



cutting through complexity™

Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye Kurumsal Finansman

15 Kasım 2012



Borova Yapı Endüstri A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Borova Yapı Endüstri A.Ş. ("Borova" veya "Müşteri") tarafından Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.'nin ("Yeşil İnşaat" veya "Şirket") 30 Haziran 2012 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") Şirket Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Yeşil İnşaat ve iştiraklerine ait geçmiş dönem finansalları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş döneme ait mali tablolar ve finansal veriler üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Rapor'da sunulan geçmiş döneme ait finansal veriler, tarafımıza Şirket Yönetimi tarafından temin edilmiş olup bu verilerin ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geçmiş dönem finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşmiş olma sorumluluğu sadece Şirket'e aittir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Değerleme raporumuz Hedef Şirket'in değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Borova ve düzenleyici otoriteler (Sermaye Piyasası Kurulu) kullanımı ile sınırlıdır. Yukarıda yazılanlar dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor'un muhatabı Borova olarak kalacaktır.

Bulgularımızın, Yeşil İnşaat için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

İstanbul, 15 Kasım 2012

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

A.Ş	Anonim Şirketi	MWh	Mega Watt Saat (Enerji Birimi)
BANİS	Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi	NAD	Net Aktif Değeri
Borova	Borova Yapı Endüstri A.Ş.	Ortadoğu Enerji	Ortadoğu Enerji
Dolar	ABD Doları	ÖD	Özsermaye Değeri
EPDK	Enerji Piyasaları Denetleme Kurulu	PD	Piyasa Değeri
EUR	Avro	SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kazanç	ŞD	Şirket Değeri
FED	ABD Merkez Bankası	TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
FÖK	Faiz Öncesi Kazanç	TL	Türk Lirası
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	TRY	Türk Lirası
H2 20XX	1 Temmuz ile başlayıp 31 Aralık itibariyle sona eren dönem	USD	ABD Doları
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası	VAFÖK	Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kazanç
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı	VFÖK	Vergi ve Faiz Öncesi Kazanç
KDV	Katma Değer Vergisi	WACC	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
KWh	Kilo Watt Saat(Enerji Birimi)	Yeşil İnşaat	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
M2	Metrekare	YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
		Zincir Yapı	Zincir Yapı Proje Geliştirme Ltd. Şti

**Projeden sorumlu KPMG
tarafındaki ilgili kişilerin iletişim
bilgileri:**

Hande Şenova
Kurumsal Finansman
Ortak, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 90 00
Fax: + 90 216 681 90 90
hsenova@kpmg.com

Burak Yıldırım
Kurumsal Finansman
Müdür, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 90 00
Fax: + 90 216 681 90 90
burakyildirim@kpmg.com

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Hazırlanış temeli

- KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”), Borova Yapı Endüstri A.Ş. (“Borova” veya “Müşteri”) tarafından Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.’nin (“Yeşil İnşaat” veya “Şirket”), 30 Haziran 2012 itibariyle değer aralığının belirlenmesinde görevlendirilmiştir.
- Bu değerlendirme raporu Borova Yönetimi’nin KPMG’ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.
- Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan mali tahminlerin, Şirket Yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır.
- Analizler sonucunda hesaplanan özkaynak değerleri, değerlemeye konu Şirket’lere üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü partilerin ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri özkaynak değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.

Sözleşme şartları

- Bu rapor, KPMG ile Borova arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 15 Mayıs 2012 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG’nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.
- Bulgularımızın, Şirket’e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.
- Değerleme raporumuz Hedef Şirket’in operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Borova ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu) kullanımı ile sınırlıdır. Yukarıda yazılanlar dışında bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor’un muhatabı Borova olarak kalacaktır.

