

AKFİL HOLDİNG A.Ş.
ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

İÇİNDEKİLER TABLOSU

BEYAN	4
1. HAZIRLANIŞ TEMELİ VE SÖZLEŞME ŞARTLARI	5
2. SEKTÖR ve ŞİRKET HAKKINDAKİ BİLGİLER	6
Türkiye Gayrimenkul Sektörü	6
Konut Sektörü	6
Ticari Gayrimenkul Sektörü	7
İMKB GYO Listesi	8
Akfil Holding A.Ş.	9
3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE METODOLOJİ	11
Piyasa Çarpanı Yöntemi.....	11
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	11
Özkaynak Değeri Yöntemi	11
Net Aktif Değer Yöntemi.....	11
Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi.....	11
4. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	12
Özkaynak Değeri (UFRS)	12
Piyasa Çarpanı Yöntemi.....	12
Değerleme Sonuçları	14

AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**YÖNETİM KURULU'NA,**

Bu rapor, AKFİL HOLDİNG A.Ş.'nin (Akfil Holding) 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Özkaynak Yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanan benzer şirket Piyasa Çarpanları Yöntemi sonucuna göre hesaplanan özkaynak değerini tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında Akfil Holding'in 31 Aralık 2012 tarihli raporları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Yaptığımız çalışma sonucunda özkaynak değerinin hesaplanması için kullanılan yöntemlerin bu değerlendirme işlemi için yeterli olduğuna inanıyoruz.

İstanbul,
8 Mart 2013

Denet Bağımsız Denetim
Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.
Member, BDO International Network



Bülent Üstünel
Sorumlu Ortak Başdenetçi

BEYAN

İşbu değerleme raporunu hazırlayan Kuruluşumuzun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı Kararı doğrultusunda;

- i. Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olduğunu,
- ii. Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürleri içeren genelge, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- iii. Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu,
- iv. Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısının bulunduğunu,
- v. Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu,
- vi. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile aramızda değerleme hizmeti sözleşmesi bulunduğunu,
- vii. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını,
- viii. Değerlemeye konu şirketlere aynı dönem içerisinde değerleme hizmeti vermediğimizi beyan ederiz.

1. HAZIRLANIŞ TEMELİ VE SÖZLEŞME ŞARTLARI

Denet Bağımsız Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. (“DENET”), Akfil Holding’in 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla (“Değerleme Tarihi”) şirket değerleme çalışmasını (“Proje”) gerçekleştirmek üzere bağımsız uzman olarak görevlendirilmiştir.

Değerleme Tarihi’nden sonra ortaya çıkabilecek strateji, ortaklık yapısı ve/veya fiziksel veya işgücü kaynaklarındaki değişiklikler dikkate alınmayacaktır.

Bu rapor (“Rapor”) DENET ile Akış Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Akış GYO veya Müşteri) arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 18 Şubat 2013 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup DENET’in değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.

Değerleme çalışması Akfil Holding yönetimi tarafından hazırlanan ve onaylanan verilere dayalı olacaktır. Sektörel veriler ve halka açık bilgiler göz önünde tutularak, temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Geleceğe yönelik tahminlerin ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu Akfil Holding’dedir.

Bulgularımızın, Akış GYO’ya işin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Projenin amacı, Akfil Holding’in şirket değerlendirme çalışmasını gerçekleştirmektir.

Bu rapor, DENET’in 18 Şubat 2013 tarihli sözleşmesine uygun olarak Akış GYO yönetim kuruluna sunulmak üzere hazırlanmıştır ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Akış GYO’nun dahili kullanımı ve ilgili kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. Aksi durumlarda, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Böyle bir durumla karşılaşıldığı takdirde, DENET hiçbir sorumluluk yüklenmeyecektir ve alıcı hakkında, bu raporun izinsiz kullanımı ve dağıtımı nedeniyle doğacak ihtilaflar için gerekli her türlü yasal işleme başvuru edilecektir.

