki etkisi yansıtılmıştır.
i=a+e*f+g	Sermaye Maliyeti = (RqO) + Beta x (PRP)

Ek 5

Yeşil İnşaat UFRS Mali Tabloları

UFRS Bilanço

('000 TL)	Denetlenmiş 31/12/2009	Sınırlı İnceleme 30/06/2010
Dönen Varlıklar	344.132	447.407
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.591	1.894
Finansal Yatırımlar	-	-
Ticari Alacaklar	63.554	112.703
① Diğer Alacaklar	21.885	3.846
② Stoklar	201.544	213.487
③ Diğer Dönen Varlıklar	55.558	115.477
Duran Varlıklar	138.047	152.673
Ticari Alacaklar	128.252	138.905
Maddi Duran Varlıklar	894	1.761
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	49	99
Ertelenmiş Vergi Varlığı	8.598	11.693
Diğer Duran Varlıklar	254	215
Toplam Varlıklar	482.179	600.080

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

- ① Diğer alacaklar; yasal kayıtlarda 136 hesapta yer alan alacaklardan grup şirketleri ve daire alacakları düşüldükten sonra kalan bakiye (832.407) ile 336 hesapta yer alan ters bakiyelerin 136 hesaba sınıflandırılması sonucu oluşan 87.650'lik bakiye ve 120 hesapta yer alan arsa sahiplerinden KDV alacaklarının 136 hesaba sınıflandırılması sonucu (355.219) oluşan bakiyelerin toplamından oluşmaktadır
- ② Denetim raporundaki 30.06.2010 tarihli UFRS bilançoda stoklar 213.487 bin TL olarak gözükmektedir. Bu tutar 30.06.2010 yasal mizanındaki 150 no'lu hesapların toplamından 35 mn TL kadar daha büyüktür. Stoklarındaki bu farklılığın sebebi ticari alacak ve borç reeskontlarının stoklar üzerine aktarılmasından kaynaklanmaktadır.

('000 TL)	Denetlenmiş 31/12/2009	Sınırlı İnceleme 30/06/2010
Kısa Vadeli Yükümlülükler	171.021	393.867
Finansal Borçlar	42.162	32.541
④ Ticari Borçlar	24.989	17.238
Diğer Borçlar	75.336	294.816
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	28.534	49.272
Uzun Vadeli Yükümlülükler	302.783	205.942
Finansal Borçlar	5.254	3.129
④ Ticari Borçlar	1.747	4.233
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	56	43
Diğer Borçlar	285.097	186.839
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.629	11.698
Özkaynaklar	8.375	271
Ödenmiş Sermaye	250	250
Hisse Senedi İhraç Primleri	-	-
Değer Artış Fonları	-	-
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	8.065	8.125
Net Dönem Kar/Zararı	60	(8.104)
Toplam Kaynaklar	482.179	600.080

- ③ Denetim raporundaki 30.06.2010 tarihli UFRS bilançoda 115.477 bin TL tutarındaki "diğer dönen varlıklar" içerisinde takip edilen 12.774 bin TL tutarındaki üçüncü şahıslara verilen avanslar hesabı altında; 195 ve 159 no'lu hesaplardaki arsalarla ilgili avanslar 159 no'lu hesap altında sınıflandırılmıştır. Grup içi bakiyeleri düşüldükten sonra kalan tutardır.
- ④ Denetim raporundaki 30.06.2010 tarihli UFRS bilançonun pasif tarafındaki ticari borçlar ile VUK bilançodaki ticari borçlar toplamı arasında fark bulunmaktadır. Bu farkın sebeplerinden biri ticari borçlarda yer alan ters bakiyelerin sınıflandırılmasıdır. Ayrıca grup içi ticari borçlar 330 no'lu hesaba alınmıştır. 320 hesapta yer alan 1.180.000 tutarındaki uzun vadeli borç, 320 hesaptan 420 hesaba alınmıştır. Ticari borçlara reeskont uygulanmıştır.

UFRS Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - UFRS

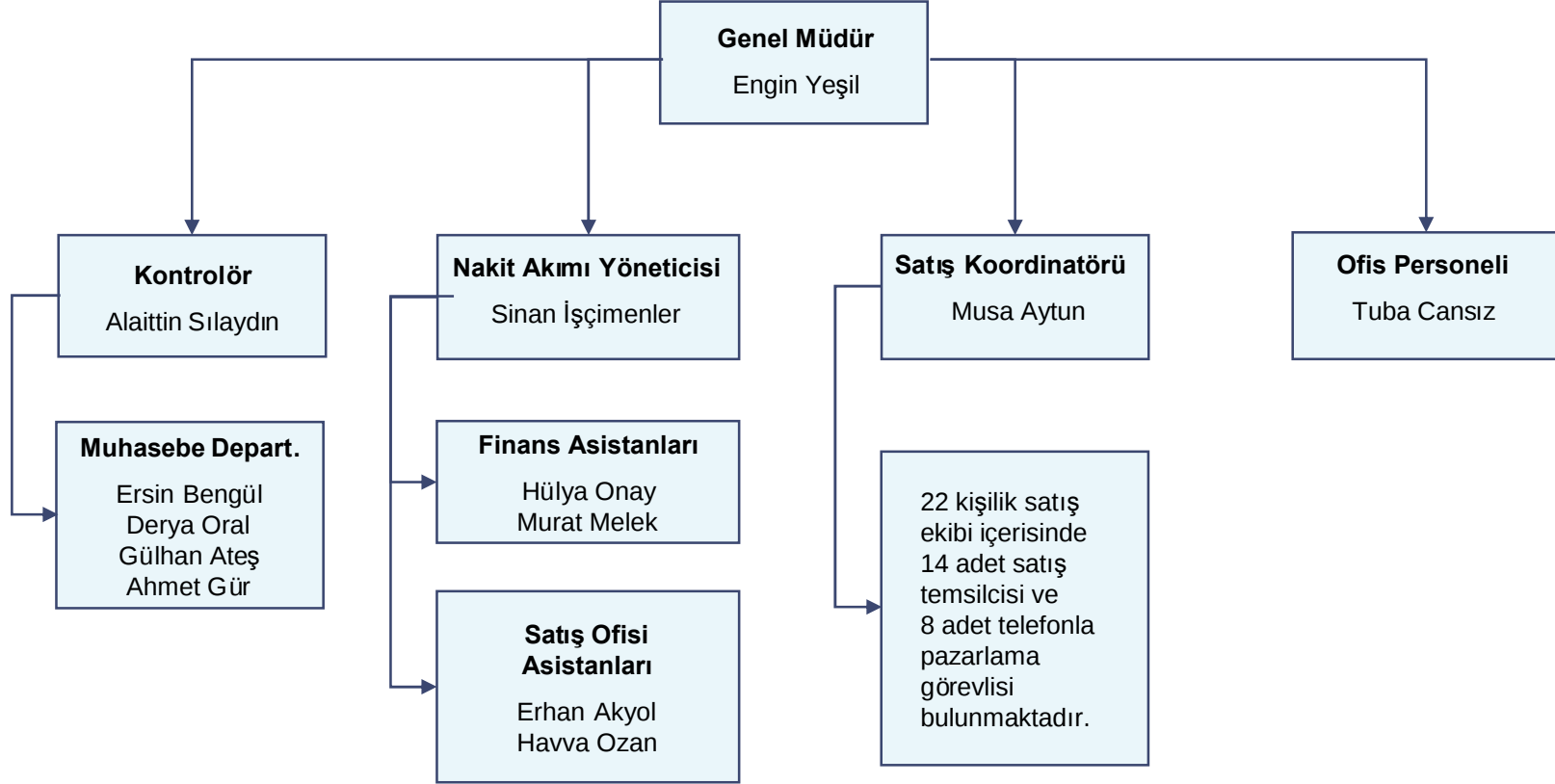
('000 TL)	Denetlenmiş 6AY09	Denetlenmiş 6AY10
Sürdürülen Faaliyetler		
Satış Gelirleri	351	63.838
Satışların Maliyeti (-)	(317)	(64.653)
Brüt Kar/Zarar	34	(815)
Pazarlama,Satış ve Dağıtım Gid.	(3.722)	(7.577)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.199)	(1.252)
Diğer Faaliyet Gelirleri	22	40
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(63)	(548)
Faaliyet Karı/Zararı	(4.928)	(10.152)
Esas Faaliyet Dışı Fin. Gel.	2.221	1.649
Esas Faaliyet Dışı Fin. Gid. (-)	(2.373)	(1.627)
Vergi Öncesi Karı/Zararı	(5.080)	(10.130)
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	1.016	2.026
Dönem Karı/Zararı	(4.064)	(8.104)

- Yandaki tabloda 30 Haziran 2010 tarihli bağımsız denetim raporundaki gelir tabloları verilmektedir.
- 30 Haziran 2010 tarihli UFRS bilanço ile VUK'a göre hazırlanmış bilanço arasında değerlendirme sonuçlarını etkileyecek önemli farklar bulunmamaktadır.
- UFRS bilançonun düzenlenmesinde ağırlıklı olarak hesaplar arasında farklı sınıflandırmalar yapılmıştır. Bu sınıflandırma farkları ile diğer düzeltmeler incelenmiş ve gerekli görüldüğü durumlarda değerlendirme çalışmasına dikkate alınmıştır.