- Yeşil Şirketler Topluluğu başlıca enerji, inşaat ve gayrimenkul alanlarında faaliyet göstermektedir.
- İnşaat sektöründe 1992'de faaliyete başlayan Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş. Yeşil Plaza'nın yanı sıra Türkiye'nin özel sektörde gerçekleştirilen en büyük projelerinden biri olan Innovia'nın da yaratıcısıdır.
- Yeşil İnşaat'ın fiili faaliyet konusu müteahhitlik hizmeti olup inşaat ve taahhüt işi yapmaktadır.
- Yeşil İnşaat ayrıca iştiraki olan Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş' nin (Yeşil GYO) taahhüt işlerini yapmaktadır.
- Yeşil İnşaat'ın bağlı menkul kıymet iştirak yapısı aşağıdaki gibidir:
 - Yeşil GYO (iştirak oranı %15.63)
 - Borova Yapı Endüstrisi A.Ş. (iştirak oranı %12.0)
 - Zincir Yapı Proje Geliştirme Ltd.Şti (iştirak oranı %25.0)
 - Televersal Bilgi Teknolojileri ve İletişim A.Ş (iştirak oranı %33.22)
 - Ortadoğu Enerji (iştirak oranı %2.0)
- Zincir Yapı'nın faaliyet konusu yurt içinde ve yurt dışında arsa ve araziler üzerinde kat karşılığı ve özel yap sat türü konut, işyeri, ticarethane, iş merkezi inşaatları yapmak, satmak, kiralamak, kiraya vermek hizmetlerini gerçekleştirmektedir.

Yeşil İnşaat - Ortaklık Yapısı (30.06.2012)

Şirket	Ödenmiş sermaye (TL)	(%)
Kamil Engin Yeşil	9,100,000	91.0%
Emel Yeşil Küçükçolak	795,000	8.0%
Fatma Yücel Yeşil	80,000	0.8%
Cengiz Dilli	20,000	0.2%
Alaittin Silaydın	5,000	0.1%
Ödenmiş sermaye	10,000,000	100.0%

Kaynak: Şirket Yönetimi & Denetim Raporu

Yeşil İnşaat Temel Finansal Göstergeler

('000 TL)	2010	2011	2012-6 ay
Satış Gelirleri	102,809	189,886	119,404
<i>Büyüme Oranı (%)</i>	-	85%	19%
Satışların Maliyeti	(93,887)	(176,116)	(104,736)
<i>Satışların Maliyeti / Satış Gelirleri (%)</i>	91%	93%	88%
Brüt Kar/(Zarar)	8,922	13,770	14,668
<i>Brüt Kar / Satış Gelirleri (%)</i>	9%	7%	12%
Faaliyet Giderleri	7,355	(14,325)	(11,599)
<i>Faaliyet Giderleri / Satış Gelirleri (%)</i>	(7%)	8%	10%
Faaliyet Karı/(Zararı)	16,277	(555)	3,069
<i>Faaliyet Karı / Satış Gelirleri (%)</i>	16%	(0%)	3%
VAFÖK	17,026	355	3,597
<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	17%	0%	3%

Kaynak: Şirket Yönetimi & Denetim Raporu

- Yeşil İnşaat'ın devam etmekte olan projeleri;
 - ✓ Innovia 2.2 Etap
 - ✓ Innovia 3. Etap
 - ✓ Innovia 4. Etap
- Yeşil İnşaat'ın Zincir Yapı dolayısı ile ortağı olduğu projeleri;
 - ✓ Fako İş kuleleri
 - ✓ Ispartakule
- Yeşil İnşaat'ın planlanan projeleri;
 - ✓ Zekeriya köy Innovia Villa
- Yeşil İnşaat, INNOVIA markasının sahibidir.
- Televersal Bilgi Teknolojileri ve İletişim A.Ş'nin 30 Haziran 2012 tarihi itibarı ile fiili faaliyeti bulunmamaktadır.

Yeşil İnşaat - Varlıklar (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,871	-	1,871
Finansal Yatırımlar	0	-	-
Ticari Alacaklar	4,362	-	4,362
Diğer Alacaklar	41,279	-	41,279
Stoklar	33,332	-	33,332
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	71,372	-	71,372
Diğer Dönen Varlıklar	44,357	-	44,357
	196,573	-	196,573
Duran Varlıklar			
Ticari Alacaklar	31,430	-	31,430
Diğer Alacaklar	718	-	718
Finansal Yatırımlar	65,361	123,386	188,747
Yatırım Amaçlı gayrimenkuller	48,872	-	48,872
Devam Etmekte olan Projeler	-	69,726	69,726
Maddi Duran Varlıklar	3,821	-	3,821
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132	-	132
Innovia Marka Değeri ¹	-	33,610	33,610
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,946	-	2,946
Diğer Duran Varlıklar	2,172	-	2,172
	155,451	226,723	382,174
Toplam Varlıklar	352,025	226,723	578,747

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Toplam Varlıklar	352,025	226,723	578,747
Toplam Yükümlülükler	334,191	-	334,191
Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri (30.06.2012)	17,834	226,723	244,556