2. SEKTÖR ve ŞİRKET HAKKINDAKİ BİLGİLER

Türkiye Gayrimenkul Sektörü

Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörlerinden olan gayrimenkul sektörü dönemsel krizlere ve küçülmelere rağmen son yirmi yılda önemli gelişim göstermiş, istihdama ve alt sektörlerle doğrudan katkı sağlamış ve büyüme trendini korumuştur. Özellikle 2000’li yılların başında düşme trendine giren enflasyon ve buna paralel gerileyen faiz oranlarının ekonomide yarattığı öngörülebilirlik sayesinde hem ticari gayrimenkul hem de konut sektöründe son yıllarda eşi görülmemiş bir büyüme gözlenmiştir.

Türkiye’deki ekonomik gelişmelerle birlikte, gayrimenkul piyasasını yönlendiren ya da etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Bunlardan en önemlileri şu şekilde sıralanabilir:

- Nüfus artışı ve azalan ortalama hane halkı büyüklüğü
- Kırsaldan kentlere devam eden göç
- Perakende piyasasının modernizasyonu ve gelişmesi
- Çok uluslu ve/veya belli bir büyüklüğe ulaşmış ulusal şirketlerin sayısına paralel artan ofis alanı ihtiyacı
- Türkiye’nin coğrafi konumunun da etkisiyle hızlı büyüyen lojistik sektörünün artan depo/antrepo talebi

Konut Sektörü

Türkiye’de modern altyapıya sahip ve depreme dayanıklı konut konusunda önemli miktarda açık bulunmaktadır. Özellikle son 5 yılda TOKİ’nin önderliğinde büyük yüklenici firmalar tarafından sağlanan kayda değer miktarda konut arzından söz edilebilirse de, toplu konut talebinin karşılandığını söylemek çok zordur.

Konut açığını doğuran en önemli sebepler nüfus artışı, kentleşme hızı, hane halkı büyüklüğündeki azalma, yaşlanan bina stokunun kullanım dışına çıkması nedeni ile ortaya çıkan yenileme ihtiyacı ile hem deprem riski hem de kaçak yapılaşma sonucu oluşan stokun dönüştürülmesi ihtiyacıdır.

Kentsel dönüşüm kaynaklı konut yenileme ihtiyacının yıllık %3 civarında olacağı varsayımı ile 2013-2023 yılları arası toplam konut ihtiyacı öngörüsü aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1. Türkiye Toplam Konut İhtiyacı Tahminleri (Bin Adet)

Yıllar	Nüfus Artışı Ve Kentleşme Kaynaklı	Yenileme Kaynaklı	Kentsel Dönüşüm Kaynaklı	Toplam
2013	352	90	50	492
2014	358	200	50	608
2015	401	200	50	651
2016	406	200	50	656
2017	412	200	50	662
2018	413	200	50	663
2019	419	200	50	669
2020	426	200	50	676
2021	430	200	50	680
2022	440	200	50	690
2023	430	200	50	680
Toplam	4840	2120	600	7560

Kaynak: GYODER

Ticari Gayrimenkul Sektörü

Türkiye’de alışveriş merkezleri sayı ve kiralanabilir alan itibari ile 2001 yılından sonra hızlı bir genişleme gözlenmiştir. 2001 yılında toplam 57 AVM ile bin kişi başına 22,6 metrekare kiralanabilir alan büyüklüğü mevcut iken, 2011 yılında 298 AVM ve bin kişi başına 101,2 metrekare kiralanabilir alan büyüklüğüne ulaşılmıştır. Toplam kiralanabilir alanda 2001 - 2011 dönemi yıllık birleşik büyüme oranı yaklaşık % 18 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2. AVM Kiralanabilir Alan Gelişimi

Yıllar	AVM Sayısı	Toplam Kiralanabilir Alan (m ²)	Kiralanabilir Alan (m ²) / Bin Kişi
2001	57	1.463.085	22,6
2002	66	1.639.589	25,0
2003	85	1.891.322	28,3
2004	100	2.052.368	30,2
2005	119	2.357.329	34,2
2006	144	2.824.536	40,6
2007	172	3.747.173	53,0
2008	214	4.708.219	65,9
2009	238	5.526.659	76,2
2010	262	6.290.341	85,4
2011	298	7.561.886	101,2

Kaynak: GYODER

Alışveriş merkezleri önceleri sadece büyük ve/veya hızlı gelişen şehirlerde kurulurken son yıllarda yaygınlaşmakta ve potansiyele sahip şehirlerde de alışveriş merkezi açılmaktadır. 2011 yılı itibari ile Türkiye genelinde 51 ilde AVM bulunmaktadır.