Ek 6

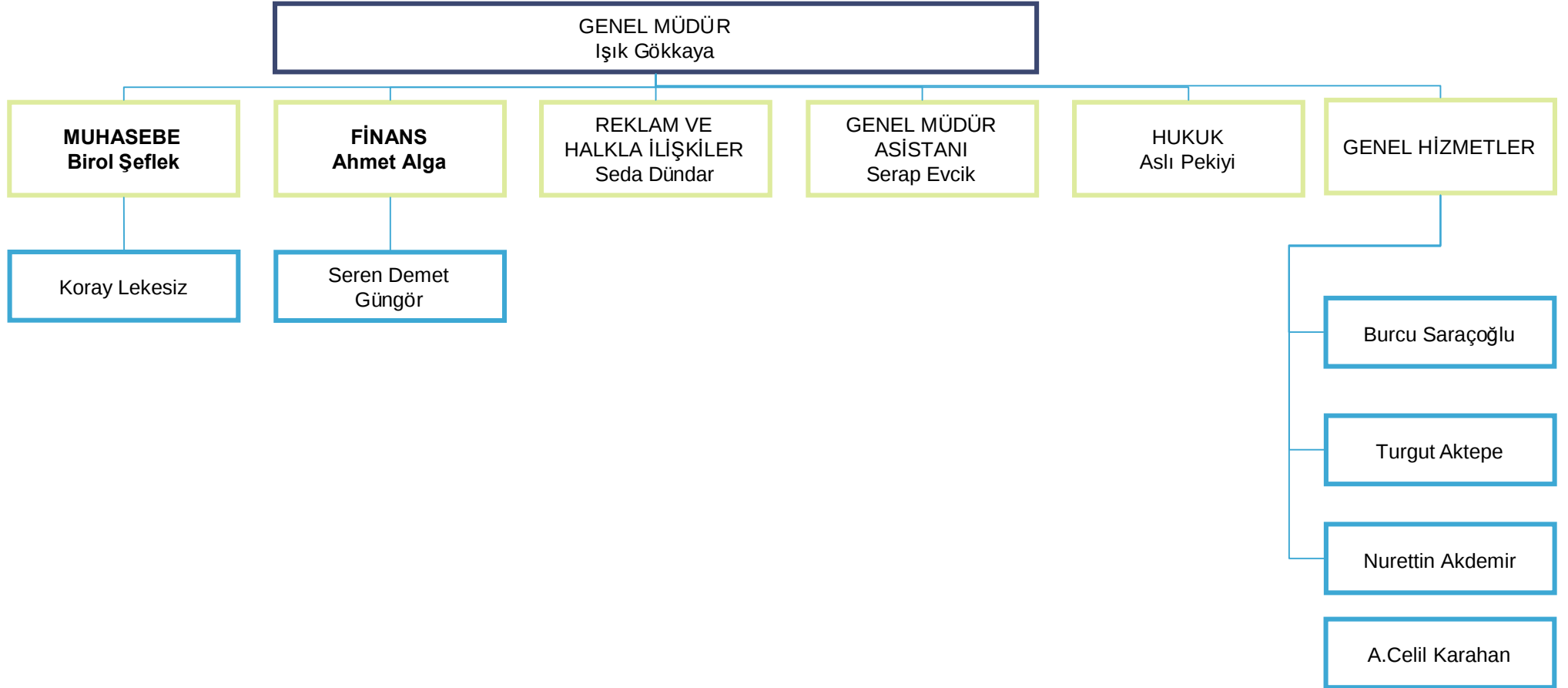
Yeşil İnşaat ve Y&Y GYO Organizasyon Şemaları

Yeşil İnşaat Organizasyon Şeması



Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Y&Y GYO Organizasyon Şeması



Kaynak: Y&Y GYO Yönetimi

Ek 7

Benzer Projeler

Bölgedeki Benzer Projeler

- Bu bölümde, Beylikdüzü ve Bahçeşehir bölgesinde bulunan inşaatı devam etmekte olan, tamamlanmak üzere olan ya da tamamlanmış olmasına rağmen satışları devam eden benzer projeler hakkında bilgi verilmektedir.
- Söz konusu projelerle ilgili konut m² satış fiyatları, raporun 3. bölümünde “Proje Bölgesi” kısmında gösterilmektedir.
- Yakınlık olarak bakıldığında, Innovia Projesi alanına en yakın olan projeler EVVIVA ve Fİ-TOWER projeleridir. Söz konusu projelerin ikisi de henüz inşaat halindedir.
- Büyüklükleri kıyaslandığında EVVIVA projesi Innovia projesine göre oldukça butik kalmaktadır.
- 2011 yılı Aralık ayında teslim edilmesi planlanan EVVIVA evleri 2010 yılı Haziran ayı içerisinde satışa sunulmuştur.
- Proje kapsamındaki daireler ortalama 1.200 TL fiyattan satışa çıkartılmıştır.
- Şu anda devam etmekte olan Innovia Projesi 3. etap konut satışlarının ise 2010 yıl sonuna kadar Haziran ayı itibarıyla 1.600 TL seviyelerinden, 1.700 - 1800 TL seviyelerine yükselmesi beklenmektedir.
- Innovia 3 projesinde 2010 Haziran ayı içerisinde satılan dairelerin ortalama m² fiyatı 1.605 olarak gerçekleşmiştir.
- EVVIVA projesi ile Innovia projesi arasındaki bu fiyat farkının temel olarak, EVVIVA projesinin butik bir proje olmasından, Innovia ya da Fİ-TOWER projeleri kadar tanınmıyor olmasından ve bu proje kapsamında henüz yapımı tamamlanmış ve teslimi yapılmış bir daire olmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.
- Innovia projesi 1. etap daireleri satışa çıktığı 2007 yılının Mart, Nisan ve Mayıs aylarında ortalama olarak 1.000 TL/ m² ile satılmıştır.
- Fİ-TOWER projesinde konutların m² fiyatları 1.159 TL ile 1.590 TL arasında değişmektedir. Fİ-TOWER, Innovia'ya göre daha küçük bir projedir. Innovia projesinin 3. etabındaki dairelerin 2012 yılı başında teslim edilmesi beklenirken, Fİ-TOWER projesi kapsamındaki dairelerin 2011 yılı Eylül ayında teslim edileceği belirtilmektedir.
- Innovia projesinin 3. etabı ile Fİ-TOWER projesinin teslim tarihi ve satış fiyatları açısından benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Beylikdüzü Bölgesi Benzer Projeler (1/4)

Fİ – TOWER

- 2 adet 30 katlı kule ve 12 bloktan oluşan Fİ – TOWER projesinde daireler stüdyo, 1+1 ve 2+1 seçeneklerinde müşterilere sunulmaktadır. 1+1 seçeneklerinde, 54 m² alanı olan dairelerin tamamı satılmıştır.
- Daire fiyatları 79 bin TL ile 285 bin TL arasında değişmektedir.
- Fİ – Yapı Fİ – TOWER'da ev sahibi olmak isteyen müşterilerine %0,99 faiz oranıyla 12 aydan 60 aya kadar vade imkanı sunabilmektedir.
- Toplam 1.755 konuttan oluşması planlanan Fİ – TOWER için daire teslimlerinin 2011 yılı Eylül ayında başlaması beklenmektedir.
- Proje kapsamında sunulan ortak kullanım alanları içerisinde açık ve kapalı yüzme havuzları, açık ve kapalı otoparklar, kreş, spor merkezi, sauna, hamam, basketbol ve voleybol sahaları, botanik bahçe ve amfi – tiyatro gibi imkanlar bulunmaktadır.

