



Bağımsız
Denetim ve
Yeminli Mali
Müşavirlik A.Ş.

OSWE REAL ESTATE GMBH

30 Haziran 2021 itibariyle Şirket Değeri Tespit
Raporu

İçindekiler

1. RAPOR BİLGİLERİ	3
1.1.Raporun tarihi ve sayısı	3
1.2.Raporun Türü.....	3
1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi	3
1.4.Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri	3
1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:.....	3
1.4.2.Değerlemeyi Gözden Geçirenler:.....	3
1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi	3
1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:	3
1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:.....	3
1.6.Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi.....	4
1.7.Değerleme tarihi	4
1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası	4
2. RAPOR ÖZETİ	4
2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı.....	4
2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar	4
2.3.Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı	5
2.4.Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama.....	5
2.5.Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme	5
2.6.Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı.....	6
2.7.Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	6
2.8.Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan.....	6
3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER.....	6
3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler.....	6
3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi	11
4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR	11
4.1.Girdi ve Varsayımlar	11
4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı	11

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması	12
4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı.....	13
4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları.....	13
4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi.....	13
4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama	14
4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler.....	14
4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	14
4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama.....	14
4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:	14
4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:	14
4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan	17
4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları	17
4.3.1. Pazar Yaklaşımı	17
4.3.1. Gelir Yaklaşımı.....	20
4.3.2. Maliyet Yaklaşımı.....	30
5. SONUÇ	31
5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo.....	31
5.2. Kullanılan değer esasları	32
5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan	32
6. RAPOR EKLERİ.....	33

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1.Raporun tarihi ve sayısı

31 Aralık 2021 - DEG-2021-16

1.2.Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi ("Yeditepe")
Fahrettin Kerim Gökay Caddesi, Okul Sokak, No:1-E, D:16 Altunizade, Üsküdar, İstanbul
Telefon: 0216 327 62 62
Faks: 0216 327 62 63
e-mail: bilgi@yeditepedenetim.com

1.4.Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:
Kenan Çılman, Denetçi Yardımcı, 203990
Yılmaz Güney, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 801514

1.4.2.Değerlemeyi Gözden Geçirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:
Hasan Ersin, Denetçi, 801910
Sadrettin Demiray, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 802981

1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Kızılbük GYO")
Dikilitaş Mah., Yenidoğan Sok., Sinpaş Genel Müd., No:36/1/1, Beşiktaş, İstanbul
Tel, Faks: : 0212 310 27 07, (0212) 227 72 14

Sinpaş Grubu, konut ve ticari gayrimenkuldeki faaliyetler ile birlikte turizm ve devre mülk alanında faaliyet göstermek amacıyla Kızılbük GYO şirketi ile turizm sektörüne giriş yapmıştır.

Kızılbük GYO, Sinpaş'ın gayrimenkul geliştirmedeki tecrübelerine ek olarak yeni bir faaliyet alanı olan Termal, Devre mülk, Otel, Termal SPA karmasının bir arada olduğu yatırımları ile Türkiye'de ve dünya da zincir bir marka inşası gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

5,5 Milyar TL aktif büyüklüğü bulunan Kızılbük GYO'nun ilk projesini Kızılbük Thermal Wellness Resort, iç ve dış pazara yönelik, kriterleri uluslararası standartlarla belirlenmiş bir devre mülk projesidir.

1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

OSWE Real Estate GmbH ("OSWE")
Hanauer Landstrasse 360, 60386 Frankfurt am Main, Almanya
Tel, Faks, web: 49 (069) 40802757-0 - <http://www.oswe.de>

OSWE Real Estate GmbH, Almanya’da Hanauer Landstrasse 360, 60386 Frankfurt am Main adresinde faaliyet göstermektedir. Şirket’in Almanya Frankfurt’ta 135.625 m² arsa üzerinde brüt 107.694 m², kiralanabilir ofis ve lojistik alanına sahip Neckermann Areal (Warehouse & Offices) isimli yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmaktadır.

Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi, Frankfurt, Almanya’da bulunmaktadır.

Şirket (Oswe) bu tesisin %100’üne sahiptir.

1.6.Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi

Yeditepe’nin, değerlendirme çalışmasını talep eden Kızılbük GYO ve değerlemesi yapılan OSWE ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Yeditepe tarafından OSWE için daha önceden yapılmış değerlendirme çalışması bulunmamaktadır. Ancak, 2019 yılında OSWE’nin hissedarı bulunan Deks Yatırım Anonim Şirketi için 26 Eylül 2019 tarih ve DEG-2019-01 sayılı bir değerlendirme raporu hazırlanmış, bu rapor içerisinde Deks Yatırım Anonim Şirketi’nin bağlı ortaklığı olan OSWE’ye de yer verilmiştir.

1.7.Değerleme tarihi

30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

30 Ekim 2021 tarihli sözleşme.

2. RAPOR ÖZETİ

2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Değerlemesi yapılan şirket: OSWE Real Estate GmbH

Değerlemeyi Yapan Şirket: Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi

Bu raporun amacı, OSWE’nin makul Pazar Değerinin belirlenmesinde Kızılbük GYO Yönetim Kurulu’na yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulunun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Kızılbük GYO, Yeditepe’den, olası bir satış veya halka arz çalışmasında kullanılmak üzere OSWE’nin değerinin tespit edilmesini istemiştir.

Bu raporun konusu OSWE’nin Pazar Değerinin tespitinin yapılmasıdır.

OSWE’nin Pazar Değerinin tespitinin yapılması amacıyla Kızılbük GYO ile 30 Ekim 2021 tarihli “Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme” yapılmıştır.

2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

Kızılbük GYO tarafından, Yeditepe’den Şirket’in Pazar Değerinin tespiti talep edilmiştir. Değerleme çalışması ile ilgili olarak Kızılbük GYO veya OSWE tarafından getirilmiş bir sınırlama yoktur.

2.3.Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu’nun (Kurul) III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

Şirket değerlemesinde, Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) çerçevesinde hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır. Raporda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur.

Bir şirketin hisselerinin Pazar Değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, herhangi bir etki (baskı) altında olmayan ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirmeye esas değerdir. Bu raporun amacı, OSWE’nin olası bir satış veya halka arz çalışmasında kullanılmak üzere Pazar Değeri’nin tespit edilmesidir.

Pazar Değeri’nin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-62.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği”nin 3’üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları’na uyulduğunu beyan ederiz.

2.4.Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama

Bu rapor, sadece yukarıda (2.1.) maddesinde belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılması halinde Yeditepe’nin yazılı onayı gerekmektedir. Bunların dışında Yeditepe’nin yazılı onayı olmaksızın herhangi bir şekilde bu rapor tamamen veya kısmen yayınlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerlendirme rakamlarının veya Değerleme Uzmanlarının adları ya da mesleki nitelikleri referans olarak verilemez. Raporun başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Yeditepe hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2.5.Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme

Değerleme raporumuzda OSWE’nin sahip olduğu Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi isimli gayrimenkulünün değerlendirme işlemi için Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanmış olan 29.12.2021 tarih ve SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporu kullanılmıştır. Raporunuzun (4.1.3.) maddesinde belirtilen hususlar çerçevesinde ilgili gayrimenkul değerlendirme raporunun doğruluğu yönünde kanaate ulaşılmıştır.

Ayrıca, değerlendirme çalışması sırasında 2018, 2019, 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin olarak kullanılan finansal veriler Arsen Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. ve KPMG AG tarafından hazırlanmış olan Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi esaslı mali tablolardan alınmıştır. Bu firmalar SPK tarafından yetki verilmiş kurumlar olup (Kaynak: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/EVeri/Detay/bds>) bu çerçevede bağımsız denetim raporlarının doğruluğu yönünde kanaat edilmiştir.

Yine OSWE’nin sahip olduğu Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi isimli gayrimenkulünün değerlendirme raporu ilgili Arsen Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanmış olan 30 Haziran 2021 tarihli bağımsız denetim raporunda da kullanılmıştır.

Bu çerçevede söz konusu bilgilerin güvenilirliği konusunda kanaat oluşmuştur.

2.6.Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

OSWE'nin değerleme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi), Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır. OSWE için yapılan değerleme çalışmasında OSWE'nin faaliyet halinde olması nedeniyle üç yöntem de kullanılmıştır.

Değerleme işlemi, elde ettiğimiz finansal ve diğer bilgilerin gözden geçirilip, yönetimin beklentileriyle ilgili düşüncelerinin ve değerleme tarihi itibarıyla hâkim olan ekonomik ve finansal şartların analizinden oluşmaktadır. Değerleme çalışmalarımızın dayanağını oluşturan ve raporda sunulan nakit akış projeksiyonlarının gerçekleşme birliği yine raporda açıklanan varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, kullanılan yaklaşım ve yöntemlerin değerlemenin amacına uygun olduğunu beyan ederiz.

2.7.Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

OSWE için yapılan değerleme çalışmasında üç yöntem kullanılmıştır. OSWE'nin değerlemesinde Toplama Yöntemi, Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmıştır.

Her üç yöntem ile elde edilen değerler ve ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	127.670.848	0%	0
Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	154.716.002	0%	0
Toplama Yöntemi	182.671.803	100%	182.671.803
PAZAR DEĞERİ			182.671.803

2.8.Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan

OSWE'nin Pazar Değerinin tespiti sırasında tarafımıza sunulan, tarafımızca hazırlanan verilerin adil, güvenilir ve makul olduğunu beyan ederiz.

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1.OSWE Hakkında

OSWE Real Estate GmbH, Almanya'da Hanauer Landstrasse 360, 60386 Frankfurt am Main adresinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu her türlü emlak ve arsa alış-satış ve kiralaması, bu alanlarda kendi servetinin değerlendirilmesidir.

Şirket'in Almanya Frankfurt'ta 135.625 m² arsa üzerinde brüt 107.694 m², kiralanabilir ofis ve lojistik alanına sahip Neckermann Areal (Warehouse & Offices) isimli yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmaktadır.

Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi, Frankfurt, Almanya'da bulunmaktadır.

Şirket (Oswe) bu tesisin %100'üne sahiptir.

Avrupa'nın en yoğun iş bölgelerinden biri olan Frankfurt, dünyanın büyük sanayi kuruluşlarının da merkezidir. Bu sanayi kuruluşları arasında özellikle kimya ve ilaç sektörü başı çekmektedir.

Otomotiv sanayisinde dünyaca tanınmış şirketlerle, mühendislik ve danışmanlık firmaları da Frankfurt'ta yer almaktadır. Global pazara entegre olan birçok şirket, Frankfurt'un mükemmel ulaşım ve iş imkanlarından yararlanmak için Avrupa temsilciliklerini bu şehirde konumlandırmaktadır. Nestle, Ferrero SpA, Höchst, BASF, Kia Motors, Continental, Honda, Jaguar, Hyundai, Lufthansa, Opel gibi şirketlerinde Avrupa üsleri bu şehirdedir.