Türkiye’de perakende sektörü son yirmi yılda tüm ülkede katlanarak büyümüştür. 2012 yılı itibariyle yalnızca İstanbul’daki alışveriş merkezlerinin toplam kiralanabilir alanları 2,757 bin metrekaredir. (Kaynak Colliers) AVM’lerin kiralanabilir alanlarının gelecekte de artması beklenirken bu yatırımların geri dönüş sürelerinin 5-6 yıl ortalamasından 9-12 yıl ortalamasına uzaması beklenmektedir. Küresel finansman olanaklarının kolaylaşması ile yabancıların AVM yatırımlarının da devam edeceği tahmin edilmektedir.

Ofis piyasasında ise hali hazırda devam etmekte olan yatırımların tamamlanması ile birlikte 2011 yılsonu itibariyle 3,41 milyon metrekareye ulaşmış olan İstanbul ofis piyasası arzının 2013 sonunda 4,1 milyon metrekareye ulaşması beklenmektedir. İstanbul’daki ofis arzı öngörülleri aşağıdaki tabloda sıralanmıştır.

Tablo 3. İstanbul Ofis Arzı Gelişimi

Yıllar	Ofis Arzı (milyon metrekare)
2011	3,4
2013	4,1
2015	4,5
2020	6,0
2023	7,0

Kaynak: GYODER

İstanbul dışında ofis piyasasında gelişme potansiyeli olan illerin başta Ankara olmak üzere İzmir, Antalya, Bursa, Kocaeli, Adana ve Mersin olup Konya, Gaziantep, Denizli ve Kayseri de bölgesel üretim ve komşu ülkelerle dış ticaret amaçlı ofis talepleri ile karşılaşmaları beklenmektedir.

İnşaat sektörünün son yıllardaki gelişimiyle beraber birçok firma hızlı büyüme fırsatı bulmuş ve kurumlar vergisi muafiyeti nedeniyle de GYO dönüşümlerini tamamlayıp halka açık hale gelmişlerdir. İMKB’de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 31 Ocak 2013 itibariyle piyasa değerleri, ilan edilen son 4 çeyrek itibariyle net karları ve ilan edilen en son mali tablolarındaki özkaynakları aşağıdaki tabloda görülmektedir.

31 Ocak 2013 itibari ile İMKB GYO endeksinde bulunan şirketlerin piyasa değerleri toplamı 16,1 milyar TL iken ilan edilen son mali tablolarına göre özkaynak toplamı 12,8 Milyar TL olmuştur. Bu şirketler son 4 çeyrek itibariyle toplam 1,4 Milyar TL net dönem karı açıklamışlardır.