EVVIVA RESIDENCE

- 4.700 m² arsa üzerinde toplam 28.000 m² inşaat alanından oluşan projede %65'inden fazlası yeşil alan olarak tasarlanmıştır.
- Proje kapsamındaki 9 katlı 2 blokta toplamda 162 daire bulunacaktır. Daireler 1+1, 2+1 ve 3+1 seçeneklerinde teraslı ya da bahçeli olarak projelendirilmiştir. Daire alanları 45 m² ile 157 m² arasında değişmektedir.
- Her daire için özel depo alanlarının bulunacağı projede ev tiplerine göre en az 1 araçlık en çok da 3 araçlık otopark yerleri ve misafir otoparkları bulunmaktadır.



Beylikdüzü Bölgesi Benzer Projeler (2/4)

MİLPARK

- 14 tanesi konut 1 tanesi ticari olmak üzere toplam 15 konuttan oluşan Milpark projesi 33.180 m² arsa üzerinde geliştirilmektedir.
- Proje kapsamında büyüklüğü 65 m² ile 186 m² arasında değişen 993 adet bölüm inşa edilecektir. Proje kapsamındaki konutlarda 1+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 seçenekleri bulunmaktadır.
- Proje kapsamındaki konut bloklarının en üst 2 katında bulunan bütün dairelerde özel teras ve bahçe bulunmaktadır.
- Milpark projesi kapsamında yapılmış özel su artıma sistemi ile konut başına %50'ye varan su tasarrufu sağlanması planlanmaktadır.

SOLARKENT

- Proje kapsamında 31 katlı 4 blokta 866 konut tasarlanmıştır.
- Konutlar 10 farklı tipte olup büyüklükleri 67² ile 144 m² arasında değişmektedir.
- Türkiye'nin güneş enerjisi ile elektrik üretimi sağlayacak olan ilk konut projesi olma özelliğini taşımaktadır. Bu sayede yapılacak kazanç airdatlarında tasarruf olarak site sakinlerine yansıtılabilecektir.
- Proje kapsamında 1 km.'lik yürüyüş parkuru, 3 tane yüzme havuzu, süs havuzları, halı saha, mescit ve gündelik alışveriş mekanları yaratılmıştır.
- Solarkent'te konut sahibi olmak için 5 yıl vadeli anlaşmalarla konut alanlara sıfır faiz uygulanmaktadır. 60 aydan sonraki vadeler için ise %0,69 oranında faiz uygulanmaktadır.



Beylikdüzü Bölgesi Benzer Projeler (3/4)

AGENA PARK

- Avena Park'ta bulunan 8 blokta toplamda 340 adet konut bulunmaktadır. Site 17.500 m² arsa üzerine kurulmuştur.
- 25 ayrı konut seçeneğinin bulunduğu Avena Park'ta daire alanları 89 m² ile 231 m² arasında değişmektedir.
- Bloklar radye jeneral temel ve tünel kalıp teknolojisi kullanılarak inşa edilmiştir.
- Daireler arası iletişim kurabilme imkanı ve jeneratör desteği Avena Park'ın öne çıkan özellikleri olarak gösterilmektedir.

GINZA LAVINYA PARK

- Proje kapsamında 94.107 m² arsa üzerinde 230 adet daire inşa edilmesi planlanmaktadır.
- Daire tipleri 1+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 seçeneklerinde olup ortalama m² satış fiyatları 2.000 TL ile 2.500 TL arasında değişmektedir.
- Proje kapsamındaki en küçük daire 49 m² en büyük daire 244 m² olarak tasarlanmıştır.
- E-5 karayolu üzerinde Beylikdüzü Bauhaus karşısında konumlanmış proje kapsamında A ve B bloklarda 158 adet te ofis ünitesi bulunmaktadır.



Beylikdüzü Bölgesi Benzer Projeler (4/4)

AYIŞIĞI HALTING PLACE

- 13 bin m² arsa üzerine kurulmuş olan toplu konut projesi kapsamında 9 blokta 346 adet konut inşa edilmiştir.
- Konut seçenekleri 1+1, 2+1, 3+1 dubleks ve 4+1 dubleks opsiyonlarını barındırmakta, konut alanları ise 65 m² ile 240 m² arasında değişmektedir.
- Ortalama m² satış fiyatları 1.750 TL ile 2.200 TL arasında değişmektedir.
- Ayışığı Haltin Place'de kombili ısıtma sistemi yerine yeni nesil merkezi ısıtma sistemi kullanılmıştır. Proje kapsamında kullanılmış güneş enerji panelleri sayesinde konut sahiplerinin %70'e varan oranlarda enerji tasarrufu yapmaları planlanmaktadır.
- Proje kapsamındaki ortak kullanım alanları içerisinde; squash ve tenis kortu, bisiklet ve yürüyüş parkuru, şelale ve suni gölet, barbekü ve oturma alanları bulunmaktadır.



Bahçeşehir Bölgesi Benzer Projeler

AKKOZA EVLERİ

- 450.000 m² alan üzerinde gerçekleştirilmekte olan proje kapsamında 5.500 konut yer almaktadır.
- Akkoza Evleri Projesi'nin yatırım değerinin 800 mn ABD\$ çevresinde olacağı tahmin edilmektedir. Proje bünyesinde 70.000 m² kiralanabilir alana sahip bir de alışveriş merkezi inşa edilecektir.
- Proje kapsamında sunulan diğer ortak kullanım alanları içerisinde ise; 10.000 m² özel hastane alanı, 21.000 m² alan üzerinde 4 adet tenis kortu, basketbol sahası, playj voleybolu sahası, 2 adet squash kortu, yarı olimpik yüzme havuzu, teraslara bölünmüş açık yüzme havuzu, spa ve fitness salonu bulunmaktadır.
- İş Bankası ile yapılan anlaşma çerçevesinde, konut sahibi olmak isteyenlere %25'i peşin ödenmek koşuluyla 24 aya varan vade imkanı sunulmaktadır.



SPRADON QUARTZ

- Proje kapsamında toplam 53.000 m² yerleşim alanı bulunmaktadır. Proje alanının %80'i yaya yolları, rekreasyon ve bahçe sulama sistemlerinden oluşan peyzaj alanları için ayrılmıştır.
- Proje kapsamında oluşturulması planlanan 1.045 konut bulunmaktadır. Konutlar 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 ve 6+1 tiplerindedir.



Ek 8

Önemli Konut Sektörü Oyuncuları

Önemli Konut Sektörü Oyuncuları (1/3)



- Fİ-YAPI A.Ş. bugüne kadar Fi-Yaka Tuzla 1, Fi-Yaka Sancaktepe ve Fi-Yaka Esenşehir projeleri ile 1.184 konut üretmiştir.
- Fi-Yapı'nın halihazırda devam etmekte olan Fi-Yaka Tuzla 2, Fi-Yaka Tuzla 3, Fi-Side, Fi-Tower, ve Fi-Yaka Esenşehir 2 projeleri bulunmaktadır.



- 1948 yılında kurulan Garanti Koza yurtiçinde ve yurtdışında hizmet veren bir inşaat şirketidir.
- Garanti Koza bugüne kadar Türkiye, Avrupa, Rusya ve Orta Doğu'da HES'ler, tüneller, havalimanları, karayolları gibi altyapı ve endüstriyel tesisler ile ilgili projeler yürütmüş, kentsel gelişim projeleri kapsamında ticaret ve turizm meskenleri ve konutlar yaratmıştır. Bunun dışında hastane, marina gibi ihtisas işleri ve tarihi renovasyon projeleri de gerçekleştirmiştir.
- Garanti Koza'nın en son tamamlamış olduğu konut projeleri arasında Koza Bahçeşehir Evleri; 706 villa, 148 dükkan, 14 ofis ve 80 bağımsız bölümden oluşan Zekeriyaköy Evleri ve 62 konağı içeren Zekeriyaköy konakları bulunmaktadır.
- Devam eden projeleri ise; Koza Ispartakule Evleri, Akkoza Evleri Koza Evleri ve Koza Plaza'dır.
- Ön satış döneminde olan Çamlıca projesinde ise 9 bin metrekarelik alan üzerine 10 blok inşa edilmesi planlanmaktadır.