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

- Sonraki bölümlerde detaylı şekilde aktarılacağı üzere Yeşil İnşaatın özkaynak değerinin hesaplanmasında Net Aktif Değer Yöntemi, Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Özkaynak Yöntemi'ne yer verilmiş ve Yeşil İnşaat'ın faaliyetleri ve şirket yapısını göz önüne alınarak en doğru yöntemin Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji olduğuna tarafımızca karar verilmiştir.
- Yeşil İnşaat'ın 30.06.2012 tarihli denetim raporuna göre toplam varlıklar 352.0 milyon TL'dir. Net Aktif Değeri ("NAD") metodu çerçevesinde Yeşil İnşaat'ın toplam aktiflerinin değeri tarafımızca 578.7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.
- Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile toplam yükümlülükleri 334.2 milyon TL'dir.
- Net Aktif Değeri metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri yandaki tabloda sunulduğu gibi, **244.6 milyon TL**'dir.
- Finansal Yatırımların detayı bir sonraki sayfada belirtilmektedir ve ilgili değerlendirme analizleri ilerleyen bölümlerde Net Varlık Değeri (NAD) metodolojisi bölümünde detaylı olarak yer almaktadır.
- Devam Etmekte olan Projelerin detayı bir sonraki sayfada belirtilmektedir ve ilgili değerlendirme analizleri ilerleyen bölümlerde Net Varlık Değeri (NAD) metodolojisi bölümünde detaylı olarak yer almaktadır.
- ¹ Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markasının değerlendirme çalışmasının detayları sayfa 50'de yer almaktadır.

Finansal Yatırımlar (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Borova Yapı End. A.Ş. (%12.0 ortaklık payı)	2,205	-38	1 2,167
Yeşil GYO A.Ş. (A ve B grubu hisseler) (%15.63 ortaklık payı)	38,664	-6,015	2 32,650
Ortadoğu Enerji San. Tic. A.Ş. (%2.0 ortaklık payı)	4,929	246	3 5,175
Televersal Bilgi Teknolojileri ve İletişim A.Ş. (%33.22 ortaklık payı)	3,188	-	3,188
Zincir Yapı Ortaklığı A.Ş. (%25 ortaklık payı)	16,375	129,193	4 145,568
<i>Ispartakule Projesi</i>	-	-	14,264
<i>Fako İş Kuleleri Projesi</i>	-	-	129,950
<i>Zincir Yapı Net Nakit/(Borç)</i>	-	-	1,354
Finansal Yatırımlar	65,361	123,386	188,747

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Devam Etmekte olan Projeler (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Innova 2.2 (Parsel 49 & 54) Projesi	-	2,879	2,879
Innova 3 Projesi	-	8,067	8,067
Innova 4 Projesi	5 -	22,751	22,751
Innovia Zekeriyaköy Villa Projesi	-	36,029	36,029
Toplam devam etmekte olan projeler	-	69,726	69,726

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Binalar	2,182	-	2,182
Sarıyer / Uskumru Kıztaşı Mevkii	2,680	-	2,680
Sarıyer / Uskumru Kayış Kıran Mevkii	4,185	-	4,185
Çorlu / Velimeşe Mevkii	3,500	-	3,500
Çorlu / Marmaracak Mevkii	1,600	-	1,600
Zeytinburnu / Merkezefendi Mevkii	34,725	-	34,725
Toplam yatırım amaçlı gayrimenkuller	48,872	-	48,872

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

- 1 Borova'nın piyasa değeri doğrultusunda düzeltme yapılmıştır. Sayfa 47'de detaylı çalışma sunulmaktadır.
- 2 Yeşil GYO için yapılan değerlendirme analizlerine göre düzeltme yapılmıştır. Değerleme sonuçları sayfa 43'de belirtilmektedir.
- 3 Ortadoğu Enerji için yapılan değerlendirme analizlerine göre düzeltme yapılmıştır. Değerleme sonuçları sayfa 36'de belirtilmektedir.
- 4 Ispartakule (sayfa 22) ve Fako (sayfa 23) değerlendirme analizlerine göre düzeltilmiştir.
- 5 Yeşil İnşaat Innovia devam etmekte olan projelerin değerlemeleri sayfa 14 - 20 arasında bulabilirsiniz.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

- KPMG Kurumsal Finansman tarafından Yeşil İnşaat özsermaye değer aralığının belirlenmesi için Piyasa Çarpanları, Özkaynak Değeri ve Net Aktif Değeri ("NAD") metodolojileri dikkate alınmıştır. Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji uygulanması aşamasında mevcut projelerin ve Yeşil İnşaat iştiraklerinin değerlendirilmesinde ayrıca İndirgenmiş Nakit akımı ("INA"), Piyasa Çarpanları ve Piyasa Değeri metodolojilerine de yer verilmiştir.