Frankfurt, Avrupa'nın en önemli finans, fuar ve sanayi merkezidir. Avrupa Merkez Bankası'na ev sahipliği yapan şehir, Almanya Merkez Bankası'nın ve Avrupa'nın 2. büyük borsası Frankfurt Borsası'nın da içinde bulundurmaktadır. Bankacılık ve finans sektöründe söz sahibi birçok kuruluşun merkezi Frankfurt'tadır. 2010 yılı verilerine göre Frankfurt'ta 63 ulusal, 152 uluslararası banka bulunmaktadır.

Almanya'nın dünyaca bilinen bankaları Deutsche Bank, Commerzbank, DZ Bank ve KfW'nin de merkezleri buradadır. Ayrıca T.C. Merkez Bankası da dahil 41 uluslararası bankanın temsilciliği vardır.

Avrupa Merkez Bankası, Euro Bölgesi içinde bulunan 17 ülkenin para politikasını yönetmekle yükümlü olan dünyanın en önemli merkez bankalarından biridir.

Merkezi Frankfurt'ta bulunan bu banka, Avrupa Para Birliği'ne üye olan devletlerin ortak bir para otoritesidir. Avrupa Birliği ülkelerinin milli merkez bankalarıyla merkez bankalarının Avrupa sistemini kurar.

OSWE Real Estate GmbH, Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi isimli gayrimenkulünü çeşitli firmalara kiraya vererek kira geliri elde etmektedir.

OSWE'nin 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Hissedar, Adı, Unvanı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)
Servet GYO A.Ş.	94,00%	1.880.000,00
HA Uluslararası Yatırım Gayrimenkul İnşaat Enerji Ort. A.Ş.	6,00%	120.000,00
TOPLAM	100,00%	2.000.000,00

OSWE'nin sahip olduğu, Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi isimli gayrimenkulünün değerlendirme işlemi 29.12.2021 tarih ve SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporu Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. firması tarafından yapılmıştır. Söz konusu raporla ilgili özet bilgiler aşağıdaki gibidir:

Raporu Düzenleyen Kuruluş: Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş.

Rapor tarih ve Numarası: 29.12.2021 / SRV-2112112

Pazar Değeri: 93.500.000 Avro

İlgili gayrimenkul aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

Bina 103 (kazan dairesi); Bina 124 ve 125 (trafo)

Bahsi geçen binalar değerlendirmeye tabi değildir ve arazi üzerinde yer almamaktadır. Değerleme bölüm alanı için kullanılan teknik alanlardır (ısıtma/elektrik vb.). Operasyonel süreç gereklidir.

Bina 108 Depo, satış alanı

Bodrum, depolu bodrum, zemin kat, Ofis ve sosyal alanlardan oluşmaktadır. Ticari alan bir mobilya mağazası tarafından satış ve depolama alanı olarak kullanılmaktadır.

İnşaat yılı: 1960

Betonarme yapı, düz çatı, betonarme tavanlar, zemin kaplamaları tekstil, fayans, şap,

Binada yük asansörü, havalandırma sistemi, sprinkler sistemi bulunmaktadır.

Bina 110 Depolama, fotoğraf stüdyosu

Depo ve teknik odaların bulunduğu bodrum, zemin kat, 5 kat depo,

İnşaat yılı:1966/1968

Betonarme iskelet konstrüksiyonu, Düz çatı, Betonarme tavanlar, Zemin kaplamaları PVC, fayans, şap
Orta elektrikli ekipman, yolcu / yük asansörü, sprinkler sistemi, kısmen soğutma, acil durum jeneratörü

Bina 111 (eski hazine ve binicilik arenası)

Kötü yapısal durum nedeniyle, değerlendirilen binanın yıkılacağı tahmin ediliyor.

İnşaat yılı:1969

Üçgen çatı, Betonarme tavanlar,

Bina 112 Araba yıkama

Eski bir benzin istasyonu yıkılmıştır ve bu nedenle artık değerlendirmeye tabi değildir. Kullanılabilirlik değeriyle ilgili faktörler: Bodrum yok, araba yıkamalı zemin kat (işletme tesisleri değerlendirme konusu değildir). Genel olarak, mevcut kullanım için uygundur.

Ticari alan oto yıkama olarak kullanılmıştır. Ancak, kira süresi sona ermiş ve bina boş durumdadır. Kötü yapısal durum nedeniyle değerlendirilen binanın yıkılacağı tahmin ediliyor.

İnşaat yılı:1966

115 numaralı bina

Bina bodrum, zemin kat ve 6 normal kat ofisten oluşmaktadır. Yaklaşık 2,87 m tavan yüksekliği, iki yolcu asansörü, bir yük asansörü ve iki merdiven boşluğundan oluşmaktadır.

Tek kişilik odalardan açık plan ofislere kadar çok esnek kat planı tasarımı. Birkaç kullanıma bölünebilen birimler mevcuttur.

İnşaat yılı: 1972

Betonarme iskelet konstrüksiyonu, cam cephe, Düz çatı, Çift camlı alüminyum pencereler, elektrikli güneş koruması, betonarme tavanlar, asma tavanlar, Zemin kaplamaları tekstil, fayans ve doğal taş, ısıtma radyatörler ve klima (FSL cihazları) aracılığıyla merkezi besleme,

Orta elektrikli ekipman, zemin tankları, yolcu / yük asansörü, sprinkler, Yükseltilmiş zeminler,

Bina 126

Depo ve teknik odaların bulunduğu bodrum katı, zemin kat ve 1 normal kattan oluşmaktadır. Ağırlıklı olarak depo, ofis, muhtelif sevkiyat rampaları olarak kullanılmaktadır.

İnşaat yılı:1998

Betonarme iskelet konstrüksiyonu, trapez sac çatı, Betonarme tavan, Zemin kaplamaları şap, ısıtma bir termik güç istasyonu, radyatörler, hava ısıtıcıları, sıcak su aracılığıyla merkezi besleme

Otopark seviyesi 157 dahil Bina 141 (ofis / depo)

Mağaza, depo, ofis olarak kullanılmaktadır.

Betonarme iskelet konstrüksiyonu, cam cephe, pencere Çift camlı, otomatik güneş korumalı alüminyum pencereler

Zemin kaplamaları tekstil, fayans ve doğal taş, ısıtma kendi doğalgaz / akaryakıt merkezi ısıtma (yapım yılı 2000), merkezi radyatörler, orta elektrikli ekipman, kablo kanalları, yolcu / yük asansörü, kendi sprinkler sistemi, acil durum jeneratörü, Klima tavan üniteleri,

Bina 104 (aktarma istasyonu), 128 (kapı)

İnşaat yılı:1960

Teknik alan olarak kullanılmaktadır, operasyonel süreç için gerekli olduğundan bu binalar değerlemede ayrı olarak listelenmemiştir.

Park Yeri 151 ve 154

Park yeri 151

UG-EG, yaklaşık 346 park yeri (çelik kolon konstrüksiyonu)

Park yeri 154

Yaklaşık 832 araçlık park yeri (çelik kolon konstrüksiyonu, prefabrik beton tavan),

Yapım yılı:1995/2000

Gayrimenkulün Olumlu ve Olumsuz Özellikleri (Fırsatlar ve Riskler):

- Metropol bölgesinde merkezi konum
- İyi altyapı
- İyi ulaşım bağlantısı
- Çok sayıda park yeri
- Yüksek boşluk oranı
- Kısmen büyük ölçüde kısıtlanmış üçüncü taraf kullanılabilirliği-hız
- Yatırım maliyetinin yüksekliği

Raporda gayrimenkulün piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Piyasa Değeri		
Yıllık Brüt Kar		6.377.159,00
Yönetim Giderleri	20,49%	1.306.916,00
Yıllık net gelir		5.070.243,00
Arsa değeri faiz tutarı		2.203.111,00
Bina geliri		2.867.132,00
Ortalama Şimdiki Değer Katsayısı (Kapitalizasyon Katsayısı)	9,59	
Yapıların kazanç değeri		27.494.644,00
Arsa değeri		40.056.489,00
Boş Alan Maliyetleri		9.517.203,00
KAZANÇ DEĞERİ		58.033.930,00
Yuvarlama	0,08%	47.368,00
Bakım Birikimi (Yıkım Maliyetleri Dahil)	1,82%	1.053.500,00
İlk Ret Hakkı	2,00%	1.160.679,00
PAZAR DEĞERİ		55.900.000,00

OSWE'nin 30 Haziran 2021 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

OSWE'nin varlıklar toplamı 196.014.782 Euro olup bunun 140.087.234 Avroluk kısmı dönen varlıklardan, 55.927.548 Avroluk kısmı ise duran varlıklardan oluşmaktadır. Varlıklar içerisinde Dönen Varlıklar %71,47 olarak, Duran Varlıklar ise %28,53 olarak yer almaktadır.

Dönen Varlıkların 5.341.312 Avroluk kısmı bankalarda bulunan mevduatlardan oluşmaktadır. Ticari alacakların toplam tutarı 134.745.922 Euro olup bu tutarın 131.998.191 Avroluk kısmı grup firmalarından olan alacaklardan oluşmaktadır.

Duran Varlıkların değeri 55.927.548 Euro olup bu tutarın 55.900.000 Avroluk kısmı şirkete ait yatırım amaçlı gayrimenkullerdir.

Şirketin toplam kaynakları 196.014.783 Euro olup bunun 29.757.341 Euro tutarındaki kısmı Kısa Vadeli Borçlardan, 22.111.113 Avroluk kısmı Uzun Vadeli Borçlardan ve 144.146.328 Avroluk kısmı Özkaynaklardan oluşmaktadır. Kaynakların %26,46'lık kısmı yabancı kaynak, %73,54'lük kısmı ise Öz Kaynaklardan oluşmaktadır.

Şirketin 2021 yılı faaliyetleri incelendiğinde ise net satış hasılatının 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla 4.982.113 Euro olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Satışların maliyeti 2.171.777 Euro, Faaliyet Giderleri 1.367.036 Euro ve Finansman Giderleri ise 206.970 Euro olarak gerçekleşmiştir.

Şirket bu faaliyetleri sonucunda 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla 1.236.330 Euro vergi öncesi kar elde etmiştir. Dönem Vergi Karşılığı olarak 227.119 Euro ayrılmasından sonra Şirket'in Dönem Net Karı 1.009.211 Euro olarak gerçekleşmiştir.