- 1961 yılında kurulan Soyak, bugüne kadar İstanbul'da gerçekleştirdiği projelerle 50.000 kişiye ev sahibi olma imkanı tanımıştır.
- En son olarak İzmir Karşıyaka'da bulunan 2.250 konutluk Soyak Siesta Projesi'nin 1. etabının ardından 2. etabı da satışa sunmuştur. 4 etaptan oluşan Soyak Siesta projesinin 1. ve 2. etaplarının teslim tarihi Mart 2011, 3. etabın teslim tarihi ise Mart 2012, 4. etabın teslim tarihi ise Kasım 2012 olarak belirlenmiştir.
- Bir diğer Soyak projesi olan 130.000 m² alan üzerine kurulu 1.500 konuttan oluşan Soyak Mavişehir projesi ise Ekim 2008'de tamamlanmıştır. Bu proje ile ilgili satışlar da tamamlanmıştır.



- 1963 yılında kurulan Dumankaya, faaliyet süresi boyunca 1.130.000 m² alan üzerine yaklaşık 7.000 konut inşa etmiş, bunun yanı sıra 5 adet eğitim merkezi ve 18 adet ticaret merkezinin yapımını gerçekleştirmiştir.
- Dumankaya'nın devam etmekte olan 10 adet konut ve rezidans projesi bulunmaktadır.
- Bu projelerden Dumankaya Modern ile Bahçeşehir'de 22 dönümlük alan üzerinde 716 dairenin bulunduğu bir kompleks inşa edilmesi, Dumankaya Dizayn ile ise Çamlıbelde Korusu yakınlarında 330 daireli ve 3 ana bloktan oluşan bir toplu konut kompleksi inşa edilmesi öngörülmektedir.

Önemli Konut Sektörü Oyuncuları (2/3)



- VARYAP, Varlıbaş Holding'in gayrimenkul geliştirme, inşaat ve müteahhitlik kuruluşu olarak 1975 yılında kurulmuştur.
- VARYAP, 2008 yılında Uphill Court Konut Projesi kapsamında 2.500 lüks konut, ticari alan ve sosyal tesisin bulunduğu Uphill Court Ataşehir ve Uphill Court Bahçeşehir'i hayata geçirmiştir.
- Halihazırda devam eden ve 2011'de teslim edilmesi planlanan VARYAP Meridian projesi kapsamında 1.500 konut, 5 yıldızlı otel, iş merkezi, ticaret ve sosyal alanlardan oluşan ekolojik bakımdan yüksek standartlı binalar inşa etmektedir.



TAŞYAPI

- 2000'li yıllarda adından sıkça söz ettirmeye başlayan Taşyapı, bugüne kadar 9.000'den fazla lüks konutun inşaatını tamamlamıştır.
- Taşyapı'nın devam etmekte olan projeleri arasında en önemlileri Mashattan ve Trump Towers projeleridir.
- Maslak'ta devam etmekte olan Mashattan projesi kapsamında toplam 140 dönümlük proje alanının 10 dönümü üzerine 33 katlı 10 adet kule inşa edilmesi planlanmaktadır.
- Trump Towers projesi kapsamında ise Brigitte Weber tarafından tasarlanmış 39 ve 37 katlı iki kule inşa edilmektedir. Kulelerde 70 m²'den 470 m²'ye kadar daire seçenekleri sunulmaktadır.



- 1981 yılında Akdeniz İnşaat olarak yola çıkan Ağaoğlu Şirketler Grubu bugün 10 farklı şirketle faaliyetlerine devam etmektedir.
- 1998'den itibaren müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda "My" konseptini geliştiren Ağaoğlu konseptli yaşam projelerini hayata geçirmeye başlamıştır.
- Ağaoğlu, bugüne kadar gerçekleştirdiği 19 proje kapsamında; 7.376 daire ve 575 villanın inşaatını tamamlamıştır.
- Ağaoğlu'nun satışı ve inşaatı devam eden 10 adet konut ve rezidans ile bir adet ofis projesi bulunmaktadır.
- Eylül ayında satışa çıkarılacağı duyurulan Emlak Konut GYO'dan alınmış Ayazma arsası üzerinde 3.200 konut, 40 villa, 47 dükkan ve bir adet de AVM'nin bulunduğu bir proje gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

Önemli Konut Sektörü Oyuncuları (3/3)



- 35 yılı aşkın süredir faaliyet gösteren Teknik Yapı, bugüne kadar konut ve sanayi yapılarında üç milyon metrekarenin üzerinde imalat gerçekleştirmiştir.
- Teknik Yapı'nın devam etmekte olan 6 adet konut projesi bulunmaktadır.



- Ant Yapı 1991 yılında kurulmuştur. Şirket yurtiçinde ve yurtdışında çeşitli ofis binaları, ticaret merkezleri ve konut projeleri geliştirmiştir.
- Ant Yapı'nın şu anda devam etmekte olan en büyük projesi Anthill Residence'tır. Proje kapsamında Şişli'de toplam 150.000 m²'lik bir alana 804 konudu kapsayan 2 adet 54 katlı kule, bir adet butik çarşı ve otopark inşa edilmektedir. Teslim tarihi 2010 yılı olarak belirlenmiştir.



- 1992 yılında kurulmuş olan Sur Yapı bugüne kadar farklı alanlarda taahhüt projeleri ve gayrimenkul geliştirme projeleri gerçekleştirmiştir.
- Halihazırda inşası ve satışları devam eden projeleri; Adapark, Greenium Evleri, Mahalle İstanbul, İstanbul Villa Sera, Selvice Evler ve Dora Park'tır.
- Greenium Evleri 110.000 m² üzerine kurulu 94 konaktan oluşmaktadır. 6 blok ve 399 konuttan oluşan Dora Park'ta ise ilk etap evleri teslim edilmeye başlamıştır. Ada Park projesinde ise ikinci etap satışları devam etmektedir.

Ek 9

Makroekonomik Varsayımlar

Makroekonomik Varsayımlar (1/2)

Enflasyon Oranları

	MY09	MY10	MY11	MY12	MY13	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19
	Fili	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini
EUR	%0,3	%1,2	%1,4	%1,4	%1,5	%1,4	%1,4	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5
USD	-%0,3	%1,9	%1,7	%2,0	%1,9	%1,9	%2,0	%2,0	%1,9	%1,9	%1,8
GBP	%2,2	%2,8	%1,6	%1,9	%2,1	%2,3	%2,1	%1,9	%1,9	%1,9	%1,9
TL	%6,5	%7,5	%5,7	%6,3	%5,0	%4,6	%4,3	%4,1	%4,0	%3,9	%3,8

Kaynak: TCMB, Global Insight, TCMB Enflasyon Beklentisi Anketleri, IMF, PwC Analizi,

Döviz Kurları - Ortalama

	Temmuz 10	Ağustos 10	Eylül 10	Ekim 10	Kasım 10	Aralık 10
	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini	Tahmini
EUR/TL	1,93	1,94	1,95	1,96	1,97	1,98
USD/TL	1,58	1,59	1,59	1,60	1,61	1,62
GBP/TL	2,37	2,38	2,39	2,40	2,41	2,42

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Döviz Kurları - Ortalama

	Ocak 11	Şubat 11	Mart 11	Nisan 11	Mayıs 11	Haziran 11	Temmuz 11	Ağustos 11	Eylül 11	Ekim 11	Kasım 11	Aralık 11
	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili	Fili
EUR/TL	1,99	1,99	2,00	2,01	2,02	2,02	2,03	2,04	2,04	2,05	2,06	2,07
USD/TL	1,62	1,63	1,63	1,64	1,64	1,65	1,65	1,66	1,66	1,67	1,68	1,68
GBP/TL	2,43	2,44	2,45	2,45	2,46	2,47	2,48	2,49	2,50	2,50	2,51	2,52

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Makroekonomik Varsayımlar (2/2)

Döviz Kurları - Ortalama

	Ocak 12 Tahmini	Şubat 12 Tahmini	Mart 12 Tahmini	Nisan 12 Tahmini	Mayıs 12 Tahmini	Haziran 12 Tahmini	Temmuz 12 Tahmini	Ağustos 12 Tahmini	Eylül 12 Tahmini	Ekim 12 Tahmini	Kasım 12 Tahmini	Aralık 12 Tahmini
EUR/TL	2,07	2,08	2,09	2,10	2,11	2,12	2,12	2,13	2,14	2,15	2,16	2,17
USD/TL	1,69	1,69	1,70	1,71	1,71	1,72	1,72	1,73	1,74	1,74	1,75	1,76
GBP/TL	2,53	2,54	2,55	2,56	2,57	2,58	2,59	2,60	2,61	2,61	2,62	2,63