Değerleme Metodu	İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi	<p>INA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir, böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.</p> <p>Kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("WACC"), bu oran mevcut finanse etme yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir.</p>
	Piyasa çarpanları metodolojisi	<p>Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç ("sürdürülebilir kazanç") öngörür ve bu kazançlara uygun benzer şirketlerin çarpanlarını uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç faktörleri Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar ("VAFÖK") ve Vergi Faiz Öncesi Kar ("VFÖK")'dır.</p> <p>Birebir benzer şirket bulunarak karşılaştırma yapılması ve istisnai durumların elimine edilmesi gerekir.</p>
	Özkaynak metodolojisi	<p>Özkaynak metodolojisinde toplam değer, değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış mali tablolarında belirtilen defter değeri yani özkaynak tutarıdır.</p> <p>Özsermaye değeri yalnızca değerlendirme tarihi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir ve pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır. Borova'nın o an itibarıyla kayıtlı defter değerini yansıtır.</p>
	Piyasa değeri metodolojisi	<p>Hisselerin toplam piyasa değeri, halka açık bir şirketin hisse birim fiyatının tedavüldeki hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Hisse senedi birim fiyatı sürekli değiştiğinden ve şirketlerin tedavüldeki hisse senedi adedi de birbirinden çok farklı olduğundan hisselerin toplam piyasa değeri, karşılaştırma yapılması açısından birim hisse fiyatından daha anlamlıdır.</p>
	Net aktif değer metodolojisi	<p>Net aktif değer metodunda ("NAD") varlıkların defter değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır. Başka bir deyişle, bütün varlıkların satılıp borçların tümü ödendikten sonra elde kalan tutarın hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Net aktif değer belirlenebilmesi için bilanço kalemlerinde bazı düzeltmeler yapılır, burada amaç şirketin değerini belirlemektir.</p>

İsim haklarından kurtulma yöntemi (Relief from Royalties)

- Net Aktif Değeri yöntemi içerisinde, Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markasının değerlendirilmesi için İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi (Relief from Royalties) kullanılmıştır.
- İsim Haklarından Kurtulma (Relief from Royalties) metodu en çok kullanılan marka değerlendirme metodları arasında yer almaktadır.
- Bu metolla değerlendirme yapılırken, markaya sahip olunmayıp, markanın kullanımı karşılığında bir telif hakkı (royalty) bedeli ödendiği varsayılmaktadır.

İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi

İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi (Relief from Royalty)



İsim haklarından kurtulma (Relief from Royalties) yöntemi satışların belli bir oranını telif hakkı oranı olarak hesaplamakta ve geleceğe dönük olarak tahmin edilen satış rakamlarına uygulanmaktadır. Satış miktarının telif hakkı oranı ile çarpılarak elde edilen değer bugüne iskonto edilmesi markanın o andaki değerini vermektedir.

Kullanılan indirim/iskonto oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("WACC"), bu oran mevcut finansman yapısından ziyade istenilen/hedeflenen finansman yapısı baz alınarak hesaplanmaktadır.

- Bu konuda uygulanacak telif hakkı oranını (Royalty Rate) belirlemek için farklı yöntemler söz konusudur.
- Bu Rapor'da Innovia Markası'nı kullanma karşılığında Yeşil GYO'nun satış gelirleri üzerinden Yeşil İnşaat'a ödediği %3'lük marka kullanım bedeli (royalty rate) hesaplamalara alınmıştır. Mevcut durumda Innovia markasını kullanan tek firma Yeşil GYO'dur.
- Marka değeri hesaplamasında genel uygulamada Yeşil GYO'nun satışları baz alınmaktadır. İsim hakkı için ödenmesi gereken bedel Yeşil GYO'nun geleceğe dönük satış projeksiyonlarının bahsi geçen kullanım bedeli ile çarpılması ve değerlendirme tarihine iskonto edilmesi ile hesaplanmaktadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi

- Net Aktif Değer Metodolojisi

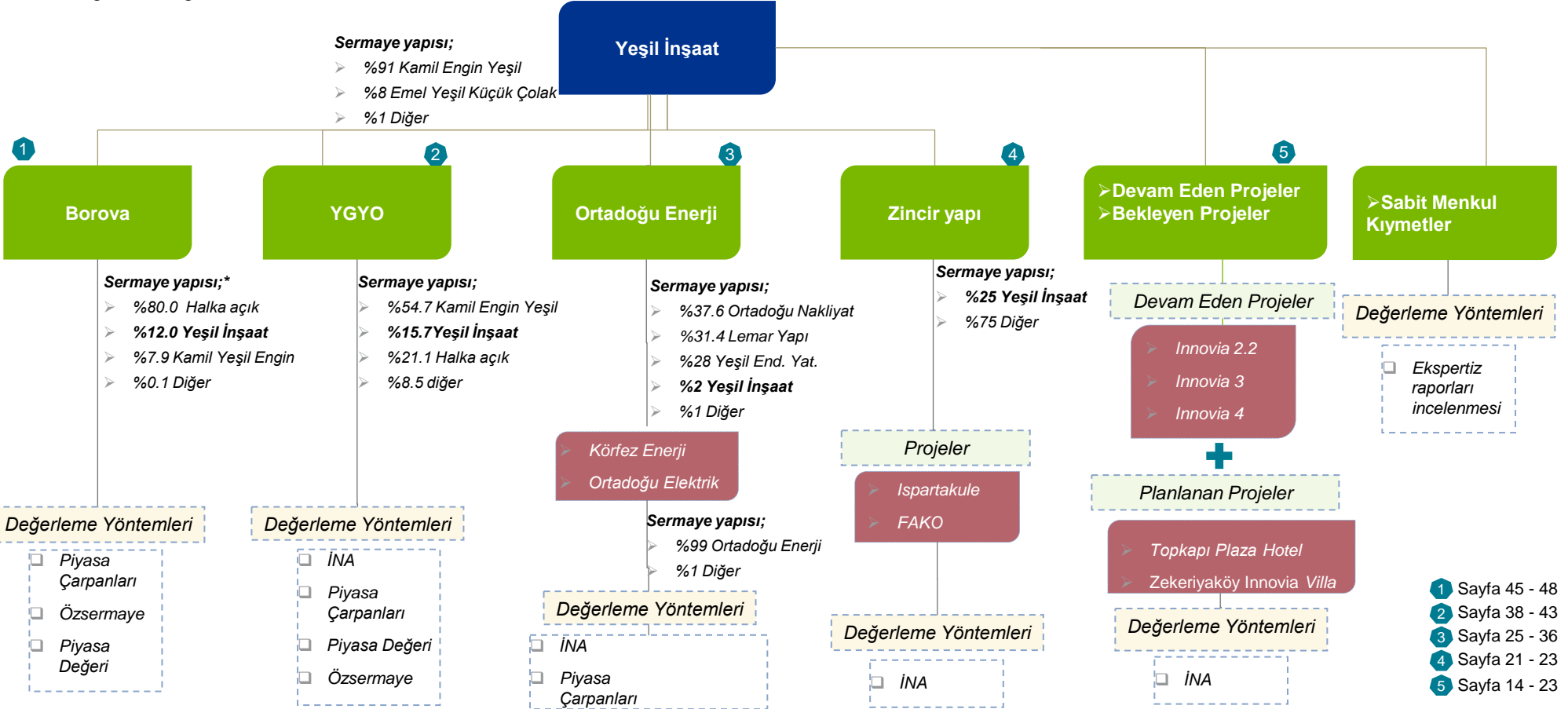
- > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
- > Ortadoğu Enerji
- > Yeşil GYO
- > Borova
- > Innovia Marka Değeri
- > Sonuç

- Piyasa Çarpanları Metodolojisi

- Özsermaye Metodolojisi

- Ekler

- Yeşil İnşaat'ın Net Aktif Değeri ("NAD") metodolojisine göre özsermaye değerinin belirlenmesi aşamasında Yeşil İnşaat'ın mevcut projelerin ve iştiraklerinin değerlendirilmesinde İndirgenmiş Nakit akımı ("İNA"), Piyasa Çarpanları, Piyasa Değeri ve Özkaynak Değeri ve metodolojilerine yer verilmiştir.
- Aşağıdaki grafik, Yeşil İnşaat'ın Net Aktif Değeri ("NAD") metodolojisine göre özsermaye değerinin belirlenmesinde proje ve iştiraklerin hangi metodolojiler ile değerlendirileceğini belirtmektedir.