OSWE'nin Uluslararası Finansal Raporlama Sistemine Göre Hazırlanmış 30 Haziran 2021 Tarihli Solo Bilançosu

	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
VARLIKLAR	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)
Dönen Varlıklar						
Nakit Ve Nakit Benzerleri	1.954.050	1.250.695	230.179	1.098.200	3.689.397	1.941.312
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	135.000.000	3.400.000
Ticari Alacaklar	2.247.318	1.221.124	1.563.947	1.173.126	13.194.841	134.745.922
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	0	0	0	31.300.000	0	0
Toplam Dönen Varlıklar	4.201.368	2.471.819	1.794.126	33.571.326	151.884.238	140.087.234
Duran Varlıklar						
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	76.028.253	76.010.017	81.100.000	50.200.000	55.900.000	55.900.000
Maddi Duran Varlıklar	28.096	24.237	32.156	28.405	29.979	27.548
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	532	461	392	252	112	0
Toplam Duran Varlıklar	76.056.881	76.034.715	81.132.548	50.228.657	55.930.091	55.927.548
Toplam Varlıklar	80.258.249	78.506.534	82.926.674	83.799.983	207.814.329	196.014.782
	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
KAYNAKLAR	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)
Kısa Vadeli Yükümlülükler						
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9.545.456	9.545.456	13.083.750	3.886.296	3.268.362	3.268.362
Ticari Borçlar	815.743	1.097.429	3.609.471	4.444.188	692.340	543.320
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	336.118	322.376	210.337	77.326	24.529.908	24.473.725
Kısa Vadeli Karşılıklar	640.289	966.201	1.053.777	887.551	905.249	1.018.822
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.333.411	946.974	1.420.101	1.638.408	1.258.169	453.112
Satış Amaçlı Elde Tutulan Var.	0	0	0	3.894.705	0	0
Doğr. İlişkili Yük.						
Toplam Kısa Vadeli Yük.	12.671.017	12.878.436	19.377.436	14.828.474	30.654.028	29.757.341
Uzun Vadeli Yükümlülükler						

Uzun Vadeli Borçlanmalar	34.541.173	31.215.498	23.402.458	30.813.115	24.938.593	12.986.700
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	8.815.723	9.034.538	10.713.339	7.263.576	9.084.590	9.124.413
Toplam Uzun Vadeli Yük.	43.356.896	40.250.036	34.115.797	38.076.691	34.023.183	22.111.113
Özkaynaklar						
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar						
Ödenmiş Sermaye	1.741.750	1.741.750	1.741.750	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	22.488.586	23.636.312	27.691.691	28.894.818	141.137.118	142.146.327
Toplam Özkaynaklar	24.230.336	25.378.062	29.433.441	30.894.818	143.137.118	144.146.327
Toplam Kaynaklar	80.258.249	78.506.534	82.926.674	83.799.983	207.814.329	196.014.782

OSWE'nin Uluslararası Finansal Raporlama Sistemine Göre Hazırlanmış 30 Haziran 2021 Tarihli Solo Gelir Tablosu

	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)	(Avro)
Hâsılat	13.903.558	6.183.004	13.189.066	10.575.996	10.904.830	4.982.113
Yatırım Amaçlı Gayr. Satış Geliri	0	0	0	0	144.782.200	0
Satışların Maliyeti (-)	(4.368.753)	(2.723.870)	(5.700.474)	(4.283.294)	(5.063.223)	(2.171.777)
Yatırım Amaçlı Gayr. Yeniden Değ. Kayn. Kar/Zarar	(1.135.274)	0	5.071.405	400.000	5.700.000	0
Brüt Kar	8.399.531	3.459.134	12.559.997	6.692.702	156.323.807	2.810.336
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.619.512)	(581.615)	(1.183.548)	(1.636.204)	(1.908.892)	(829.967)
Pazarlama Giderleri (-)	(104.990)	(475.301)	(214.113)	(222.307)	(304.694)	(142.146)
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(711.039)	(273.375)	(604.795)	(737.937)	(840.546)	(394.923)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	5.963.990	2.128.843	10.557.541	4.096.254	153.269.675	1.443.300
Finansman Giderleri (-)	(1.668.063)	(677.524)	(3.388.032)	(2.257.905)	(1.182.074)	(206.970)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	4.295.927	1.451.319	7.169.509	1.838.349	152.087.601	1.236.330
Sürd.Faal.Vergi Gideri/Geliri						
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(397.359)	(303.594)	(1.966.404)	(635.222)	(22.845.301)	(227.119)
Dönem Karı/Zararı	3.898.568	1.147.725	5.203.105	1.203.127	129.242.300	1.009.211

3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi

Şirket bağımsız denetim raporunda yer alan verilere göre şirketin herhangi bir sınırlamaya tabi olmadığı görülmüştür.

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1.Girdi ve Varsayımlar

4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı

-OSWE'nin değerlendirme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, Arsen Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. ve KPMG AG tarafından hazırlanmış olan Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi esaslı mali tablolardan alınmıştır.

-Şirketin sunmuş olduğu gelecek dönemlere yönelik projeksiyon tarafımızca incelenmiş, şirketin geçmiş dönem verileri, mevcut sözleşmeleri ve piyasa koşulları ile kıyaslanarak ve Uluslararası Değerleme Standartları baz alınarak revize edilmiştir.

-İndirgenmiş nakit akışları analizinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken risksiz faiz oranı olarak 30 Haziran 2021 tarihindeki 10 yıllık Almanya devlet tahvili oranı olan $-%0,203$ baz alınmıştır. Ülke risk primi olarak Almanya CDS değeri olan $-%0,1026$ baz alınmıştır. Yine OSWE'nin kaldırıcı beta hesaplamasında Frankfurt Borsası'nda işlem görmekte olan emsal firmalar baz alınmıştır.

Şirketin gayrimenkullerinin değerleri için bağımsız denetim raporunda yer alan değerler dikkate alınmıştır. Bu değerler, Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 29.12.2021 tarihli SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerleme raporunda yer alan değerlerdir.

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması

OSWE'nin değerlendirme çalışmasında aşağıdaki yöntemler ve varsayımlar kullanılmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: OSWE'nin indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin sunmuş olduğu verilerden ve projeksiyonlardan yararlanılmıştır. Daha sonra piyasa koşullarında ve resmi verilerde belirtilen sınırlar çerçevesinde projeksiyonlar tarafımızdan yeniden oluşturulmuştur.

Şirketin bu faaliyetlerden elde edeceği gelirler piyasa koşulları doğrultusunda tahmin edilmiştir. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Almanya'nın 30 Haziran 2021 tarihli ülke risk primi, risksiz faiz oranı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve gayrimenkul sektörü firmalarının verilerinden yararlanılmıştır. Risksiz getiri oranı olarak, 10 yıl vadeli Hazine Tahvili faiz oranı ($-%0,203$) ve ülke risk primi olarak Almanya CDS oranı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında şirketin sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Şirket esas sözleşmesinde faaliyet süresi herhangi bir sınırlamaya tabi tutulmamış ve süresiz olarak belirlenmiştir.
2. Şirket faaliyetleri ile ilgili olarak 2025 yılına kadar projeksiyon yapılmış olup sonrasında ise rutin bir büyüme oranı ile faaliyetlerin devam ettirileceği varsayılmıştır.
3. Kurumlar vergisi oranı $-%15,825$ alınmıştır.
4. Değerleme çalışmasında şirketin düzeltilmiş özkaynakları baz alınmıştır.

Toplama Yöntemi: OSWE'nin 30 Haziran 2021 tarihli mali tabloları UFRS göre hazırlanmıştır. Toplama Yöntemi'ne göre değerlendirme yapılırken şirketin varlıkları ve yükümlülükleri düzeltmeye tabi tutulmuştur.

1. Şirketin ticari alacakları ve ticari borçları 30 Haziran 2021 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi üzerinden reeskont edilmiştir.
2. Şirketin vergi ödeme işlemleri sonraki yılın Mart ayında gerçekleşecek olup bu kapsamda vergi tutarlarına da reeskont uygulanmıştır.
3. Reeskont oranı olarak şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır.
4. Gayrimenkullerin değerleri olarak bağımsız denetim raporunda ve gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değer kullanılmış olup bu değerlerde bir değişiklik yapılmamıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi: OSWE'nin Almanya'da faaliyet gösteriyor olması sebebi ile Frankfurt Borsası'nda işlem görmekte olan gayrimenkul firmalarının verileri kullanılmıştır. Bu şirketlerin 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla oluşan piyasa değerleri ve bilanço verileri baz alınmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. OSWE'nin, değerlendirme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 tarihli mali tabloları bağımsız denetim raporlarında yer alan UFRS esaslı mali tablolarıdır.

2. Almanya'daki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Almanya'daki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
4. Projeksiyon süresince görevde olacak olan Almanya'daki Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. OSWE'nin asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
6. Şirketin ilişkili taraflardan alacaklarının tahsili konusunda herhangi bir problem yaşanmayacağı varsayılmıştır.

4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı

Değerleme raporumuzda OSWE'nin sahip olduğu Neckerman Areal Depolama Alanı ve İş Merkezi isimli gayrimenkulünün değerlendirme işlemi için Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanmış olan 29.12.2021 tarih ve SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporu kullanılmıştır.

Ayrıca, değerlendirme çalışması sırasında 2018, 2019, 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin olarak kullanılan finansal veriler Arsen Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. ve KPMG AG tarafından hazırlanmış olan Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi esaslı mali tablolardan alınmıştır.

Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporunda yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri Pazar Değeri belirlenmiştir. Rapor Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde hazırlanmış olup Maliyet Yaklaşımı kullanılmıştır. Raporda ilgili gayrimenkulün arsa değeri bulunmuş ve daha sonra bina maliyetleri de eklenerek gayrimenkulün değerine ulaşılmıştır.

Gayrimenkul değerlendirme raporunu hazırlayan Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. SPK tarafından yetkilendirilmiş bir gayrimenkul değerlendirme kuruluşudur (Kaynak: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/EVeri/Detay/gds>). Bu çerçevede ilgili raporun güvenilirliği yönünde kanaat oluşmuştur.

Kullanılan verilerin değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkilemediği kanaatine varılmıştır.

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Avro'dur.

4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Avro dışında farklı bir para birimi kullanılmamıştır.

4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi

Şirketin kira gelirleri nedeniyle kurumlar vergisi oranı %15,825 seviyesindedir. Almanya'da kira gelirleri kaynaklı kurumlar vergisi oranı bu seviyede olup gayrimenkul satışı vb. durumlarda ise kurumlar vergisi oranı %32 olmaktadır. Bu çerçevede şirketin esas faaliyet karı üzerinden %15,825 oranında kurumlar vergisi hesaplanmaktadır.

4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama

Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkları söz konusu değildir.

4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler

Yeditepe tarafından OSWE için daha önceden yapılmış değerlendirme çalışması bulunmamaktadır. Ancak, 2019 yılında OSWE'nin hissedarı bulunan Deks Yatırım Anonim Şirketi için 26 Eylül 2019 tarih ve DEG-2019-01 sayılı bir değerlendirme raporu hazırlanmış, bu rapor içerisinde Deks Yatırım Anonim Şirketi'nin bağlı ortaklığı olan OSWE'ye de yer verilmiştir.

4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

- OSWE'nin esas faaliyetleri çerçevesinde daha düşük bir kurumlar vergisi oranına sahip olması
- Metropol bölgesinde merkezi konumda yer alması
- Ulaşım ağı konusundaki üstünlük
- Gayrimenkulün bulunduğu bölgede çok sayıda park alanı bulunması

Olumsuz Faktörler:

- Gayrimenkulün doluluk oranının düşük olması
- Gayrimenkulün yatırım maliyetinin yüksekliği

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:

Değerleme Yaklaşımları:

Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Aşağıda tanımlanan ve açıklanan üç yaklaşım değerlemede kullanılan temel yaklaşımlardır. Bunların tümü, fiyat dengesi, fayda beklentisi veya ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır. Temel değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibidir.