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Döviz Kurları - Ortalama

	Ocak 13 Tahmini	Şubat 13 Tahmini	Mart 13 Tahmini	Nisan 13 Tahmini	Mayıs 13 Tahmini	Haziran 13 Tahmini	Temmuz 13 Tahmini	Ağustos 13 Tahmini	Eylül 13 Tahmini	Ekim 13 Tahmini	Kasım 13 Tahmini	Aralık 13 Tahmini
EUR/TL	2,18	2,18	2,19	2,20	2,20	2,21	2,22	2,22	2,23	2,23	2,24	2,25
USD/TL	1,76	1,77	1,77	1,77	1,78	1,78	1,79	1,79	1,80	1,80	1,81	1,81
GBP/TL	2,64	2,65	2,65	2,66	2,67	2,67	2,68	2,69	2,69	2,70	2,71	2,71

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Döviz Kurları - Ortalama

	Ocak 14 Tahmini	Şubat 14 Tahmini	Mart 14 Tahmini	Nisan 14 Tahmini	Mayıs 14 Tahmini	Haziran 14 Tahmini	Temmuz 14 Tahmini	Ağustos 14 Tahmini	Eylül 14 Tahmini	Ekim 14 Tahmini	Kasım 14 Tahmini	Aralık 14 Tahmini
EUR/TL	2,25	2,26	2,27	2,27	2,28	2,28	2,29	2,30	2,30	2,31	2,31	2,32
USD/TL	1,82	1,82	1,82	1,83	1,83	1,84	1,84	1,84	1,85	1,85	1,86	1,86
GBP/TL	2,72	2,72	2,73	2,73	2,74	2,74	2,75	2,76	2,76	2,77	2,77	2,78

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Döviz Kurları - Ortalama

	Ocak 15 Tahmini	Şubat 15 Tahmini	Mart 15 Tahmini	Nisan 15 Tahmini	Mayıs 15 Tahmini	Haziran 15 Tahmini	Temmuz 15 Tahmini	Ağustos 15 Tahmini	Eylül 15 Tahmini	Ekim 15 Tahmini	Kasım 15 Tahmini	Aralık 15 Tahmini
EUR/TL	2,33	2,33	2,34	2,34	2,35	2,35	2,36	2,37	2,37	2,38	2,38	2,39
USD/TL	1,87	1,87	1,87	1,88	1,88	1,88	1,89	1,89	1,89	1,90	1,90	1,90
GBP/TL	2,78	2,79	2,79	2,80	2,80	2,81	2,81	2,82	2,82	2,83	2,83	2,84

Kaynak: TCMB, IMF, Bloomberg

Ek 10

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi (1/5)

PRICEWATERHOUSECOOPERS

PricewaterhouseCoopers
Danışmanlık Hizmetleri Limited Şirketi
Boğaziçi Cad. No: 100-102
Meydan Akar Center B Blok K. 17
34394 Esentepe
İstanbul - Turkey
Telefon : +90 (212) 355 5058
Fax : +90 (212) 355 5050

ÖZEL VE GİZLİ

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Şişli Plaza, Kat:12 D.25, Kozyatağı
34742, Kadıköy, İstanbul

23 Ağustos 2010

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

KONU: FİNANSAL DANIŞMANLIK HİZMETLERİNE İLİŞKİN SÖZLEŞME

Görüşmemize istinaden talep etmiş olduğunuz finansal danışmanlık hizmetleri ile ilgili sözleşmemizi sunmaktan memnuniyet duyuyoruz. Bu sözleşme, Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket" veya "Y&Y GYO") ile Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş.'nin ("Yeşil İnşaat") 30.06.2010 tarihi itibarıyla hisse değerlerinin tespiti edilmesi ve bu iki şirketin birleşme oranlarının hesaplanmasını içermektedir.

1. VERİLECEK HİZMETLERİN KAPSAMI

Değerlemeler sırasında, 30.06.2010 tarihi itibarıyla hazırlanan yasal mali tablolar ile bağımsız denetim raporları ve mevcut projeksiyonlar dikkate alınacaktır. Bu bilgiler Şirket ve Yeşil İnşaat yönetimleri tarafından sağlanacaktır.

Değerleme çalışması sırasında İndirgenmiş Nakit Akımları ("INA") yöntemi ile Net Aktif yönteminden uygun olan veya olanlar kullanılacaktır. Değerleme çalışması sonrasında Y&Y GYO ile Yeşil İnşaat'ın uygulanan farklı değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gereğini, seçilen yöntemle göre değerlendirme oranlarını açıklayan Türkçe bir uzman kuruluş raporu hazırlanacaktır.

Bütün çalışmalar gizlilik içinde yürütülecek ve çalışmalar bittikten sonra raporun teslim edileceği kişiler dışında gizlilik korunacaktır.

2. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Y&Y GYO ile Yeşil İnşaat'ın değerlendirme çalışması sırasında, Gelir Yaklaşımı ve Aktif Yaklaşımından uygun olan veya olanlar kullanılacaktır. Yeşil İnşaat'ın değerlemesi için, PwC tarafından gerçekleştirilmiş olan ve Yeşil İnşaat'ın 31 Mart 2010 itibarıyla makul değer aralığını tahmin eden değerlendirme çalışmasından yararlanılacaktır. Y&Y GYO'nun değerlendirme sırasında da Şirket'in piyasa değerinin tarihsel gelişimi de incelenecek ve değerlendirme çalışmasında dikkate alınacaktır.

29

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

2.1. Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Yöntemi

Bu yöntemle göre bir şirketin değeri, halihazırdaki şirketin yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi sonucu elde edilmektedir.

Bu yöntemle özetle, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi olarak ifade edilebilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu yöntemde şirketin değeri, indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıkların toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan banka kredileri ve diğer fazı içeren borçların piyasa değeri de göz önüne alınacaktır. Bu yöntemde nakit akımlarına uygulanan iskonto oranının niteliği dikkate alınarak şirketin hisse değeri hesaplanmaktadır. İNA yönteminin uygulanması sırasında gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilmektedir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket ve Yeşil İnşaat tarafından hazırlanacaktır.

2.2. Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değerlendirme yaklaşımı, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyetle eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edilebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır, fakat işletmenin olası tasfiye değerine veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.

Varlıklar baz alınarak yapılan değerlemeler, işletmenin aktif ve pasiflerinin, defter ve piyasa değerleri arasında oluşan farkların düzeltilmesiyle ulaşılan net defter değerini vermektedir. Bu yaklaşımın en uygun olacağı haller işletmenin faaliyetine son vereceği ve aktiflerinin değerlendirileceği hallerdir. Bu yöntem fazla veya faaliyet dışı olan varlıkların elden çıkarılmasında kullanılabilir.

Genel bir kural olarak net aktif değeri işletmenin minimum değerini tespit etmekte olanak sağlayan bir yöntemdir. Çoğunlukla işletmelerin gerçek piyasa değeri, maddi olmayan duran varlıklar ile ilişkili olarak bu değerden daha yüksek olarak belirlenmektedir.

Şirket'in ve Yeşil İnşaat'ın net aktif değerlerine ilişkin iki yaklaşım kullanılacaktır:

- Şirket'in ve Yeşil İnşaat'ın finansal tabloları incelenecek,
- Gerekli görüldüğü takdirde, bazı bilanço kalemleri, makul değeri ve defter değeri arasındaki farkı ortadan kaldırmak amacıyla düzeltme kayıtları verilerek piyasa değerine yakın haline getirilecektir.

Net aktif değerlendirme kapsamında ihtiyaç duyulabilecek gayrimenkul ve menkullerin değerlendirme bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından gerçekleştirilecektir. Bu sözleşme, bağımsız ekspertiz şirketlerine yapılacak ekspertiz çalışmasını kapsamamaktadır.

3. YÖNETİMCE SAĞLANAN BİLGİLERİN DOĞRULUĞU

Değerlememiz sırasında, Şirket ve Yeşil İnşaat yönetimleri tarafından sağlanan ve değerlendirme tarihine kadar olan süreyi kapsayan mali tablolar, bilgiler, tahmini finansal veriler ve projeksiyonlarla çalışılacaktır. Bu finansal bilgilere itimat edilmesi ve bu bilgilerin kullanılması görüşümüzün bir ifadesi olarak algılanmamalıdır. Dolayısıyla değerlememizde kullandığımız verileri kabul ettiğimiz finansal bilgilerde sonradan ortaya çıkacak eksiklikler dolayısıyla sorumluluk kabul etmemiz beklenmemektedir.