- 1 Sayfa 45 - 48
- 2 Sayfa 38 - 43
- 3 Sayfa 25 - 36
- 4 Sayfa 21 - 23
- 5 Sayfa 14 - 23

- *Yukarıda açıklanan Borova'nın sermaye yapısı değerlendirme tarihi 30 Haziran 2012'den sonra sermaye artırımını yapıldığı için güncel (yani 30.09.2012) sermaye yapısını göstermektedir.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Innovia 2. Etap 2. Faz Projesi Değerleme Karnesi

İş veren	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yüklenici taraf	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
Sözleşmenin konusu	Yükleniciye İş'in direkt giderleri üzerinden %7 Genel Gider, Direkt Gider ve Genel Gider toplamı üzerinden de %7 Yüklenici kar payı aylık hakedişler olarak ödenecektir.
Sözleşme Bedeli	İnşaat işinin direkt giderleri, Yüklenici genel giderleri ve kar payı dahil tespit edilmiş ve 1. Keşif bedeli KDV hariç 120,000,000 TL'dir. Yüklenici Sözleşme Bedelinin %30 fazlasına veya %30 eksikliğine kadar işleri tamamlamakla yükümlüdür.
Arsa	İstanbul İli Esenyurt İlçesi, Yeşilkent Mahallesi, Nazım Hikmet Bulvarı üzerindeki 2947 ada, 54 parselde ve 2947 ada 49 parselde yer alan, Innovia 2. Etap 2. Fazı inşa edilmek üzere projelendirilmiş bulunan arsa
İnşaat Alanı (m2)	175,067
Brüt Satılabilir Alanlar (m2)	125,628
Yeşil İnşaat için öngörülen maliyet (TL)	132,797,852
Yeşil İnşaat için öngörülen hakediş (TL)	142,093,701
İnşaata başlama tarihi	Eylül 2010
İnşaatin tamamlanma tarihi	Kasım 2013

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile Innovia 2.2 Etap Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Innovia 2.2 Etap Projesi Maliyet Kırılımı						
(Bin TL)	Birim	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Maliyetler						
Hafriyat İşleri	20 TL/m3	(4,460)	(864)	(864)	-	
Temel Altı ve İksa Kazıkları	235 TL/m	(17,390)	(4,512)	(4,512)	-	
Betonarme İşleri		(39,975)	(7,029)	(5,904)	(1,125)	
İzolasyon ve Yalıtım İşleri	6 TL/m2	(1,050)	(180)	(172)	(7)	
Duvar İmalatları	28 TL/m3	(3,223)	(1,145)	(888)	(257)	
Cephe Kaplama ve Pencere İmalatları		(5,968)	(4,557)	(3,779)	(778)	
Zemin Kaplamaları ve Diğer İnce İşler	60 TL/m2	(11,057)	(6,656)	(5,291)	(1,365)	
Elektrik İşleri (Asansörler Dahil)	50 TL/m2	(9,306)	(5,484)	(3,402)	(2,082)	
Mekanik İşleri	100 TL/m2	(18,060)	(11,075)	(7,178)	(3,897)	
Kapılar	435 adet	(2,701)	(2,404)	(1,979)	(425)	
Dolaplar	800 adet	(2,080)	(1,856)	(1,664)	(192)	
Peyzaj İşleri	3.5 %	(3,867)	(3,867)	(826)	(3,041)	
Altyapı İşleri	3.5 %	(3,867)	(3,062)	(758)	(2,305)	
Diğer Küçük İmalatlar	1.0 %	(1,105)	(749)	(239)	(510)	
Proje yapım maliyeti		(124,110)	(53,441)	(37,457)	(15,984)	
Proje indirekt giderler (%7,00)		(8,688)	(3,741)	(2,622)	(1,119)	
Innovia 2.2 Etap toplam proje yapım maliyeti		(132,798)	(57,182)	(40,079)	(17,103)	

Innovia 2.2 Etap Projesi - Yeşil İnşaat Proje Yüklenici Karı					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Yeşil İnşaat proje yüklenici karı (%7)	9,296	4,003	2,806	1,197	