İMKB GYO Listesi

GYO Endeksi		Piyasa Değeri (Bin TL)	Özkaynak Değeri (Bin TL)	Net Kar (Bin TL)
Akfen GMYO	AKFGY	298.080	800.517	44.855
Akis GMYO	AKSGY	310.246	-	-
Akmerkez GMYO	AKMGY	819.808	165.261	53.121
Alarko GMYO	ALGYO	222.069	227.317	6.425
Atakule GMYO	AGYO	119.280	225.331	22.837
Ata GMYO	ATAGY	32.775	11.069	129
Avrasya GMYO	AVGYO	41.760	78.552	1.614
Doğuş GMYO	DGGYO	160.364	198.002	15.233
EGS GMYO	EGYO	16.500	(143.164)	(23.919)
Emlak Konut GMYO	EKGYO	7.775.000	3.945.950	397.364
İdealist GMYO	IDGYO	24.600	9.263	(21)
İş GMYO	ISGYO	960.000	1.054.086	86.317
Kiler GMYO	KLGYO	238.080	295.322	52.362
Martı GMYO	MRGYO	57.200	137.922	1.301
Nurol GMYO	NUGYO	296.000	73.047	16.879
Özak GMYO	OZKGY	315.570	548.196	-
Özderici GMYO	OZGYO	104.000	104.166	1.350
Pera GMYO	PEGYO	57.024	159.707	(1.095)
Reysaş GMYO	RYGYO	133.000	320.246	20.963
Saf GMYO	SAFGY	904.334	229.036	300.207
Sinpaş GMYO	SNGYO	840.000	1.064.718	57.523
Torunlar GMYO	TRGYO	1.560.000	2.635.641	350.655
TSKB GMYO	TSGYO	123.000	228.099	26.633
Vakıf GMYO	VKGYO	527.100	190.506	3.985
Yeşil GMYO	YGYO	155.176	191.167	(12.916)
Yapı Kredi Koray GMYO	YKGYO	55.600	59.411	(6.343)
Endeks		16.146.566	12.809.367	1.415.459

Akfil Holding A.Ş.

Akfil Holding A.Ş. (Akfil Holding), Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Akiş) ile Garanti Koza İnşaat Sanayi A.Ş.'nin (Garanti Koza İnşaat) müşterek yönetime tabi ortaklıklarından biridir.

Akfil Holding 20 Şubat 1968 tarihinde kurulmuştur. Akfil Holding, Akiş'in Müşterek Yönetime Tabi Ortaklığı olan Akkoza Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'nin (Akkoza) Akfil Holding üzerinde hakim ortak olarak kontrolü elde bulundurması nedeniyle, 30 Kasım 2010 tarihine kadar Akkoza'nın konsolide mali tablolarına tam konsolidasyon yöntemi ile dahil edilmiştir.

Akfil Holding 31 Mart 2009 tarihli bilançoları üzerinden 30 Haziran 2009 tarihinde tescil edildiği üzere Akfil Tekstil Turizm İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Akfil Tekstil) ile birleşmiştir. Birleşme sonrasında Akfil Tekstil tasfiyesiz infisah edilmiştir.

Akfil Holding'in 19 Ağustos 2010 tarihinde yapılan Olağan Genel Kurul toplantısında Akkoza'nın Akfil Holding'e katılma suretiyle birleştirilmesine, birleşmenin şirketlerin VUK'un ilgili düzenlemelerine göre hazırlanan 31 Ekim 2010 tarihli bilançoları üzerinden yapılmasına ve Akkoza'nın 31 Ekim 2010 tarihli bilançosunun tüm aktif ve pasiflerinin bir bütün halinde Akfil Holding'e devrolunması suretiyle gerçekleşmesine karar verilmiş ve söz konusu birleşme Akfil Holding'in 26 Kasım 2010 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul toplantısında onaylanmış ve 30 Kasım 2010 tarihinde gerçekleşmiştir. Birleşme sonrasında Akkoza tasfiyesiz infisah edilmiştir.

Akfil Holding'in 31 Aralık 2012 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ORTAKLAR	YÜZDE (%)	TUTAR (TL)
Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	44,99998	36.823.651,12
Garanti Koza İnşaat Sanayi ve Tic. A.Ş.	49,99498	40.911.076,40
Ali Raif Dinçkök	1,82500	1.493.403,62
Ömer Dinçkök	2,17400	1.778.991,50
Raif Ali Dinçkök	0,60000	490.982,02
Ayça Dinçkök	0,25000	204.575,85
Alize Dinçkök Eyüboğlu	0,07500	61.372,75
Gamze Dinçkök Yücaoglu	0,02500	20.457,58
Ayşegül Dinçkök	0,02500	20.457,58
Mutlu Dinçkök	0,02500	20.457,58
İhsan Gökşin Durusoy	0,00100	818,30
Mehmet Şükrü İlkel	0,00100	818,30
Ahmet Murat Binark	0,00100	818,30
Ergül Hacim	0,00100	818,30
Münir Şişkolar	0,00100	818,30
Gürel Aydın	0,00100	818,30
Ömer Bülent Konyar	0,00004	29,74
Toplam	%100	81.830.365,54 TL