29

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi (2/5)

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Değerleme çalışmalarını sırasında kullanılacak projeksiyonların sorumluluğu tamamen Şirket ve Yeşil İnşaat yönetimine aittir. Bu kapsamda PwC, çalışmada kullanılan projeksiyonların geçerliliği veya gerçekleştirilebilirliği konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Şirket ve Yeşil İnşaat tarafından sağlanan finansal veri ve varsayımlarla ilgili olarak Şirket ve Yeşil İnşaat tarafımıza çalışma sonunda bir temsil mektubu verecektir.

4. ÇALIŞMA PLANI VE SÜRESİ

Çalışmamız tarafınızla görüşülerek uygun görülen bir tarihte başlayacaktır. Taslak raporumuz çalışmamızın başlangıcından itibaren 3 - 4 hafta içerisinde teslim edilecektir. Taslak raporun incelenmesinden sonra nihai raporumuz hazırlanacaktır.

Çalışmaya başlamadan önce Şirket ve Yeşil İnşaat yönetimine ihtiyaç duyacağımız bilgilerin bir dokümanı gönderilerek gerekli hazırlıkların yapılması sağlanacaktır. Yukarıda belirtilen zaman planı doğrultusunda çalışmanın yapılabilmesi gerekli bilgilerin şirket yönetimlerince sağlanmasına bağlıdır.

Raporumuz Şirket yönetimi için hazırlanacak ve sözü edilen kişiler dışında kimse tarafından kullanılmayacaktır. Hangi amaçla olursa olsun raporun kullanımı PricewaterhouseCoopers'in ancak yazılı rızası ile mümkündür. Yasal otoriteler ve düzenleyici kuruluşlar tarafından talep edilmesi durumunda Y&Y GYO PwC'nin yazılı rızası olmadan raporu bu kurumlara paylaşılabılır.

5. ÇALIŞACAK UZMANLAR

Projenin sorumlu ortak Hüsni Can Dinçsoy'dur. Kendisine proje sırasında Kurumsal Finansman bölümünde Müdür Başış Andırın'ın yardımcı olacaktır.

6. ÜCRET TEKLİFİMİZ

7. SORUMLULUĞUN SINIRLAMASI

PwC bu yazıda sözü edilen hizmetleri ifa etmekte gerekli dikkat ve özeni gösterecektir. PwC, sözleşmenin kendisi tarafından ihlal edilmesi veya bu mektup ve sözleşmede belirtilen hizmetlerdeki kusuru nedeniyle meydana gelen tüm zararları ödemeyi kabul eder. Ancak PwC şirketinin, ortaklarının ya da çalışanlarının sorumluluğu hiçbir şekilde PwC'ye ödenen ücreti geçmeyecektir.

Bununla beraber, PwC hiçbir şekilde Şirket ve Yeşil İnşaat müdürlerinin, çalışanlarının yanıtıcı, aldatıcı boyan ve davranışları nedeniyle oluşacak zarar, ziyan veya masrafları sorumlu olmayacaktır.

8. DANIŞMANLIK SÖZLEŞMESİ HÜKÜM VE ŞARTLARI ("HÜKÜM VE ŞARTLAR")

Sözleşmeye ek teşkil edecek Hüküm ve Şartlar, verilecek hizmetlerin gerektirdiği hususlara bağlı olarak her iki tarafın karşılıklı görev ve sorumluluklarını belirtmektedir. Hüküm ve Şartlar, belirli koşullarda sorumluluk kabul etmeyeceğimizi ve diğer koşullar altında da sözleşmeden ya da başka

29

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

nedenlerle doğabilecek toplam sorumluluğumuzun hizmetler için sizin tarafınızdan ödenen ücret tutarı ile sınırlı olduğunu belirtmektedir.

9. GİZLİLİK VE BAĞIMSIZLIK

PwC Türkiye olarak mesleğimizin ve firmamızın ahlaki kurallarına tam anlamıyla bağlıyız. Çalışmamızın her safhasında PwC çalışanları olarak gizlilik esasına uygun davranacağımızı ve bize verilen bilgiler konusunda gizliliğin muhafaza edileceğini taahhüt ederiz.

10. DİĞER KONULAR

Damga vergisi mükellefiyeti Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından yerine getirilecektir.

Bu sözleşme 23.08.2010 tarihinde İstanbul'da düzenlenmiş, birlikte imza edilmiş, birer nüshası taraflara verilmiş ve yürürlüğe konulmuş olup daha önce yapılmış olan tüm sözleşme ve haberleşmeleri geçersiz kılar. Taraflar yukarıda belirtilen maddeleri kabul etmektedirler.

İmza: _____ İmza: *Hüsni Can Dinçsoy*

Yetkili İsim: *Isık Gökçaya* Yetkili İsim: Hüsni Can Dinçsoy

Görev: *Genel Müdür* Görev: Ortak

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd.

Tarih: *01.09.2010* Tarih: *23 Eylül 2010*

634,00 TL Damga Vergisi tarafımızdan makbuz karşılığı ödenecektir. Defter Sıra No: *048*

4

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi (3/5)

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

DANIŞMANLIK SÖZLEŞMESİ'NİN HÜKÜM VE ŞARTLARI

Aşağıda, işikte sunulan Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde belirtilen Hizmetlerin yerine getirilmesine uygulanacak hüküm ve şartlar ("Danışmanlık Sözleşmesi'nin Hüküm ve Şartları" yer almaktadır. Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi ile Danışmanlık Sözleşmesinin Hüküm ve Şartları bir bütün halinde "Sözleşme" veya "Kontrat" olarak anılacaktır. Kontrat, hizmetlerimizle ilgili karşılıklı olarak yaptığımız anlaşmanın butununu temsil eder ve daha önce verilmiş tekliflerin, yazışmalar aracılığıyla varolan anlaşmaların veya yazılı veya sözlü olarak kurulmuş olan diğer tüm iletişimin yerine geçer. Kontrat metni dahilinde yer alan bağlayıcı okuma kolaylığı sağlamak amacıyla konulmuş olup Kontrat'ın bir parçasını teşkil etmezler.

1 Rapor ve tavsiyeler

1.1 Taslak raporların bağlayıcılığı: Tarafınızca sözlü ya da yazılı olarak sunulan taslak raporlar, sonuç bildirimleri, ve tavsiyelerin ek çalışma, düzeltme, ve diğer müdahalelere tabi olabileceği, dolayısı ile söz konusu taslakların nihai rapor ve tavsiyelerden esas bakımından farklılıklar gösterebileceği ve bunların bizim bakımımızdan bağlayıcı metin ve ifadeler olmadığı tarafınızdan peşinen kabul edilmiştir.

1.2 Rapor ve tavsiyelerin kullanım yeri ve amacı: Tarafınızca oluşturulan raporlar ve tavsiyeler yalnız sizin tarafınızdan kullanılmak ve yararlanılmak üzere ve yalnızca hizmetlerin verilme amacına uygun kullanım için sunulmaktadır. Yasalar aksini gerektirmedikçe, raporumuz ön yazılı iznimiz alınmadan herhangi 3. kişiye verilmeyeceği gibi, hizmetlerimize veya PricewaterhouseCoopers'a göndermede kullanılmaz. Yazılı ön izin verip verilmemesi ya da şartlı verilmesi tamamen kendi takdirimize bağlıdır. Yazılı ön iznimiz alınmış olsun ya da olmasın, rapor ve tavsiyelerimizin 3. kiplere açıklanması ya da erişimlerine sunulması halinde, bu kiplere karşı hiç bir şekilde sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

2 Yasal ve idari gerekler

2.1 Hukuka uygun ve geçerli bir sözleşme yapabilmek için gerekli yetkilere sahip olduğunuz ve gerekli tüm izin, onay ve rızaları almış olduğunuz, tarafınızca taahhüt ve teyit edilmektedir.

3 Ücretlendirme ve ek hizmetler

3.1 Ücret tespiti: Ücretimiz Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde belirtilen şekilde faturalandırılacaktır.