Innovia 2.2 Etap Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Yeşil İnşaat proje yapım maliyeti - nakit çıkışları	(132,798)	(73,686)	(40,703)	(30,944)	(2,038)
Yeşil İnşaat hakediş gelirleri - nakit girişi	142,094	76,120	47,515	27,701	904
Yeşil İnşaat Net Nakit Akışı	9,296	2,434	6,812	(3,243)	(1,135)
İndirgeme oranı (WACC)			14.2%		
Bugünkü değer katsayısı			0.97	0.88	0.77
Bugüne indirilmiş değerler			6,599	(2,840)	(870)
Innova 2.2 Etap projesinin bugünkü değeri (Yeşil İnşaat'a yansıyan bölümü)			2,879		

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- %14.2'luk indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Innovia 2.2 Etap Projesi'nden oluşan değerlerin Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **2.9 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Maliyetler Ödeme Vadeleri	Miktar
30 gün sonraki ödemeler	15%
60 gün sonraki ödemeler	15%
90 gün sonraki ödemeler	30%
120 gün sonraki ödemeler	40%

- Yeşil İnşaat'ın maliyetlerde ödeme koşulları 30-60-90-120 gün vadelerde yukarıdaki tabloda gözüktüğü gibidir.
- Yeşil İnşaat'ın aylık hak ediş gelirleri 30-60-90 günlük vadelerde 1/3'lük dilimlerle halindedir.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Innovia 3. Etap Projesi Değerleme Karnesi

İş veren	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yüklenici taraf	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
Sözleşmenin konusu	Yükleniciye İş'in direkt giderleri üzerinden %7 Genel Gider, Direkt Gider ve Genel Gider toplamı üzerinden de %7 Yüklenici kar payı aylık hakedişler olarak ödenecektir. İnşaat işinin direkt giderleri, Yüklenici genel giderleri ve kar payı dahil tespit edilmiş ve 1. Keşif bedeli KDV hariç 250,000,000 TL'dir. Yüklenici Sözleşme Bedelinin %30 fazlasına veya %30 eksikğine kadar işleri tamamlamakla yükümlüdür.
Sözleşme Bedeli	İstanbul İli Büyükçekmece İlçesi, Ekşinoz Mahallesi, Ekşinoz Köyü'nde 2945 ada, 35 parselde yer alan Innovia 3. etabı inşa edilmek üzere projelendirilmiş arsadır.
Arsa	
İnşaat Alanı (m2)	373,658
Brüt Satılabilir Alanlar (m2)	266,788
Yeşil İnşaat öngörülen giderler toplamı (TL)	287,219,487
Yeşil İnşaat öngörülen hakedişler toplamı (TL)	307,324,851
İnşaata başlama tarihi	Kasım 2011
İnşaata tamamlanma tarihi	Eylül 2013

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile Innovia 3. Etap Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Innova 3. Etap Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Analizi						
(Bin TL)	Birim	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Maliyetler						
Hafriyat İşleri	20 TL/m3	(19,000)	(4,275)	(4,275)	-	
Temel Altı ve İksa Kazıkları	270 TL/m	(29,160)	(6,561)	(6,561)	-	
Betonarme İşleri		(76,699)	(30,680)	(18,408)	(12,272)	
İzolasyon ve Yalıtım İşleri	9 TL/m2	(3,363)	(2,186)	(1,009)	(1,177)	
Duvar İmalatları	23 TL/m3	(5,655)	(4,383)	(1,979)	(2,404)	
Cephe Kaplama ve Pencere İmalatları		(15,747)	(13,719)	(4,370)	(9,348)	
Zemin Kaplamaları ve Diğer İnce İşler	80 TL/m2	(29,893)	(29,145)	(6,726)	(22,419)	
Elektrik İşleri (Asansörler Dahil)	53 TL/m2	(19,617)	(18,636)	(5,395)	(13,242)	
Mekanik İşleri	83 TL/m2	(30,827)	(28,977)	(8,169)	(20,808)	
Kapılar	465 adet	(12,462)	(12,462)	(2,492)	(9,970)	
Dolaplar	1200 adet	(8,760)	(8,760)	(1,752)	(7,008)	
Peyzaj İşleri	3.5 %	(8,049)	(8,049)	-	(8,049)	
Altyapı İşleri	3.5 %	(8,049)	(7,807)	(1,610)	(6,197)	
Diğer Küçük İmalatlar	0.5 %	(1,150)	(862)	(345)	(517)	
Proje yapım maliyeti		(268,429)	(176,502)	(63,091)	(113,411)	
Proje endirekt giderler (%7,00)		(18,790)	(12,355)	(4,416)	(7,939)	
Innovia 3. Etap toplam proje yapım maliyeti		(287,219)	(188,857)	(67,507)	(121,349)	