Akfil Holding mevcut herhangi bir faaliyeti olmayan, ancak elinde önemli bir gayrimenkul stoğu bulunduran bir şirket konumundadır. Gayrimenkullerin dökümü ve rayiç değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. (Kaynak: Şirket Yönetimi)

Akfil Holding Gayrimenkulleri	Gerçeğe Uygun Değerleri (TL)
İstanbul Esenyurt Kapadık, 382 Ada 4, 8, 13, 15, 18 Parsel Arsa	211.852.933
İstanbul Üsküdar Kısıklı, 2773 Ada 2 Parsel ve 2774 Ada 2 Parsel Arsa*	65.203.507
Kocaeli İzmit Sanayi 4213 Ada 2 Parsel ve 4203 Ada 29 Parsel Arsa*	10.742.283
Kocaeli İzmit Mehmet Ali Paşa 773 Ada 2 Parsel ve 774 Ada 7 Parsel Tarla	124.675
Kocaeli İzmit Körfez 3413 Ada 1 Parsel ve 3412 Ada 1 Parsel Arsa*	2.694.560
Antalya Kaş Gelemiş 253, 254, 255 Parsel Zeytinlik*	261.892
Çanakkale Eceabat Kemalpaşa 84 Ada 5 Parsel Tarla*	94.500
TOPLAM	290.974.350 TL

*Akfil Holding hissesine düşen değer.

Kaynak: Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 03/01/2013 tarih 2012_300_01 nolu, 19/12/2012 tarih 2012_300_25 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_26 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_27 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_28 nolu, 30/11/2012 tarih 2011_300_29 nolu ve 07/12/2012 tarih 2012_300_30 nolu değerlendirme raporları.

Akfil Holding A.Ş.'nin Üsküdar Kısıklı'da bulunan arsası, 31.07.2012 tarih ve 11764 sayılı Bakanlık Makamı oluru bulunan, 1/1000 ölçekli Büyük Çamlıca Özel Proje Alanı Revizyon Uygulama İmar Planı kapsamında yapılan değişiklikler neticesinde yeni bir parselasyona tabii olmuştur. Bu kapsamda daha önce 19/12/2012 tarih ve 2012_300_25 nolu değerlendirme raporu hazırlamış olan ve emlak vergisi rayici üzerinden değeri yukarıdaki tabloda belirtilen arsanın niteliğinde ve değerinde önemli değişiklikler olmuştur. Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 08.03.2013 tarihli ve 2013_300_02 nolu yeni gayrimenkul değerlendirme raporu sonucunda gayrimenkulün Akfil Holding hissesine düşen değeri 45.120.376,76 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre gayrimenkullerin dökümü ve düzeltilmiş rayiç değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Akfil Holding Gayrimenkulleri	Gerçeğe Uygun Değerleri (TL)
İstanbul Esenyurt Kapadık, 382 Ada 4, 8, 13, 15, 18 Parsel Arsa	211.852.933
İstanbul Üsküdar Kısıklı, 2773 Ada 2 Parsel, 2774 Ada 2 Parsel ve 804 Ada 57 parsel Arsa*	45.120.377
Kocaeli İzmit Sanayi 4213 Ada 2 Parsel ve 4203 Ada 29 Parsel Arsa*	10.742.283
Kocaeli İzmit Mehmet Ali Paşa 773 Ada 2 Parsel ve 774 Ada 7 Parsel Tarla	124.675
Kocaeli İzmit Körfez 3413 Ada 1 Parsel ve 3412 Ada 1 Parsel Arsa*	2.694.560
Antalya Kaş Gelemiş 253, 254, 255 Parsel Zeytinlik*	261.892
Çanakkale Eceabat Kemalpaşa 84 Ada 5 Parsel Tarla*	94.500
TOPLAM	270.891.220 TL

*Akfil Holding hissesine düşen değer.