3.2 Hizmetlerde yapılacak değişiklikler: Hizmetlerde değişiklik teklifi her iki tarafca da yapılabilir. Ek hizmetler için gerekli zaman verilmesi ve belirleneceği makul ek ücretin ödemesi karşılığında hizmet sözleşmesiyle ilgili hususları sizlerle birlikte göden geçirip değişiklikler yapmayı kabul etmekteyiz. Kontrat'ın herhangi bir maddesinde, ücretlerimizde, hizmetlerimizin kapsamında veya öngörülen sürelerde yapılacak değişiklikler, yine bu Danışmanlık Sözleşmesinin hüküm ve şartlarının uygulanacağı aynı bir Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde yer alacak, ve Kontrat'ın bir parçası olacaktır.

3.3 Ücretin ödemesi: Ücret ve masrafların zamanında ödemesi esastır. Fatura tarihini izleyen 10 gün içerisinde ödemenin elimize geçmesi durumunda diğer tüm haklarımız saklı kalmak kaydıyla borcunuz olan toplam EUR tutarından yıllık %10 oranında faiz uygulaması yapılacaktır. Fatura tarihi üzerinden 30 gün geçmesine rağmen ödeme yapılmadığı takdirde, aşağıda belirtilen 6.2. maddede uyarınca ücretin tümü ödenene dek, verilmekte olan hizmetler durdurulacaktır. Yaptığımız faturalamaya istinaden oluşan borcunuza iltirazınız olması durumunda, iltirazınızı fatura tarihinden itibaren 10 gün içerisinde tarafımıza yazılı olarak bildirmeniz gerekmektedir. Bu süre içerisinde iltirazınızı yazılı olarak tarafımıza bildirmedığınız takdirde bu hakkınızdan feragat etmiş sayılacaksınız.

3.4 Vergi ödemesi: Hizmetlerimizle ilgili tüm ücretler, ilgili vergilere tabi olacaktır.

29

100

3

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

3.5 Üçüncü şahıslarla ilgili sorumluluğunuz: Söz konusu Danışmanlık Hizmetleri ile ilgili olarak, tarafınızca tahkim edilmiş olsun veya olmasın, tarafınızca Danışmanlık Hizmetleri'nin verilmesinde görevlendirilmiş üçüncü şahısların hizmetlerinin kapsamı ve ücretlerinin sorumluluğu tamamen size aittir. Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde aksine bir hüküm bulunmadığı takdirde, hukuki idari, muhasebe veya vergi ile ilgili konularda uzman görüşü verme veya bu alanlardaki görüş ve önerileri inceleme, özel mali inceleme veya diğer inceleme raporları hazırlama yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

4 Gizlilik

4.1 Sözleşmeyi imzalayan taraflar, diğer tarafın ön yazılı izni olmaksızın, hizmetlerin alımı veya sunulması sırasında edinilen ve gizli olarak nitelendirilebilecek (basılı olarak alındığında üzerinde "gizli" ibaresi olan, diğer şekillerde alınması durumunda yazılı olarak gizli ve özel olduğu belirtilen, veya hangi şekilde olursa olsun, gizli olduğu açıkça belli olan) bilgileri üçüncü şahıs veya kiplere açıklayamazlar. Her iki taraf, karşı tarafın verdiği gizli bilgileri yalnızca bu ve taraflarca imzalanan diğer Kontratlar kapsamındaki hizmetleri vermek ya da almak amacıyla kullanmayı kabul eder. Söz konusu sınırlamalar aşağıda belirtilen nitelikteki bilgileri kapsamamaktadır:

4.1.1 5. Maddede belirtilen yükümlülüklerin ihali dışında bir sebep ile kamuya açık hale gelmiş bilgiler,

4.1.2 Hiçbir gizlilik yükümlülüğü bulunmayan üçüncü şahıslardan alınmış bilgiler,

4.1.3 Alıcı tarafından, bağımsız bir şekilde oluşturulan ya da oluşturulmuş olan bilgiler.

4.2 Taraflar, 4.1. maddede belirtilen hususlar saklı kalmak kaydıyla, aşağıdaki durumlarda diğer tarafta ilgili gizli bilgileri açıklama hakkına sahiptirler: a) sigorta şirketimize ve hukuk danışmanımıza b) yetkili mahkeme veya idari makamlar tarafından gerekli görüldüğü durumlarda veya kanun bir hakkın, görevin ya da zorunluluğun yerine getirilmesi amacıyla açıklama söz konusu olduğunda, karşı tarafta en az iki (2) gün önceden yazılı tebligat yapılması – yasa ve uygulama bakımından mümkün ve makul olduğu ölçüde – şartı ile üçüncü kiplere.

4.3 Üstteki maddedeki hususlar saklı kalmak kaydıyla bizim 5. maddede sözü edilen bilgileri diğer PricewaterhouseCoopers tüzel kişilerine açıklama ve dahili kalite kontrol çalışmalarında kullanma yetkisine sahip bulunmaktayız.

5 Sözleşme'nin sona ermesi

5.1 Sözleşme'nin 30 gün önceden ihbar verme suretiyle sona ermesi: Sözleşme süresi boyunca taraflar, her ne sebeple olursa olsun, diğer tarafa yazılı olarak gönderecekleri ihbar mektubu ile 30 günlük ihbar süresinin dolmasının ardından Sözleşme'yi sona erdirebilirler. İhbar süresi ihbar mektubunun diğer tarafa gönderildiği tarihte başlar.

5.2 Sözleşme'nin derhal askıya alınması: Sözleşme süresi boyunca, aşağıda belirtilen durumlar söz konusu olduğu takdirde, taraflar, derhal karşı tarafa bildirim yapmak suretiyle Sözleşme'de belirtilen görev ve yükümlülüklerinin uygulamasını askıya alabilirler:

5.2.1 Bildirimde bulunan tarafın makul anlayışına göre, Kontrattan doğan borç ve yükümlerinin yerine getirilmesi olumsuz yönde ve somut biçimde etkileyen halinin varlığı ya da bunların ortaya çıkması durumunda

5.2.2 Taraflardan birinin görev ve yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için diğer tarafın Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nin imza tarihinden önce ya da sonra kendisine vermesi gereken bilgileri sağlayamaması durumunda

5.2.3 Fatura tarihi üzerinden 45 gün geçmesine rağmen tarafınızca herhangi bir ödeme yapılmaması olması durumunda

29

100

6

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi (4/5)

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

5.3 Derhal askıya alma işleminin ardından Sözleşme'nin sona erdirilmesi: Taraflar, Sözleşme'nin yukarıda 5.2'de belirtilen şekilde derhal askıya alınması süresinin 30 günü geçmesi durumunda, karşı tarafa yazılı olarak bildirim yapmak suretiyle Sözleşme'yi sona erdirebilirler.

5.4 Derhal askıya alınmanın ardından değişiklik yapılması: Sözleşmenin bizim tarafımızdan yukarıda madde 5.2'ye göre derhal askıya alınması halinde, Sözleşme'nin tekrar yürürlüğe girmesi durumunda, Sözleşmenin henüz yerine getirilmemiş kısmı ile ilgili önceden belirlenmiş olan ücretlerde makul değişiklikler yapma hakkına sahip bulunmaktayız.

5.5 Sözleşmenin sona ermesinin ardından yapılması gerekenler: Sözleşmenin sona ermesiyle birlikte,

5.5.1 Taraflar, karşı tarafın yazılı olarak bildireceği talep ile birbirlerinden aldıkları diğer tarafta ait her türlü evrak ve dokümanları geri vermek zorundadırlar. Ancak bu, Hizmetlerimizde ilgili mesleki kayıtlarımızda kullanmak üzere adı geçen dokümanların bir kopyasını elimizde tutma hakkına engel teşkil etmez.

5.5.2 Sözleşme'nin sona erme tarihine kadar vermiş olduğumuz hizmetlerin ücretin, makul masraflarımız ve ayrıca sona erdirmiş işlemleri ile ilgili diğer her türlü makul masraf, talebinizi üzerine tarafımıza ödenecektir.

5.6 Sona erme tarihi: Şüpheye yer vermemek açısından, Sözleşme'nin sona erme tarihi, ilgili inbar süresinin bitiş tarihidir.

5.7 Doğmuş haklar: Sözleşme'nin sona erdirilmesi, tarafların sona erdirmeye tarihine kadarki sürede doğmuş olan haklarına hâlet getirmez.

5.8 Hükümlerin sürekliliği: Sözleşme feshedildikten sonra her iki taraf için de yürürlükte kalmaya devam edeceği doğrudan ya da dolaylı olarak belirtilmiş olan Sözleşme maddeleri, her iki taraf için de geçerliliğini korur.