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

Pazar yaklaşımı; varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Aşağıda yer verilen durumlarda, pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedel ile son dönemde satılmış olması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi,
- Önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanamadığı aşağıdaki ilave durumlarda Pazar yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Pazar yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve Pazar yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığa veya buna önemli ölçüde benzer varlıklara ilişkin işlemlere pazardaki oynaklık ve hareketlilik dikkate almak adına yeteri kadar güncel olmaması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olmamakla birlikte işlem görmesi,
- Pazar işlemlerine ilişkin bilgi edilebilir olmakla birlikte karşılaştırılabilir varlıkların değerleme konusu varlıkla önemli ve /veya anlamlı farklılıklarının dolayısıyla da subjektif düzeltmeler gerektirme potansiyelinin bulunması,
- Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,
- Varlığın değerini etkileyen önemli unsurun varlığın yeniden üretim maliyeti veya gelir yaratma kabiliyetinden ziyade pazarda işlem görebileceği fiyat olması.

Gelir Yaklaşımı:

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer gelecekteki nakış akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Aşağıda yer verilen durumlarda, gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

- Varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olmakla birlikte ilgili pazar emsallerinin varsa bile az sayıda olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşımın önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte, söz konusu kriterlerin karşılanamadığı aşağıdaki ilave durumlarda, gelir yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Gelir yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve gelir yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen birçok faktörden yalnızca biri olması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması,

- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,
- Değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamaya planlanmış olması.

Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcının yatırımlarından getiri elde etmeyi beklmeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmalarının gerekli görülmesi teşkil eder.

Genel olarak yatırımcıların sadece sistematik risk için ek getiri elde etmeleri beklenir.

Maliyet Yaklaşımı:

Maliyet Yaklaşımı, bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça belli bir varlık için ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Aşağıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların değerleme konusu varlıkla önemli ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığın katılımcıların değerleme konusu varlığı bir an evvel kullanabilmeleri için önemli bir prim ödemeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar kısa bir sürede yeniden oluşturulabilmesi,

-Varlığın doğrudan gelir yaratmaması ve varlığın kendine özgü niteliğinin gelir yaklaşımını veya Pazar yaklaşımını olanaksız kılması,

-Kullanılan değer esasının temel olarak ikame değeri örneğinde olduğu gibi ikame maliyetine dayanması,

Yukarıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda maliyet yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir. Maliyet yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve maliyet yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların aynı faydaya sahip bir varlığı yeniden oluşturmayı düşündükleri ancak varlığın yeniden oluşturulmasının önünde potansiyel yasal engellerin veya önemli ve/veya anlamlı bir zaman ihtiyacının bulunması,

-Maliyet yaklaşımının diğer yaklaşımlara bir çapraz kontrol aracı olarak kullanılması,

-Varlığın, maliyet yaklaşımında kullanılan varsayımları son derece güvenilir kılacak kadar yeni oluşturulmuş olması.

Kısmen tamamlanmış bir varlığın değeri genellikle varlığın oluşturulmasında geçen süreye kadar katılan maliyetleri ve katılımcıların varlığın tamamlandığındaki değerinden varlığı tamamlamak için gereken maliyetler ile kar ve riske göre yapılan uygun düzeltmeler dikkate alındıktan sonraki değerine ilişkin beklentileri yansıtacaktır.

Yapılan değerleme çalışmasında OSWE için üç değerleme yöntemi (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi, Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi ve Toplama Yöntemi) kullanılmıştır. Bu yöntemler ile bulunan değerler çeşitli oranlarda ağırlıklandırılarak OSWE'nin Pazar Değeri'ne ulaşılmıştır.

4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan

Pazar Değerinin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği"nin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

Yapılan değerleme çalışmasında OSWE için üç değerleme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı) kullanılmıştır.

4.3.1. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:

Borsadaki kılavuz emsaller yönteminde gösterge niteliğindeki değer belirlenebilmesi için değerleme konusu varlığın aynısı veya benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin bilgilerden istifade edilir.

Bu yöntemle göre bir şirketin Pazar Değeri tespit edilirken şirketin mali tabloları üzerinden belli unsurlar incelenir ve bu unsurların benzer firmalar ile kıyaslanması ile bir fiyata ulaşılır. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nin dayandığı mantık bu olup burada kullanılan ana unsurlar değerleme çalışmamızda "çarpan" olarak tanımlanmıştır. Bu değerleme çalışmasında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde kullanılan başlıca çarpanlar şu şekildedir:

1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (PD/DD),
2. Piyasa Değeri / Net Kar Çarpanı (F/K),
3. Firma Değeri / Net Satışlar Çarpanı (FD/Satışlar),
4. Firma Değeri / Faiz; Amortisman, Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK)
5. Piyasa Değeri / Aktifler

OSWE bir gayrimenkul firması olduğu için burada yer alan çarpanlardan PD/DD ve PD/Aktifler çarpanları kullanılmıştır. Diğer çarpanlar ise OSWE'nin değerlemesi için uygun çarpanlar değildir. Gayrimenkul firmalarının düzenli olarak gelir elde etmeyip proje bazlı çalışıyor olmaları, sahip oldukları gayrimenkulleri perakende usul ile satmayıp bazı dönemlerde satış yapmaları veya satış yapmayı sadece kira geliri elde etmeleri gibi faaliyetleri vardır. Bu çerçevede sektörde dönemlere göre bazı firmalar sadece kira geliri elde ederken bazı firmalar gayrimenkul satışı yapmaktadır. Bu nedenle firmaların çarpanları arasında çok ciddi farklar olmaktadır. Bu nedenle değerleme çalışmasında uygulanabilir çarpanlar PD/DD ve PD/Aktifler çarpanlarıdır.

OSWE için yapılan değerlemede Almanya'da faaliyet göstermekte olan ve Frankfurt Borsası'nda (Kaynak: <https://www.boerse-frankfurt.de/en>) işlem görmekte olan gayrimenkul firmalarının verilerinden yararlanılmıştır. Şirketler aşağıda yer almaktadır:

1. Alstria Office REIT AG
2. TLG Immobilien AG
3. Deutsche Konsum REIT-AG
4. Deutsche EuroShop AG
5. DIC Asset AG
6. Hamborner REIT AG

7. Vonovia SE
8. Fair Value REIT AG
9. PATRIZIA Immobilien AG
10. Corestate Capital Holding SA

Yararlanılan piyasa verileri;

OSWE'nin değerlemesinde baz alınan emsal firmalar ve verileri aşağıda yer almaktadır:

Şirket	Piyasa Değeri	Aktifler	Özkaynaklar	PD/Aktifler	PD/DD	Para Birimi
Alstria Office REIT AG	2.784,39	5.069,84	3.213,89	0,55	0,87	Milyon Euro
TLG Immobilien AG	3.128,06	6.276,07	3.402,19	0,50	0,92	Milyon Euro
Deutsche Konsum REIT-AG	527,40	1.095,06	455,88	0,48	1,16	Milyon Euro
Deutsche EuroShop AG	1.236,84	4.248,54	2.036,70	0,29	0,61	Milyon Euro
DIC Asset AG	1.194,34	3.385,24	1.104,23	0,35	1,08	Milyon Euro
Hamborner REIT AG	732,87	1.304,55	488,31	0,56	1,50	Milyon Euro
Vonovia SE	31.307,83	71.528,70	26.351,10	0,44	1,19	Milyon Euro
Fair Value REIT AG	182,02	323,26	160,72	0,56	1,13	Milyon Euro
PATRIZIA Immobilien AG	1.956,77	1.910,88	1.276,33	1,02	1,53	Milyon Euro
Corestate Capital Holding SA	28,60	1.622,30	819,00	0,02	0,03	Milyon Euro
TOPLAM	43.079,10	96.764,44	39.308,35	0,45	1,10	Milyon Euro
MEDYAN				0,49	1,11	

Kaynak: Frankfurt Borsası ve ilgili şirketlerin bağımsız denetim raporları

Burada yer alan veriler 30 Haziran 2021 tarihli verilerdir. Yani piyasa değerleri ilgili şirketlerin Frankfurt Borsası'nda 30 Haziran 2021 kapanış piyasa değerleri olup aktifler ve özkaynaklar ise ilgili şirketlerin 30 Haziran 2021 tarihli mali tablolarında yer alan tutarlardır.

Burada kullanılan terimler ve açıklamaları şu şekildedir:

Piyasa Değeri (PD)= Sermaye * En Son Kapanış Fiyatı (30 Haziran 2020 tarihli kapanış fiyatları dikkate alınmıştır).

PD/DD = Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Piyasa Değeri/Özkaynak, tüm şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla açıklanmış olan son özkaynak tutarı dikkate alınmıştır.)

PD/Aktifler = Piyasa Değeri/Toplam Aktifler (Varlıklar) Oranı

Sektör verileri incelendiğinde sektörün çarpanları aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

Sektör	Değer
PD/Aktifler (Ortalama)	0,45
PD/DD (Ortalama)	1,10
PD/Aktifler (Medyan)	0,49
PD/DD (Medyan)	1,11

OSWE'nin Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemine göre değeri hesaplanırken OSWE'nin özkaynaklarında düzeltme işlemi uygulanmıştır. Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkulleri mali tablolarında 55.900.000 Avro olarak kayıt altına alınmış olup bunların 29.12.2021 tarihli SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değerleri 93.500.000 Avro seviyesindedir. Bu çerçevede aradaki fark olan 37.600.000 Avro şirketin özkaynaklarına eklenmiş ve bu çerçevede 144.146.328 Avro olan resmi özkaynaklar düzeltme sonrası 181.746.328 Avro seviyesine yükselmiştir. Değerleme çalışmasında düzeltilmiş özkaynak değeri dikkate

alınmıştır. Yine şirketin aktifleri de düzeltmeye tabi tutulmuş ve toplam aktifleri bu artış kadar düzeltilerek 233.614.782 Avro olarak dikkate alınmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne göre değerlendirme yapılırken OSWE'nin verileri şu şekilde hesaplanmıştır:

Özkaynaklar: Şirketin 30 Haziran 2021 tarihli mali tablolarında yer alan resmi özkaynak tutarı 144.146.328 Avro olup değerlendirme çalışmasında düzeltilmiş özkaynak değeri olan 181.746.328 Avro dikkate alınmıştır.

Aktifler: Şirketin 30 Haziran 2021 tarihli mali tablolarında yer alan toplam aktifleri (varlıkları) tutarı 196.014.782 Avrodur. Değerleme çalışmasında ise düzeltme sonrası aktifler olan 233.614.782 Avro dikkate alınmıştır.

Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı ile Değerleme

Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı, bir şirketin hisselerinin Pazar Değerinin şirketin defter değerine (özkaynak) oranıdır. Bu yöntemde şirket değerine ulaşmak için şirketin cari dönemdeki özkaynak toplamı, şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren benzer şirketlerin, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ile çarpılır ve şirket değerine ulaşılır. Bu yöntemde özkaynak olarak OSWE'nin düzeltilmiş özkaynakları olan 181.746.328 Avroluk değer baz alınmıştır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri = Hisse Senedinin Fiyatı/Hisse Başına Defter Değeri

Bu çerçevede PD/DD oranı yöntemine göre Şirket'in Pazar Değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

*Pazar Değeri=Sektör PD/DD * Şirket Düzeltilmiş DD*

Sektör ortalamalarına göre Pazar Değeri

Pazar Değeri =1,10 181.746.328 Avro*

Pazar Değeri = 199.180.798 Avro

Sektör medyanlarına göre Pazar Değeri

Pazar Değeri =1,11 181.746.328 Avro*

Pazar Değeri = 201.204.492 Avro

Her iki çarpan ile elde edilen Pazar Değerlerinin ortalaması 200.192.645 Avrodur.

Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemi ile 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla OSWE'nin Pazar Değeri **200.192.645 Avro** olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri / Aktifler Çarpanı ile Değerleme

Piyasa Değeri / Aktifler Çarpanı, bir şirketin hisselerinin Pazar Değerinin şirketin toplam aktiflerine oranıdır. Bu yöntemde şirket değerine ulaşmak için şirketin cari dönemdeki aktifler toplamı, şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren benzer şirketlerin, Piyasa Değeri/Aktifler oranı ile çarpılır ve şirket değerine ulaşılır. Bu yöntemde OSWE'nin düzeltilmiş aktifleri olan 233.614.782 Avroluk değer dikkate alınmıştır.

Piyasa Değeri/Aktifler = Hisse Senedinin Fiyatı/Hisse Başına Toplam Aktifler

Bu çerçevede PD/Aktifler oranı yöntemine göre Şirket'in Pazar Değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

*Pazar Değeri=Sektör PD/Aktifler * Şirket Düzeltilmiş Aktifler*

Sektör ortalamalarına göre Pazar Değeri

Pazar Değeri =0,45 233.614.782 Avro*

Pazar Değeri = 104.004.270 Avro

Sektör medyanlarına göre Pazar Değeri

Pazar Değeri = 0,49 233.614.782 Avro*

Pazar Değeri = 114.474.448 Avro

Her iki çarpan ile elde edilen Pazar Değerlerinin ortalaması 109.239.359 Avrodur.

Piyasa Değeri/Aktifler yöntemi ile 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla OSWE'nin Pazar Değeri **109.239.359 Avro** olarak hesaplanmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Sonucu

Yukarıda açıklanan esaslar çerçevesinde hesaplanan değerlerin ortalaması alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'ne göre OSWE'nin Pazar Değerine ulaşılmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi OSWE'nin Pazar Değeri Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemine göre **154.716.002 Avro** hesaplanmıştır.

Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi	Ortalama	Medyan
PD/Aktifler	104.004.270	114.474.448
PD/DD	199.180.798	201.204.492
OSWE Pazar Değeri	154.716.002	

4.3.1. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

İNA yönteminde, tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

İNA yönteminin temel adımları:

- değerleme konusu varlığın ve değerlendirme görevinin niteliğine en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.),
- nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi,
- söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması,
- (varsa) kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değerlerin değerlendirme konusu varlık için uygun olup olmadığının; daha sonra da varlığın niteliğine uygun devam eden değerlerin belirlenmesi,
- uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve
- indirgeme oranının varsa devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahmini nakit akışlarına uygulanması şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

OSWE için İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında OSWE yönetimi tarafından sunulan veriler (Business Plan) ve mali tablolar piyasa koşullarına göre yorumlanarak aşağıdaki varsayımlar ve tahminler oluşturulmuştur.

Şirketin temel gelir kaynağı kira gelirleri ve bunun ile ilişkili olan gelirler olup bu çerçevede elinde bulundurduğu gayrimenkulün kira verildiği varsayımı ile değerlendirme yapılmıştır.

Şirketin gayrimenkulünün toplam kiralanabilir alanı 101.958 m²'dir. 2021 yılı ilk 6 aylık döneminde ortalama 76.037 m² seviyesinde gerçekleşmiştir. Yapılan değerlendirme çalışmasında doluluk oranının ilerleyen dönemlerde artarak 2023 yılında %98,67 seviyesine yükseleceği varsayılmıştır.

Dönem	Kiralanabilir Alan	Ortalama Kiralanan Alan	Ortalama Doluluk Oranı
2021 İkinci Yarısı T	101.958 m ²	78.683 m ²	77,17%
2022/12 T	101.958 m ²	94.775 m ²	92,95%
2023/12 T	101.958 m ²	100.600 m ²	98,67%
2024/12 T	101.958 m ²	100.600 m ²	98,67%
2025/12 T	101.958 m ²	100.600 m ²	98,67%

Şirket gelirleri KDV dahil hesaplanmaktadır. Kira gelirlerinin 2021 yılının ikinci yarısında ortalama 63,6 €/m² olacağı ve 2023 yılında ise ortalama 62,0 €/m² olacağı varsayılmıştır. toplam kiralananan alanın artması ile birlikte ortalama birim fiyatın hafif gerileyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede gelecek dönemlerin kira gelirleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Dönem	Ortalama Kiralanan Alan	Ortalama Kira Gelirleri	Kira Gelirleri
2021 İkinci Yarısı T	78.683 m ²	63,6 €/m ²	2.503.432 €
2022/12 T	94.775 m ²	62,8 €/m ²	5.949.000 €
2023/12 T	100.600 m ²	62,0 €/m ²	6.240.000 €
2024/12 T	100.600 m ²	62,0 €/m ²	6.240.000 €
2025/12 T	100.600 m ²	62,0 €/m ²	6.240.000 €

Şirket resmi kayıtlarında yan gelirler de yer almaktadır. Burada yer alan yan gelirler, şirketin kiracılarından almış olduğu elektrik, su, doğalgaz vb. giderlerin bedelleri olup bu giderlerin bir kısmı ise şirket tarafından ödenmektedir. Gayrimenkulün boş olan kısımları ile ilgili ödenmesi gereken bedeller OSWE tarafından ödenmektedir. Bu gelirler dönem içerisinde aylık bazda alınmakla birlikte yılsonunda ise mahsuplaştırma işlemleri yapılmaktadır. Yan gelirler resmi olarak gösterilen gelirler olup bunların giderleri de olduğu için buradan net anlamda bir gelir elde edilmemektedir. Kiralanan alan bazında ortalama yan gelirlerin artan doluluk oranı ile birlikte hafif gerileyerek 2023 yılında 21,5 €/m² seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.

Yapılan değerlendirme çalışmasında yan gelirler aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	Yan Gelirler	Ortalama Yan Gelirler	Toplam Kiralanan Alan
2021 İkinci Yarısı T	911.391 €	23,2 €/m ²	78.683 m ²
2022/12 T	2.026.500 €	21,4 €/m ²	94.775 m ²
2023/12 T	2.166.000 €	21,5 €/m ²	100.600 m ²
2024/12 T	2.166.000 €	21,5 €/m ²	100.600 m ²
2025/12 T	2.166.000 €	21,5 €/m ²	100.600 m ²

Şirketin sahip olduğu gayrimenkulün bir bölümü değerlendirme dönemi öncesinde Interxion FM Service firmasına satılmıştır. Satış işlemi sonrasında gayrimenkulün ayrılma işlemlerine başlanmış olmasına karşın mevcut durumda Interxion FM Service firmasının elektrik, doğalgaz ve su gibi giderleri henüz ayrılmamıştır. Bu giderler ortak olup bu çerçevede bu şirketten de yan gelirler elde edilmektedir. Değerleme çalışmasında bu şirketten elde edilecek olan yan gelirlerin 2021 yılı son 6 ayında 815.010 € olacağı ve sonraki dönemlerde de bu gelirlerin olmayacağı varsayılmıştır. Bu gelirlerin maliyet yansıtılması işlemi de yine aynı döneme ait giderlerde gösterilmiştir.

Şirket giderleri hesaplanırken bu giderler üç ana kategoriye ayrılmıştır: “İşletme Giderleri”, “Pazarlama Giderleri” ve “Genel Yönetim Giderleri”.

İşletme giderleri, şirketin işletmekte olduğu gayrimenkulün faaliyetleri ile ilişkili olan giderlerdir. Bu giderden bir kısmı yan gelirlerin yansıtılması şeklinde olan elektrik, su, doğalgaz vb. giderler olup bunun dışında güvenlik, temizlik, tamir, bakım vb. giderler de oluşmaktadır. İşletme giderleri aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	2021 İkinci Yarı T	2022/12 T	2023/12 T	2024/12 T	2025/12 T
İşletme Giderleri	2.047.105 €	3.513.600 €	3.198.600 €	3.198.600 €	3.198.600 €
Tesis Giderleri (Sabit Ödemeler)	516.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €
Tesis Giderleri (Tamir ve Yatırım)	60.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Tesis Giderleri (Bakım)	96.000 €	192.000 €	192.000 €	192.000 €	192.000 €
Elektrik	802.596 €	1.060.000 €	840.000 €	840.000 €	840.000 €
Gaz	220.000 €	500.000 €	405.000 €	405.000 €	405.000 €
Su	79.002 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Diğer	30.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €
Sigorta	60.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Belediye Temizlik vb. Giderler	25.011 €	33.600 €	33.600 €	33.600 €	33.600 €
Emlak Vergisi	158.496 €	276.000 €	276.000 €	276.000 €	276.000 €

Burada yer alan giderlerden “Tesis Giderleri (Sabit Ödemeler)” şirketin sunmuş olduğu temizlik ve güvenlik gibi giderler olup bu hizmetler dışarıdan alınmaktadır. “Tesis Giderleri (Tamir ve Yatırım)” giderleri ise şirketin yeni bir alanı kiraya vermesi durumunda oluşan ve kiracının ihtiyacına göre yapılan değişikliklerden kaynaklanan giderlerdir.

Pazarlama giderleri, şirketin kiracı bulmak amacıyla çeşitli mecralarda yapmış olduğu reklam giderlerinden oluşmaktadır. Şirket bu kapsamda çoğunlukla internet sitelerine reklamlar vermektedir. Pazarlama giderlerinin yıllık 66.000 € olacağı varsayılmıştır.