Kaynak: Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 03/01/2013 tarih 2012_300_01 nolu, 08/03/2013 tarih 2013_300_02 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_26 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_27 nolu, 20/12/2012 tarih 2012_300_28 nolu, 30/11/2012 tarih 2011_300_29 nolu ve 07/12/2012 tarih 2012_300_30 nolu değerlendirme raporları.

3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE METODOLOJİ

Şirket değerlemeleri genellikle pazar değeri esaslı olarak gerçekleştirilse de, bazı durumlarda pazar değeri dışı tanımlanmış bir değer kullanılması gerekebilir. Pazar değerinin takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımı uygulamasını gerektirir. Değerleme yöntemleri yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder ve bu yöntemler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Piyasa Çarpanı Yöntemi

Bu yöntemin temeli, değerlemesi yapılacak olan firmanın şirket değeri ile aynı piyasada yer alan diğer firmaların şirket değerlerinin birbirleri için bir anlam ifade ettikleri varsayımına dayanmaktadır. Bu kapsamda aynı sektörde faaliyet gösteren diğer firmaların çeşitli rasyolarından hareketle bir şirket değeri hesaplanmaya çalışılır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

Bu yöntem değerlemesi yapılan varlığa ait nakit girişi ve nakit çıkışı verilerini dikkate alır ve indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. Değerlenen varlığa yönelik olası nakit akışlarıyla ilgili açık varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. İndirgenmiş nakit akımları analizlerinde serbest nakit akımları ve iskonto oranı dikkate alınarak değerlendirme yapılan varlığın net bugünkü değeri hesaplanır. İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu akımlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır. İskonto oranı, kullanılan nakit akışı tanımı için uygun olmalıdır. Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesi ve zamanlaması, bu kazançların akışıyla ilgili riskler ve paranın zaman açısından değeri göz önüne alınarak hesaplamalar yapılır. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü, sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilir.

Özkaynak Değeri Yöntemi

Bir şirketin bilançosunda görülen toplam aktifleriyle (amortisman, tükenme payı ve itfa çıktıktan sonraki net tutar) toplam pasifleri arasındaki farktır. Defter değeri, bu durumda net defter değeri, net kıymet ve hissedarların özsermayesi ile aynı anlama gelir.

Net Aktif Değer Yöntemi

Maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun bir defter değeri ile bilançoda gösterilir. Şirket aktifleri eksi pasiflerin pazar değerini esas alan yaklaşımlar kullanarak şirket değerini tespit etmenin bir yoludur. İşletmenin sürekliliği varsayımı ile değerlendirilen bir faal şirket ile ilgili bir görevde bu yaklaşım kullanıldığında elde edilen değer, diğer yaklaşımın veya yaklaşımların değer takdirleri ile beraber dikkate alınır.

Piyasa Kapitalizasyon Değeri Yöntemi

Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa değeri ile hisse adedinin çarpılmasıyla ulaşılan değer piyasa kapitalizasyon değeridir.

4. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

Akfil Holding değerlemesinde kullanılacak yöntemler, Özkaynak Yöntemi ve Piyasa Çarpanı Yöntemi olarak belirlenmiştir. Akfil Holding'in değerlemeye konu finansal tablolarında yer alan yatırım amaçlı gayrimenkulleri gerçeğe uygun değeri ile yansıtıldığı için Özkaynak Yöntemi ve Net Aktif Değeri Yöntemi gerçekte aynı yöntemi ifade etmektedir. Bu açıdan bu yöntemler ayrı ayrı gösterilmeyip Özkaynak Yöntemi başlığında ele alınmıştır.