6 Sorumluluğun sınırlandırılması

6.1 Sorumluluğumuzun sınırları: Fimamız, Sözleşme'yle ya da Sözleşme'ye yapılan eklemelerle ilgili olarak veya onların sonucunda tarafımızca gerçekleştiren önemli ihmâl, Sözleşme'yi ihâl ya da diğer haksız fiillerin doğrudan sonucu olarak ortaya çıkan kayıplara karşılık talep edilebilecek (mütakip oluşan zararlar, ekonomik kayıplar, öngörülen ancak elde edilemeyen kazançları tasarruflar) diğer faydalar dahil olmak üzere) tazminatını, doğrudan ve sadece bizim tarafımızca neden olunan zararlardan oluşan kısmını karşılamakla yükümlüdür. Her halükarda toplam yükümlülüğümüz, Danışmanlık Hizmeti Sözleşmesinde belirtilen tazminat miktarını aşamaz.

6.2 Sorumluluk sınırları ve bilgi iletilmesi: 6.1. maddedeki hususlar saklı kalmak kaydıyla, bize çağırmanız kapsamında bilgi sağlama yükümlülüğünüz ile ilgili olarak ya da bu bilgileri zamanında iletmemiş, hiç iletmemiş, yanlışlıklarla iletmiş, yanlış beyan vermiş veya kasıtlı olarak yerine getirmemiş sonucunda ortaya çıkacak zarar ya da kayıplardan fiamamız hiçbir şekilde sorumlu değildir.

6.3 Hukuki işlemler: Fiamamızın sorumlu ortaklarının, direktörlerinin, müdürlerinin, personelinin ve diğer çalışanlarının eylem ve ihmalleri neticesinde fiamamızın 6.1. maddede açıklanan sorumluluğuna rağmen, söz konusu Kontrat (ve/veya ekleri, değişiklikleri) kapsamında fiamamızın sorumlu ortakları, direktörleri, müdürleri, personeli ve diğer çalışanları aleyhine kişisel olarak hiçbir dava veya adli takip işlemleri başlatılamayacağını kabul etmektedir.

6.4 Hukuki işlemlerin başlatılması: Sözleşme (ve/veya ekleri, değişiklikleri) kapsamında ortaya çıkabilecek hukuki işlemler, iddialarınızda sorumluluğumuzu oluşturan hususları fark ettiginiz ya da mantıken fark etmiş olmanız gereken tarihten itibaren 1 yıl içerisinde ve sorumluluğumuzu oluşturan olayın gerçekleşme tarihinden itibaren 2 yıl içerisinde başlatılması gerektiğini kabul etmektedir.

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

7 Üçüncü kişi ya da kurumlara olan sorumluluklarla ilgili tazminat

7.1 Sizin dışınızda bir kurum ya da kişi tarafından aleyhimize yapılan iddialarda Sözleşme'miz kapsamında tarafımızca kasıtlı vazife suistimal ve ağır ihmaller dışında tüm sorumluluk, zarar, tazminat, iddia, talep, makul masraflar, hukuki ücretler ve masraflar, yikâat içi yönetim zararı ve dani maliyetler dahil ancak bunlarla sınırlı olmayan diğer tüm giderler için herhangi bir sorumluluğumuzun olmadığını ve bu sorumluluğun size ait olduğunu kabul etmekteyiz.

8 Garantiler

8.1 Hizmetlerimiz, hizmetlerimizin tatmin edici şekilde sonuçlandırılması ve/veya hizmetlerimiz neticesinde karşılaşılabileceğiniz ekonomik, mali ya da diğer sonuçlar konusunda hiçbir garanti veremeyiz.

9 Düzenleyici yasalar

9.1 Uygulanabilir yasalar: Bu Kontrat, Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesinde yer alan ülke/devlet yasalarına yorumlanır ve düzenlenir. Söz konusu ülke/devlet mahkemeleri Kontrat'tan kaynaklanan herhangi bir iddia, tartışma veya ortaya çıkabilecek farklılıkları ilgili yargı hakkını tek başına elinde bulundurur. Taraflar geri dönülemez bir şekilde söz konusu mahkemelerce alınan kararlara, konunun uygun olmayan bir mahkemede görüldüğü veya adı geçen mahkemelerin yargı yetkisinin olmadığını iddia ederek itiraz etme hakkından feragat etmeyi kabul ederler.

9.2 Anlaşmazlıkların çözülmesi: Aramızda çıkabilecek anlaşmazlıklar iyi niyet çerçevesinde taraflar arasında üst düzey görüşmelerle çözülmeye çalışılacaktır. Her iki tarafın da uygun gömesi kaydıyla tartışma bir aracının yardımıyla çözülecektir. Görüşmeler sonucunda veya aracı yardımıyla çözüme ulaşılamaması durumunda her iki taraf da Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesinde belirtilen ülke/devlet mahkemesinin konunun çözülmesi ile ilgili yargı yetkisini elinde bulunduracağını kabul etmektedir.

10 Personel

10.1 Sözleşme süresi içerisinde ya da Sözleşme'nin sona eriş tarihini takip eden altı ay içerisinde, taraflar, karşı tarafın önceden yazılı izni olmaksızın, doğrudan birbirlerinin çalışanlarına, aracısına ya da temsilcisine, hizmet sözleşmesi yapmayı teklif edemez. Sözleşme sırasında ya da Sözleşme'nin bitişini takip eden üç ay içerisinde taraflardan birinin herhangi bir çalışanı, Sözleşme sırasında oluşan yanlışlık neticesinde diğer tarafın işi tekliyi kabul eder ise, teklifi veren taraf diğerine söz konusu çalışanın altı aylık brüt maaşı ve Sözleşme sürecinde ve Sözleşme'nin sona eriş tarihini takip eden altı ay zarfında alacağı parasal kıramiyelerin toplamı tutarında ödeme yapmaktır.

11 Diğer şartlar

11.1 Sözleşme hükümlerinin geçerliliği: Bu Sözleşme hükümlerinden herhangi birinin geçersizliği durumunda o hüküm Sözleşme'den çıkarılır. Sözleşme'nin geri kalan maddeleri bu durumdan etkilenmez. Ancak, bir maddenin çıkarılması Sözleşme'nin ticari niteliğine esaslı olarak tesir ediyor ve/veya değişikliğe neden oluyor ise, taraflar arzu edilen değişiklikleri yapmak amacı ile iyi niyet dahilinde görüşmeler yürütürler.

11.2 Hizmetler için adres: Tarafımıza yapılacak olan bildirimler elden, mektup ile veya faks aracılığı ile Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesinde adı belirtilen sorumlu ortağın dikkatine olarak adresimize ulaşılır. Tarafınıza yapılacak olan bildirimler ise en son bildirim olduğunuz adrese iletilir. Tüm bildirimler, normal koşullar altında taraflara ulaşımın gerçekleşeceği tarihte ulaştığı kabul edilir.

11.3 Hükümlerin uygulanması zorunlu eylemler: Sözleşme'deki hiçbir hüküm, yasalar tarafından şart koşulan eylemleri yerine getirmeyi, talepleri karşılamayı veya ilgili mesleki organların ve devlet kuruluşlarının düzenlemelerine uymamızı engellemez.

Finansal Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi (5/5)

Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

11.4 Mücbir sebep: Taraflar, elde olmayan sebeplerden dolayı yükümlülüklerini yerine getirememeleri ya da gecikmeli olarak yerine getirmeleri durumunda birbirlerine karşı sorumlu değildir. Söz konusu sebepler, taraflardan birinin görev ve yükümlülüklerini yerine getirmesini 60 günden daha uzun bir süre boyunca engeller ise, taraflar yapılması gereken işlemler için birbirlerine danışarak karar verirler.

11.5 Referanslar: Herhangi bir probleme neden olmamak kaydıyla, "biz" ve "bizim" sözcükleri ile PricewaterhouseCoopers; "siz" ve "sizin" sözcükleri ile Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesini kabul eden ve onaylayan Şirket addedilmektedir.

12 Diğer müşteriler için yapılan çalışmalar

12.1 Sözleşme dahilindeki hiçbir hüküm diğer müşterilerimize hizmet vermemizi engelleyemez veya kısıtlamaz. Bu proje süresince tarafımıza iletilen gizli bilgilerin gizli kalması ve sizinle çıkar çatışması olabilecek şirketlerle ilgili başka projelerin olması durumunda, söz konusu bilgilerin, ilgili projenin sorumlu ortağı ve ekibinin erişiminde olmasını sağlamak için gerekli önlemler tarafımızca alınacaktır.

29

620