Genel Yönetim Giderleri, şirketin esas faaliyetlerini sürdürürken kendi bünyesinde yapmış olduğu ve müşterilerine yansıtmadığı giderlerdir. Maaşlar, danışmanlık, seyahat vb. giderler bu kapsamda yer almaktadır. Bunun yanında daha önce ifade edildiği gibi şirketin gelirleri ve giderleri KDV dahil hesaplandığı için net KDV giderleri burada gider olarak gösterilmiş ve böylece gelirlerden mahsuplaştırma işlemi gerçekleştirilmiştir. Genel yönetim giderleri gelecek dönemler için aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	2021 İkinci Yarı T	2022/12 T	2023/12 T	2024/12 T	2025/12 T
Genel Yönetim Giderleri	949.280 €	2.200.560 €	3.244.800 €	3.244.800 €	3.244.800 €
Ücretler	630.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €
Diğer Personel Giderleri	6.000 €	12.000 €	12.000 €	12.000 €	12.000 €
Telefon	4.500 €	9.000 €	9.000 €	9.000 €	9.000 €
Araç Giderler	9.000 €	18.000 €	18.000 €	18.000 €	18.000 €
Gazete Kitap vb. Giderler	600 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €
Posta	480 €	960 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €
Danışmanlık	12.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €
Seyahat	12.000 €	24.000 €	24.000 €	24.000 €	24.000 €
Sigorta	1.700 €	3.400 €	3.400 €	3.400 €	3.400 €
Eğitim	0 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
Emlakçı Giderleri	27.000 €	54.000 €	54.000 €	54.000 €	54.000 €
Net KDV Ödemesi	246.000 €	756.000 €	1.800.000 €	1.800.000 €	1.800.000 €
Diğer	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €

Şirketin kira gelirleri nedeniyle kurumlar vergisi oranı %15,825 seviyesindedir. Almanya’da kira gelirleri kaynaklı kurumlar vergisi oranı bu seviyede olup gayrimenkul satışı vb. durumlarda ise kurumlar vergisi oranı %32 olmaktadır. Bu çerçevede şirketin esas faaliyet karı üzerinden %15,825 oranında kurumlar vergisi hesaplanmıştır.

Almanya’da kurumlar vergisi ilgili vergi döneminin bitmesinden ortalama 15 ay sonra ödenmektedir. örneğin 2020 yılının kurumlar vergisi 2022 yılı Mart ayında ödenebilmektedir. Bu nedenle kurumlar vergisi tahakkuk tarihi ile ödenme tarihi arasında fark olduğu için değerlendirme çalışmasında kurumlar vergisi 15 ay üzerinden reeskont edilerek ilgili dönemin nakit akışından çıkarılmıştır. Reeskont oranı olarak da şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır.

Dönem	2021 İkinci Yarısı T	2022/12 T	2023/12 T	2024/12 T	2025/12 T
Kurumlar Vergisi Matrahı	1.200.448 €	2.195.340 €	1.896.600 €	1.896.600 €	1.896.600 €
Kurumlar Vergisi	189.971 €	347.413 €	300.137 €	300.137 €	300.137 €
Reeskont Sonrası Kurumlar Vergisi	178.041 €	325.595 €	281.288 €	281.288 €	281.288 €

Şirketin net işletme sermayesi değişimi hesaplanırken şu adımlar izlenmiştir:

1. Şirketin net satışları ve maliyetleri KDV dahil hesaplandığı için ticari alacaklardan ve ticari borçlardan KDV elimine edilmeden hesaplamalar yapılmıştır.
2. Şirketin ticari alacakları ve ticari borçları bağımsız denetim raporlarında detaylı olarak incelenmiş ve sadece ticari faaliyetlerden kaynaklı ticari alacaklar ve ticari borçlar baz alınmıştır. Net işletme sermayesi hesaplamasında baz alınan ticari alacaklar ve ticari borçlar aşağıda gösterilmiş olup şirketin stokları ise bulunmamaktadır.

Dönem	2018/12	2019/12	2020/12	2021/06
Ticari Alacaklar	1.545.916	1.094.751	2.171.777	1.775.471
Ticari Borçlar	1.749.925	2.262.628	692.340	543.320
Ortalama Ticari Alacak	1.320.334	1.633.264	1.973.624	
Ortalama Ticari Borç	2.006.277	1.477.484	617.830	

Burada şirketin geçmiş dönemlerde gayrimenkul satışı gerçekleştirmiş olmasından kaynaklı olarak ticari alacak ve ticari borçları dönemler itibarıyla büyük dalgalanmalar göstermiştir.

Burada yer alan hesaplamalar doğrultusunda şirketin ticari alacak devir süresi ve ticari borç devir süresi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Dönem	2019/12	2020/12	2021/06
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-685.943 €	155.780 €	1.355.794 €
Ortalama Ticari Alacaklar	1.320.334 €	1.633.264 €	1.973.624 €
Ortalama Stoklar	0 €	0 €	0 €
Ortalama Ticari Borçlar	2.006.277 €	1.477.484 €	617.830 €
<i>Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>45,6 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>91,4 gün</i>
<i>Stok Devir Süresi</i>	-	-	-
<i>Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>106,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>31,9 gün</i>

Şirketin gelecek dönemler için ortalama ticari alacak devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresinin 2020 yılı ortalaması olan 54,7 gün ve 66,4 gün olacağı varsayılmıştır.

Dönem	2021 İkinci Yarısı T	2022/12 T	2023/12 T	2024/12 T	2025/12 T
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	74.700 €	4.843 €	-253.436 €	-253.436 €	-253.436 €
Ortalama Ticari Alacaklar	1.267.041 €	1.194.525 €	1.259.003 €	1.259.003 €	1.259.003 €
Ortalama Stoklar	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Ortalama Ticari Borçlar	1.192.342 €	1.189.682 €	1.512.439 €	1.512.439 €	1.512.439 €
<i>Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>
<i>Stok Devir Süresi</i>	-	-	-	-	-
<i>Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1.281.094 €	-69.856 €	-258.279 €	0 €	0 €

Şirketin bakım ve onarım giderleri maliyetlerde gösterilmiş olup bunun yanında şirketin bina geliştirme yatırımı da olacaktır. Bu yatırım, şirketin sahip olduğu gayrimenkulün satışı sonrasında ilgili gayrimenkulün bölünmesinden kaynaklı giderlerden oluşmaktadır. Bu giderler 2021 yılı ikinci yarısı için 900.000 € ve 2022 yılı için 3.000.000 € alınmış olup 2022 yılında tamamlanacaktır. Bu giderlerin vergi avantajı ise %15,825 üzerinden hesaplanmış ve ortalama 2,5 yıl üzerinden (toplam 5 yıl) amortisman ayrılacağı varsayımı ile reeskont edilmiştir ve serbest nakit akışlarına tekrar eklenmiştir.

İNA Değerleme:

İNA, bir şirketin nakit akışı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerleme yöntemi olup bu nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ve mevcut nakit ile birlikte bazı diğer unsurların (projeksiyonda kullanılmayan bazı varlık ve yükümlülükler) mahsuplaştırılması ile oluşan değeri, şirketin Pazar Değeri olarak kabul eder.

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

1. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları
2. Varlık alımı ve yatırım faaliyetlerinden nakit akışı
3. Finansman giderleri kaynaklı nakit akışları
4. İşletme sermayesi değişimi
5. Vergi
6. Sermaye kaynaklı nakit akışları
7. Mevcut net nakit ve projeksiyonda kullanılmayan diğer varlık ve yükümlülükler

Yukarıda geçen her bir unsur için nakit girişi veya nakit çıkışı oluşur. Bu nakit giriş ve çıkışlarının mahsuplaştırılması sonrasında elde edilen nakit akışı tutarları belli bir oran üzerinden (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) bugüne indirgenmesi sonucunda şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirketin gelecek dönemlerde elde edeceği nakit akışları tahmin edilir. Tüm bu nakit akışları bugüne indirgendikten sonra mevcut net nakit (veya net borç) ve bazı unsurlar da mahsuplaştırılarak şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

OSWE için oluşturulan indirgenmiş nakit akışları yönteminde OSWE'nin gelecek dönemlerde elde edeceği satış gelirleri ve faaliyetler ile alakalı giderler tahmin edilmiş ve bu tutarlar baz alınarak elde edilecek nakit akışları tespit edilmiştir.

Değerleme çalışmasında nakit akışları yıllara göre tutarları hesaplanmış ve her yılın nakit akışı bugüne indirgenmiştir. Oluşan değerden ise OSWE'nin mevcut bazı varlık ve yükümlülükleri de mahsuplaştırılarak Pazar Değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışmasında OSWE'nin sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılmıştır.

Değerlemede kullanılan indirgeme oranı olarak “**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)**” kullanılmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin formülü aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times \frac{D}{E + D}$$

E : Özsermaye (Equity)

D : Toplam Finansal Borç (Debt)

k_d : Borçlanma Maliyeti (veya Finansal Borçlanma Maliyeti – cost of debt)

k_e : Özsermaye Maliyeti (cost of equity)

Özsermaye maliyetleri aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Ülke Risk Primi} + \text{Şirket Risk Primi}$$

R_f : Risksiz Getiri Oranı

R_m : Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

$(R_m - R_f)$: Sermaye Piyasası Risk Primi

Beta: Hisse senedi piyasasındaki genel dalgalanmalara göre belirli bir hisse senedine ait fiyat dalgalanmalarının tarihi değişmesini temsil eden katsayıdır.

Hesaplamalar yapılırken risksiz faiz oranı olarak Almanya 10 yıllık Hazine tahvil getirisi olan -%0,203 baz alınmıştır (Kaynak: Bloomberg).

Sermaye piyasası getiri beklentisi %7,58 alınmıştır. Sermaye piyasası getiri beklentisi hesaplanırken Almanya borsa endeksi olan DAX endeksinin son 10 yıldaki getiri oranları ortalaması hesaplanmış ve yine aynı tarihlere ait Almanya 10 yıllık Hazine tahvilinin getirisi ile arasındaki farklar bulunmuştur. Daha sonra bu farkların ortalaması olan %7,58'lik fark sermaye piyasası getiri beklentisi olarak dikkate alınmıştır.

Tarih	DAX Endeksi Kapanış	DAX Endeksi Yıllık Değişim	Almanya 10 Yıllık Gösterge Faiz
31 Aralık 2010	6.914,19		
31 Aralık 2011	5.898,35	-14,7%	1,816%
31 Aralık 2012	7.612,39	29,1%	1,306%
31 Aralık 2013	9.552,16	25,5%	1,941%
31 Aralık 2014	9.805,55	2,7%	0,541%
31 Aralık 2015	10.743,01	9,6%	0,635%
31 Aralık 2016	11.481,06	6,9%	0,208%
31 Aralık 2017	12.917,64	12,5%	0,427%
31 Aralık 2018	10.558,96	-18,3%	0,246%
31 Aralık 2019	13.236,38	25,4%	-0,187%
31 Aralık 2020	13.718,78	3,6%	-0,575%
ORTALAMA		8,2%	0,6%
FARK		7,58%	

Sermaye piyasası risk primi $(R_m - R_f)$ hesaplanırken sermaye piyasası getiri beklentisi olan %7,58'den risksiz faiz oranı olan -%0,203 çıkarılarak %7,79'luk orana ulaşılmıştır.

Ülke risk primi olarak 30 Haziran 2021 tarihli Almanya CDS primi olan %0,1026 alınmıştır.

Şirket risk primi %3 olarak alınmıştır. Şirketin halka açık olmaması ve gerekli görüldüğü durumda hisselerinin kolaylıkla elden çıkarılamayacak olması sebebi ile şirket risk primi %3 olarak alınmıştır.