Özkaynak Değeri (UFRS)

Şirketin özkaynaklarının tespitinde 31 Aralık 2012 tarihli mali tablolar kullanılmıştır. Bu mali tablolar esas alınarak hazırlanmış olan özkaynak kalemlerini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Akfil Holding Özkaynaklar (TL)	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
Ödenmiş Sermaye	2.587.258	2.587.258
Yedekler	4.752.841	3.630.637
Net Dönem Karı/Zararı	478.385	25.021.982
Dağıtılmamış Kazançlar	266.643.036	249.943.256
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	274.461.520	281.183.133

Şirket'in 5 Mart 2013 tarihli 2012 yılı olağan genel kurul toplantısına ait tutanağa göre toplam 40.806.355,83 TL kar payının en geç 31 Aralık 2013 tarihine kadar ortaklara dağıtılmasına kalan karın ise olağanüstü yedek olarak ayrılmasına karar verilmiştir. Dolayısıyla, Şirket'in değerinin hesaplanmasında dağıtılacak kar payı tutarının özkaynakların defter değerinden düşülmesi gerekir.

Ayrıca Akfil Holding A.Ş.'nin Üsküdar Kısıklı'da bulunan arsası, 31.07.2012 tarih ve 11764 sayılı Bakanlık Makamı oluru bulunan, 1/1000 ölçekli Büyük Çamlıca Özel Proje Alanı Revizyon Uygulama İmar Planı kapsamında yapılan değişiklikler neticesinde yeni bir parselasyona tabii olmuştur. Bu kapsamda daha önce 19/12/2012 tarih ve 2012_300_25 nolu değerlendirme raporu hazırlamış olan ve emlak vergisi rayici üzerinden değeri yukarıdaki tabloda belirtilen arsanın niteliğinde ve değerinde önemli değişiklikler olmuştur. Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 08.03.2013 tarihli ve 2013_300_02 nolu yeni gayrimenkul değerlendirme raporu sonucunda gayrimenkulün Akfil Holding hissesine düşen değeri 45.120.376,76 TL olarak belirlenmiştir. Bu nedenle Şirket'in değerinin hesaplanmasında gayrimenkulün değerindeki 20.083.130 TL tutarındaki azalışın özkaynakların defter değerinden düşülmesi gerekir.

Yukarıdaki tabloda yer alan bilgilere ve kar payı dağıtım kararına göre 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Akfil Holding'in özkaynak yöntemine göre hesaplanmış değeri **213.572.034 TL'dir** (274.461.520 - 40.806.356 - 20.083.130 = 213.572.034 TL).

Piyasa Çarpanı Yöntemi

Akfil Holding mevcut herhangi bir faaliyeti olmayan, ancak elindeki önemli gayrimenkul stoklarını zaman içinde uygun şartlarda değerlendirerek varlığını sürdüren bir şirket olduğundan gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırılması uygun görülmüştür. Akfil Holding bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olmayıp gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sahip olduğu vergi muafiyetine sahip olmasa da karşılaştırmaya en uygun sektör olarak gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü seçilmiştir.

Yapılan çalışmada karşılaştırma için aşağıda ayrıntıları görülen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) Endeksi hisse senetleri kullanılmıştır. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının kullanıldığı yöntemde tüm endeks hisselerinin çarpanları ve benzer özkaynak büyüklüklerine sahip şirketlerin çarpanları ayrı ayrı analiz edilmiştir. Analiz sonucunda özkaynak büyüklükleri benzer olan şirketlerin çarpanlarından yararlanılarak belirlenmiş değerlerden ortalama bir değere ulaşılmıştır. Kullanılan değerlendirme oranları 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla'dır.

Çarpan yönteminde genel geçer kullanımlarda çokça başvurulan FAVÖK, Satış ve Net kar çarpanlarının kullanılmamasının sebebi baz alınan şirketlerin GYO şirketleri olmasıdır. GYO şirketleri genel olarak proje bazlı çalıştıklarından ötürü; satış, FAVÖK, net kar rakamları yıldan yıla veya dönemsel olarak değişkenlik göstermekte ve çok farklı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Belirli bir trendi izlemeyen bu kalemlerin GYO sektörü için kullanımı yıldan yıla farklı sonuçlar vereceğinden GYO şirketleri için yapılan Piyasa Çarpanı analizlerinde kullanılmazlar.

Aşağıdaki tabloda İMKB’de işlem görmekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değeri/defter değeri oranları 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla görülmektedir. Tablolarda gösterilen çalışmalar sonrasında Akfil Holding için belirlenen piyasa değeri **209.800.546 TL** olarak hesaplanmıştır.

GYO Endeksi		Piyasa Değeri (Bin TL)	Özkaynak Değeri (Bin TL)	PD/DD
AKFEN GMYO	AKFGY	305.440	800.517	0,38
AKMERKEZ GMYO	AKMGY	830.987	165.261	5,03
ALARKO GMYO	ALGYO	242.838	227.317	1,07
ATAKULE GMYO	AGYO	113.400	225.331	0,50
ATA GMYO	ATAGY	31.113	11.069	2,81
AVRASYA GMYO	AVGYO	34.560	78.552	0,44
DOĞUŞ GMYO	DGGYO	153.799	198.002	0,78
EGS GMYO	EGYO	18.000	(143.164)	-
EMLAK KONUT GMYO	EKGYO	7.800.000	3.945.950	1,98
İDEALİST GMYO	IDGYO	24.600	9.263	2,66
İŞ GMYO	ISGYO	900.000	1.054.086	0,85
KİLER GMYO	KLGYO	221.960	295.322	0,75
MARTI GMYO	MRGYO	58.300	137.922	0,42
NUROL GMYO	NUGYO	309.600	73.047	4,24
ÖZAK GMYO	OZKGY	273.180	548.196	0,50
ÖZDERİCİ GMYO	OZGYO	85.000	104.166	0,82
PERA GMYO	PEGYO	51.678	159.707	0,32
REYSAŞ GMYO	RYGYO	134.900	320.246	0,42
SAF GMYO	SAFGY	868.870	229.036	3,79
SİNPAŞ GMYO	SNGYO	846.000	1.064.718	0,79
TORUNLAR GMYO	TRGYO	1.610.000	2.635.641	0,61
TSKB GMYO	TSGYO	117.000	228.099	0,51
VAKIF GMYO	VKGYO	546.000	190.506	2,87
YEŞİL GMYO	YGYO	157.528	191.167	0,82
YAPI KREDİ KORAY GMYO	YKGYO	52.400	59.411	0,88
Endeks Geometrik Ortalaması (EGS GMYO Hariç)				0,98234

İMKB’de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hariç olarak hesaplanan geometrik ortalama piyasa değeri/defter değeri oranı sunum amaçlı olarak 5 ondalıklı gösterilmek suretiyle 0,98234’tür.

Piyasa Çarpanı Yöntemi	PD/DD	Akfil Holding Düzeltilmiş Özkaynak Değeri
GYO Endeksi Geometrik Ortalama	0,98234	213.572.034
Belirlenen Piyasa Değeri		209.800.546 TL

Değerleme Sonuçları

Yapılan çalışmada Akfil Holding için birincil yöntem olarak Özkaynak Yöntemi (UFRS), ikincil yöntem olarak da Piyasa Çarpanı değerinin kullanılması uygun görülmüştür. Akfil Holding'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri güncel olarak değerlemeye tabi tutulduğundan ötürü Özkaynak değerini aynı zamanda Net Aktif değer olarak da adlandırmak mümkündür.

İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminin kullanılamamasının sebebi, Akfil Holding'in devam eden bir faaliyetinin olmaması nedeniyle gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının tahmin edilememesidir. Akfil Holding'in borsada işlem görmemesi sebebi ile piyasada fiyatlanmış bir değeri bulunmadığından Piyasa Kapitalizasyon yöntemi de kullanılamamaktadır.

Aşağıdaki tabloda Akfil Holding'in değerleme çalışmalarının sonuçları gösterilmiştir.

Değerleme Sonuçları (TL)	Akfil Holding	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Özkaynak Yöntemi (UFRS-Düzeltilmiş)	213.572.034	%50	106.786.017
Piyasa Çarpanları Yöntemi	209.800.546	%50	104.900.273
Ortalama Değer			211.686.290 TL

Çalışmada kullanılan iki yöntemle eşit ağırlık verilerek ortalama değer **211.686.290 TL** olarak hesaplanmıştır.