Şirket betası hesaplanırken şirketin halka açık olmaması sebebi ile Frankfurt Borsası'nda işlem görmekte olan emsal firmaların beta katsayıları baz alınmıştır. Bu şirketler ve beta katsayıları aşağıdaki gibidir:

Şirket	Beta
Alstria Office REIT AG	0,72
TLG Immobilien AG	0,59
Deutsche Konsum REIT-AG	0,17
Deutsche EuroShop AG	0,92
DIC Asset AG	0,94

Hamborner REIT AG	0,43
Vonovia SE	0,45
Fair Value REIT AG	0,15
PATRIZIA Immobilien AG	0,64
Corestate Capital Holding SA	0,96

Kaynak: Frankfurt Borsası

Burada yer alan şirketlerin betaları hesaplanırken son 3 yıllık (01 Temmuz 2018 ve 30 Haziran 2021 tarihleri arasında) günlük bazda değişimleri alınmış olup bunların Almanya Frankfurt Borsası ana endeksi olan DAX endeksine göre değişimlerini gösteren betaları baz alınmıştır.

Değerleme çalışmasında yukarıda yer alan firmaların borç/özsermaye oranları üzerinden sektörün kaldıraçsız betasına ulaşılmıştır.

Bu şirketlerin kaldıraçsız betası aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Şirket (mn EUR)	Beta	Özkaynaklar	Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
Alstria Office REIT AG	0,72	3.214	1.709	53,2%	0,53
TLG Immobilien AG	0,59	3.402	665	19,5%	0,52
Deutsche Konsum REIT-AG	0,17	456	571	125,2%	0,09
Deutsche EuroShop AG	0,92	2.037	1.338	65,7%	0,64
DIC Asset AG	0,94	1.104	1.724	156,1%	0,46
Hamborner REIT AG	0,43	488	707	144,8%	0,21
Vonovia SE	0,45	26.351	27.561	104,6%	0,26
Fair Value REIT AG	0,15	161	79	49,1%	0,11
PATRIZIA Immobilien AG	0,64	1.276	185	14,5%	0,58
Corestate Capital Holding SA	0,96	819	511	62,4%	0,67
Sektör	0,53	39.308	35.050	89,2%	0,331

Kaynak: Frankfurt Borsası

Tabloda yer alan para birimleri “milyon Avro” cinsindendir.

Kaldıraçsız beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - \text{Kurumlar Vergisi Oranı}) * \frac{\text{Finansal Borç}}{\text{Özkaynak}}}$$

Kurumlar vergisi oranı Almanya’da %32’dir.

Tabloda görüldüğü gibi sektör firmalarının kaldıraçsız betası 0,331 olarak tespit edilmiştir.

Değerleme çalışmasında OSWE’nin özkaynakları düzeltilmiş özkaynak değeri olan 181.746.328 Avro alınmıştır.

OSWE’nin kaldıraçlı betası aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi 0,351 hesaplanmıştır.

Kaldıraçsız Beta	0,331
Şirketin Finansal Borcu	16.255.062
Şirketin Özsermayesi	181.746.328
Şirket Borç / Özkaynak	%8,9
Kaldıraçlı Beta	0,351

Yukarıdaki hesaplamalar çerçevesinde şirketin özsermaye maliyeti %5,64 olarak tespit edilmiştir.

Şirketin finansal borçlanma oranı Avro bazında %3,25'tir. Bu orandan vergi oranı da düşüldüğünde şirketin borçlanma maliyeti %2,21 olarak hesaplanmıştır. Kurumlar vergisi oranı Almanya'da %32 olup şirketin kira gelirleri nedeniyle kurumlar vergisi oranı %15,825 seviyesindedir. Almanya'da kira gelirleri kaynaklı kurumlar vergisi oranı bu seviyede olup gayrimenkul satışı vb. durumlarda ise kurumlar vergisi oranı %32 olmaktadır. Bu çerçevede şirketin esas faaliyet karı üzerinden %15,825 oranında kurumlar vergisi hesaplanmaktadır.

Yapılan hesaplamalar çerçevesinde şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Risksiz Getiri Oranı (Almaya 10 Yıllık Tahvil)	-0,203%	
Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi (R_m)	7,58%	
Ülke Risk Primi	0,1026%	
Sermaye Piyasası Risk Primi (R_m-R_f)	7,79%	
Kaldıraçsız Beta	0,331	
Kaldıraçlı Beta	0,351	
Şirket Risk Primi	3,00%	
Özsermaye Maliyeti	5,64%	
k_e	: Özkaynak maliyeti	5,64%
k_d	: Vergi öncesi borçlanma maliyeti	3,25%
D	: Finansal borç miktarı	8,21%
E	: Özkaynak miktarı	91,79%
T	: Vergi oranı	15,825%
WACC	: AOSM	5,40%

Değerleme çalışmasında OSWE'nin 2025 yılına kadar elde edeceği nakit akışları tahmin edilmiştir. Sonraki dönemler için ise sabit bir getiri oranı üzerinden OSWE'nin sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır. Değerleme tarihi 30 Haziran 2021 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Şirketin kira gelirleri ve bununla ilişki olan diğer gelirleri hesaplandıktan sonra maliyetler de şirketin sunmuş olduğu projeksiyonlar çerçevesinde oluşturulmuştur. Bu çerçevede 2025 yılına kadar oluşacak nakit akışları tahmin edilmiştir. Şirketin 2025 yılına kadarki nakit akışları şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilmiş ve bu serbest nakit akışlarının toplam bugünkü değeri 6.998.300 € hesaplanmıştır.

Değerlemede 2025 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer büyüme oranı %0 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır. Değerleme Avro bazlı yapılmakta olup bu kapsamda devam eden değer büyüme oranı %0 olarak alınmıştır.

$$Devam Eden Değer = NA * \frac{1 + g}{i - g}$$

NA: Nakit akışı (2025 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%0)

i: İndirgeme Oranı (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)

$$Devam Eden Değer = 1.615.553 * \frac{1 + \%0}{\%5,40 - \%0} = 29.928.985 €$$

Bu tutar, 2025 yılına indirgenmiş değer olup bu tutarın bugüne indirgenmiş değeri olan 23.623.660 € OSWE'nin Pazar Değerine eklenmiştir.

Nakit akışlarının bugünkü değeri ve devam eden değer bulunduktan sonra OSWE'nin diğer bazı varlık ve yükümlülükleri ise Pazar Değerinden mahsuplaştırılmıştır.

Bu kapsamda:

1. OSWE'nin nakit ve nakit benzeri Pazar Değerine eklenmiştir. Bunun toplam tutarı 1.941.312 € seviyesindedir.
2. Şirketin finansal borçları toplam 16.255.062 € olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
3. Şirketin finansal duran varlıkları toplam 3.400.000 € olup bunlar banka mevduatlarından oluştuğu için nakit ve nakit benzeri gibi Pazar Değerine eklenmiştir.
4. Şirketin ticari alacakları toplam 134.745.922 € olarak kayıt altına alınmış olmakla beraber bunların büyük çoğunluğu şirketin finansman amacıyla ilişkili firmalara sunmuş olduğu tutarlardan oluşmaktadır. Net işletme sermayesi hesaplamasında bunun sadece ticari faaliyetler ile ilişkili olan kısmı projeksiyonda dikkate alınmış olup kalan 132.970.451 € tutar ise şirketin ilişkili firmalardan finansal alacaklarıdır. Bu tutarlar Pazar Değerine eklenmiştir.
5. Yatırım amaçlı gayrimenkuller toplam 55.900.000 € olarak kayıt altına alınmış olup gayrimenkul değerlendirme raporunda ise değeri 93.500.000 € seviyesindedir. Değerleme çalışmasında bu gayrimenkulün elde tutulup kira geliri elde edileceği varsayıldığı için yatırım amaçlı gayrimenkuller sınıfı olarak dikkate alınmıştır.
6. Şirketin geçmiş dönemlerden kalan vergi borcu 24.473.725 € olup bu borç 2022 yılı Mart ayında ödeneceği için 9 ay üzerinden reeskont edilmiş ve böylece 23.527.509 € olarak Pazar Değerinden düşülmüştür.
7. Kısa vadeli karşılıklar 1.018.822 € olup Pazar Değerinden düşülmüştür.
8. Şirketin gayrimenkulünün satılmayacağı varsayılarak projeksiyon yapıldığı için gayrimenkul satışı ile ilişkili vergi karşılığı Pazar Değerinden düşülmemiştir. Kalan kısım olan 8.370 € ise ertelenmiş vergi yükümlülüğü olarak Pazar Değerinden düşülmüştür.
9. Diğer kısa vadeli yükümlülükler toplam 453.112 € olup Pazar Değerinden düşülmüştür.

Aşağıda yer aldığı gibi 30 Haziran 2021 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre OSWE'nin Pazar Değeri 127.670.848 € hesaplanmıştır.

Dönem	2021 İkinci Yarı T	2022/12 T	2023/12 T	2024/12 T	2025/12 T
Kiralanabilir Alan	101.958 m²	101.958 m²	101.958 m²	101.958 m²	101.958 m²
Ortalama Kiralanan Alan	78.683 m²	94.775 m²	100.600 m²	100.600 m²	100.600 m²
Ortalama Doluluk Oranı	77,17%	92,95%	98,67%	98,67%	98,67%
Ortalama Kira Gelirleri	63,6 €/m²	62,8 €/m²	62,0 €/m²	62,0 €/m²	62,0 €/m²
Gelirler	4.229.833 €	7.975.500 €	8.406.000 €	8.406.000 €	8.406.000 €
Kira Gelirleri	2.503.432 €	5.949.000 €	6.240.000 €	6.240.000 €	6.240.000 €
Yan Gelirler	911.391 €	2.026.500 €	2.166.000 €	2.166.000 €	2.166.000 €
Interxion FM Service	815.010 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Giderler	3.029.385 €	5.780.160 €	6.509.400 €	6.509.400 €	6.509.400 €
İşletme Giderleri	2.047.105 €	3.513.600 €	3.198.600 €	3.198.600 €	3.198.600 €
Tesis Giderleri (Sabit Ödemeler)	516.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €	1.032.000 €
Tesis Giderleri (Tamir ve Yatırım)	60.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Tesis Giderleri (Bakım)	96.000 €	192.000 €	192.000 €	192.000 €	192.000 €
Elektrik	802.596 €	1.060.000 €	840.000 €	840.000 €	840.000 €
Gaz	220.000 €	500.000 €	405.000 €	405.000 €	405.000 €
Su	79.002 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Diğer	30.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €
Sigorta	60.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €	120.000 €
Belediye Temizlik vb. Giderler	25.011 €	33.600 €	33.600 €	33.600 €	33.600 €
Emlak Vergisi	158.496 €	276.000 €	276.000 €	276.000 €	276.000 €
Pazarlama Giderleri	33.000 €	66.000 €	66.000 €	66.000 €	66.000 €
Genel Yönetim Giderleri	949.280 €	2.200.560 €	3.244.800 €	3.244.800 €	3.244.800 €
Ücretler	630.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €	1.260.000 €
Diğer Personel Giderleri	6.000 €	12.000 €	12.000 €	12.000 €	12.000 €
Telefon	4.500 €	9.000 €	9.000 €	9.000 €	9.000 €
Araç Giderler	9.000 €	18.000 €	18.000 €	18.000 €	18.000 €
Gazete Kitap vb. Giderler	600 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €
Posta	480 €	960 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €
Danışmanlık	12.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €	60.000 €
Seyahat	12.000 €	24.000 €	24.000 €	24.000 €	24.000 €
Sigorta	1.700 €	3.400 €	3.400 €	3.400 €	3.400 €
Eğitim	0 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
Emlakçı Giderleri	27.000 €	54.000 €	54.000 €	54.000 €	54.000 €
Net KDV Ödemesi	246.000 €	756.000 €	1.800.000 €	1.800.000 €	1.800.000 €
Diğer	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Faaliyet Karı (Amortisman Hariç)	1.200.448 €	2.195.340 €	1.896.600 €	1.896.600 €	1.896.600 €
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>28,4%</i>	<i>27,5%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,6%</i>
Kurumlar Vergisi Matrahı	1.200.448 €	2.195.340 €	1.896.600 €	1.896.600 €	1.896.600 €
Kurumlar Vergisi	189.971 €	347.413 €	300.137 €	300.137 €	300.137 €
Reeskont Sonrası Kurumlar Vergisi	177.888 €	325.316 €	281.047 €	281.047 €	281.047 €
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	74.700 €	4.843 €	-253.436 €	-253.436 €	-253.436 €
Ortalama Ticari Alacaklar	1.267.041 €	1.194.525 €	1.259.003 €	1.259.003 €	1.259.003 €
Ortalama Stoklar	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Ortalama Ticari Borçlar	1.192.342 €	1.189.682 €	1.512.439 €	1.512.439 €	1.512.439 €
<i>Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>	<i>54,7 gün</i>
<i>Stok Devir Süresi</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>	<i>66,4 gün</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1.281.094 €	-69.856 €	-258.279 €	0 €	0 €
Yatırım Harcamaları	900.000 €	3.000.000 €	0 €	0 €	0 €
Yatırım Harcamaları Vergi Avantajı	124.884 €	416.279 €	0 €	0 €	0 €
Serbest Nakit Akışları	1.528.538 €	-643.841 €	1.873.832 €	1.615.553 €	1.615.553 €
İskonto Oranı	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
İskonto Katsayısı	0,97	0,92	0,88	0,83	0,79
İSKONTOLU NAKİT	1.569.250 €	-696.669 €	2.137.032 €	1.941.931 €	2.046.756 €
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	6.998.300 €				
Devam Eden Değer	23.623.660 €				
Nakit ve Nakit Benzeri	1.941.312 €				
Finansal Borçlar	-16.255.062 €				
Finansal Duran Varlıklar	3.400.000 €				
Finansal Alacaklar	132.970.451 €				
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0 €				
Vergi Borcu	-23.527.509 €				
Kısa Vadeli Karşılıklar	-1.018.822 €				
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-453.112 €				
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-8.370 €				
PAZAR DEĞERİ	127.670.848 €				

4.3.2. Maliyet Yaklaşımı

Toplama Yöntemi:

Dayanak varlık yöntemi olarak da nitelendirilen toplama yöntemi, genellikle yatırım şirketleri veya değer in esasen sahip oldukları payların değerinin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılır.

Toplama yönteminin temel adımları:

- değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi,
- değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması şeklindedir.

Toplama yöntemine göre bir şirketin Pazar Değeri, o şirketin varlıklarının değeri ile yükümlülüklerinin değeri arasındaki farka eşittir. Bilançoda yer alan varlıklar ile yükümlülüklerin değerleri arasındaki fark, şirketin öz sermayesini verir. Buna karşın bu farkların değerleri ise öz sermayenin değerini, yani şirketin Pazar Değerini verir. Bu yöntemle göre şirketin gayrimenkulleri, iştirakleri, ticari alacakları vb. varlıkları değerlemeye tabi tutulur. Parasal tutarlar (alacaklar, borçlar vb.) bugünkü değerleri ile, gayrimenkuller ekspertiz değerleri ile ve diğer varlık ve yükümlülükler ise uygun yöntemler ile değerlemeye tabi tutulur. Böylece aradaki fark, şirketin Pazar Değeri olarak alınır.

Firmalar bilançolarını genellikle maliyet esaslı tutarlar. Örneğin satın alınan bir arsanın değeri yıllar geçse de bilançoda yine satın alma değeri ile görünür. Bunun sebebi, şirketlerin bu süreçte ilgili gayrimenkulü yeniden değerlemeye tabi tutmamasıdır. Bu gayrimenkul satışa çıkarıldığında bilançoda görünen değeri ile değil, güncel değeri ile satılacaktır. Şirketlerin bilançolarında buna benzer birçok varlık bulunmaktadır.

Toplama yöntemi her şirket için kullanılabilirken özellikle holdingler, GYO'lar, yatırım ortaklıkları vb. kurumlar için daha fazla kullanılır.

OSWE için hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda OSWE'nin mali tablolarının Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına göre hazırlanmış olup değerlendirme çalışmasında bazı düzeltme işlemleri yapılmıştır. Bu nedenle OSWE'nin Toplama Yöntemi ile oluşan Pazar Değeri, özsermaye değerinden farklı çıkmıştır.

OSWE için oluşturulan Toplam Yöntemi tablosu aşağıda olup tabloda yapılan düzeltme işlemleri aşağıdaki gibidir:

- Şirketin ticari alacak ve ticari borçları reeskonta tabi tutulmuştur. Reeskont oranı olarak şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olan %5,40 baz alınmıştır.

Reeskont işlemi için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\text{Reeskont Sonrası Değer} = \frac{\text{Resmi Değer}}{(1 + \text{Reeskont Oranı})^{\frac{\text{Reeskont Gün Sayısı}}{365}}}$$

- Şirketin ticari alacakları ve ticari borçları reeskonta tabi tutulmuştur. Bu işlem için değerlendirme dönemi olan 30 Haziran 2021 tarihli ortalama ticari alacak devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi baz alınmıştır. Ticari alacak devir süresi 91,4 gün ve ticari borç devir süresi 31,9 gün olarak dikkate alınmıştır.
- Ticari alacaklar reeskont edilirken bunların içerisinde yer alan 132.970.451 € tutarındaki finansal alacaklar reeskont edilmemiş ve sadece ticari işlemlere konu olan alacak kısmı reeskont edilmiştir.
- Yatırım amaçlı gayrimenkuller bağımsız denetim raporunda 55.900.000 Avro olup bunların değeri ise 29.12.2021 tarihli SRV-2112112 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değer olan 93.500.000 Avro alınmıştır.

5. Dönem karı vergi yükümlülüğü toplam 24.473.725 € olup bu tutarlar 2022 yılı Mart ayında ödeneceği için 9 ay üzerinden reeskont edilmiştir.
6. Burada sayılan kalemler dışında kalan tüm varlık ve yükümlülükler kayıtlı değerleri üzerinden dikkate alınmıştır.

Şirket için oluşturulan Toplama Yöntemi Tablosu aşağıda yer almaktadır. Tablodaki tüm değerler Avro para birimi ile gösterilmiştir.

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
Dönen Varlıklar		
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.941.312	1.941.312
Finansal Duran Varlıklar	3.400.000	3.400.000
Ticari Alacaklar	134.745.922	134.722.693
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	0	0
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	140.087.234	140.064.005
Duran Varlıklar		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	55.900.000	93.500.000
Maddi Duran Varlıklar	27.548	27.548
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	55.927.548	93.527.548
Kısa Vadeli Yükümlülükler		
Kısa vadeli borçlanmalar	3.268.362	3.268.362
Ticari Borçlar	543.320	540.832
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24.473.725	23.527.509
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.018.822	1.018.822
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	453.112	453.112
Satış amaçlı elde tutulan varlıklarla doğrudan ilişkili yükümlülükler	0	0
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	29.757.341	28.808.637
Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Uzun vadeli borçlanmalar	12.986.700	12.986.700
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	9.124.413	9.124.413
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	22.111.113	22.111.113
PAZAR DEĞERİ		182.671.803

Yukarıdaki gibi hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda da görüldüğü gibi OSWE'nin Pazar Değeri **182.671.803 €** olarak tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

OSWE Pazar Değeri

OSWE için yapılan değerlendirme çalışmasında üç yöntem kullanılmıştır. Her üç yöntem ile elde edilen değerler ve ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	127.670.848	0%	0
Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	154.716.002	0%	0
Toplama Yöntemi	182.671.803	100%	182.671.803
PAZAR DEĞERİ			182.671.803

Tabloda görüldüğü gibi İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi %0 ve Toplama Yöntemi ise %100 oranda ağırlıklandırılmıştır. Şirket gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermekte olup faaliyetleri incelendiğinde şirketin gayrimenkulü işleterek kira gelirleri elde etmesi sonucunda oluşan serbest nakit akışlarının bugünkü değeri, ilgili gayrimenkulün satışı sonucunda oluşan değer altında kalmaktadır. Bu kapsamda şirketin faaliyetlerini kira gelirleri kapsamında sürdürmesi yerine gayrimenkulü satması daha makul bir durum olarak kabul edilmiştir. Bu çerçevede İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ile elde edilen Pazar Değeri %0 oranında ağırlıklandırılmıştır. Yine şirkete emsal teşkil eden ve Borsa’da işlem görmekte olan firma verileri incelendiğinde (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi) her bir firmanın farklı bir yapıya sahip olması ve gelir tablosunu baz alan çarpanların bu yöntemde kullanılamaması gibi sebepler ile Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi değerlendirme çalışmasında %0 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda OSWE’nin Pazar Değeri 182.671.803 Avro olarak tespit edilmiştir.

5.2. Kullanılan değer esası

OSWE’nin değerlemesinde Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi), Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır. Daha sonra bu yöntemler ile elde edilen değerler sırasıyla %100, %0 ve %0 oranlarında ağırlıklandırılarak OSWE’nin Pazar Değerine ulaşılmıştır. Değerleme çalışmamızın 5.1. maddesinde yer alan sebeplerden ötürü OSWE’nin nihai Pazar Değeri hesaplanırken bu şekilde bir ağırlıklandırma yapılmıştır.

5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan

Görüşümüze göre OSWE’nin Pazar Değerinin tespiti için yapılan bu çalışmada kullanılan veriler ve yöntemler güvenilir, adil, uygun ve makul olup görüşümüzü oluşturmak için yeterli ve uygun bir dayanak oluşturmaktadır.

İş bu rapor 33 sayfa ve eklerinden oluşmaktadır.

Yılmaz Güney
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
31 Aralık 2021, İstanbul, Türkiye

Kenan Çılman
Denetçi Yardımcısı

6. RAPOR EKLERİ

- Beyan
- Finansal Tablolar
- Değerleme Sözleşmesi
- Bağımsız Denetim Raporları
- Gayrimenkul Değerleme Raporu