Innovia 3. Etap Projesi - Yeşil İnşaat Proje Yüklenici Karı					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Proje yüklenici karı (%7)	20,105	13,220	4,726	8,494	

Innovia 3. Etap - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Yeşil İnşaat proje yapım maliyeti - nakit çıkışları	(287,219)	(210,090)	(52,500)	(153,675)	(3,915)
Yeşil İnşaat hakediş gelirleri - nakit akışı	307,325	217,823	61,988	155,835	-
Yeşil İnşaat Net Nakit Akışı	20,105	7,733	9,488	2,160	(3,915)
İndirgeme oranı (WACC)			14.2%		
Bugünkü değer katsayısı			0.97	0.88	0.77
Bugüne indirilmiş değerler			9,179	1,892	(3,003)
Innovia 3. Etap projesinin bugünkü değeri (Yeşil İnşaat'a yansıyan bölümü)			8,067		

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- %14.9'luk indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Innovia 3 Projesi'nden oluşan değer in Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **8.1 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Maliyetler Ödeme Vadeleri	Miktar
30 gün sonraki ödemeler	15%
60 gün sonraki ödemeler	15%
90 gün sonraki ödemeler	30%
120 gün sonraki ödemeler	40%

- Yeşil İnşaat'ın maliyetlerde ödeme koşulları 30-60-90-120 gün vadelerde yukarıdaki tabloda gözüktüğü gibidir.
- Yeşil İnşaat'ın aylık hakediş gelirleri 30-60-90 günlük vadelerde 1/3'lük dilimler halindedir.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Innovia 4. Etap Projesi Değerleme Karnesi

İş veren / Arsa maliki	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yüklenici taraf	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
Sözleşmenin konusu	Yükleniciye İş'in direkt giderleri üzerinden %7 Genel Gider, Direkt Gider ve Genel Gider toplamı üzerinden de %7 Yüklenici kar payı aylık hakedişler olarak ödenecektir. İnşaat işinin direkt giderleri, Yüklenici genel giderleri ve kar payı dahil tespit edilmiş ve 1. Keşif bedeli KDV hariç 350,000,000 TL'dir. Yüklenici Sözleşme Bedelinin %30 fazlasına veya %30 eksikğine kadar işleri tamamlamakla yükümlüdür.
Sözleşme Bedeli	İstanbul İli Büyükçekmece İlçesi, Ekşinoz Mahallesi, Ekşinoz Köyü'nde 2945 ada, 31 parselde yer alan Innovia 4. etabı inşa edilmek üzere projelendirilmiş arsadır.
Arsa	
İnşaat Alanı (m2)	540,000
Brüt Satılabilir Alanlar (m2)	377,029
Yeşil İnşaat öngörülen giderler toplamı (TL)	389,646,428
Yeşil İnşaat öngörülen hakedişler toplamı (TL)	416,921,678
İnşaata başlama tarihi	Mart 2012
İnşaata tamamlanma tarihi	Nisan 2014

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile Innovia 4. Etap Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Innova 4. Etap Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Analizi						
(Bin TL)	Birim	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Maliyetler						
Hafriyat İşleri	20 TL/m3	(21,700)	(16,275)	(9,765)	(6,510)	-
Temel Altı ve İksa Kazıkları	270 TL/m	(48,600)	(38,880)	(26,730)	(12,150)	-
Betonarme İşleri		(99,727)	(87,760)	(35,902)	(51,858)	-
İzolasyon ve Yalıtım İşleri	6 TL/m2	(3,240)	(2,592)	(1,053)	(1,215)	(324)
Duvar İmalatları	23 TL/m3	(6,638)	(6,638)	(1,991)	(4,381)	(266)
Cephe Kaplama ve Pencere İmalatları		(17,187)	(17,187)	(778)	(14,998)	(1,411)
Zemin Kaplamaları ve Diğer İnce İşler	80 TL/m2	(43,200)	(43,200)	(4,320)	(25,920)	(12,960)
Elektrik İşleri (Asansörler Dahil)	53 TL/m2	(28,350)	(28,350)	(5,103)	(18,428)	(4,820)
Mekanik İşleri	83 TL/m2	(44,550)	(44,550)	(8,019)	(28,958)	(7,574)
Kapılar	550 adet	(12,100)	(12,100)	-	(7,260)	(4,840)
Dolaplar	1250 adet	(15,375)	(15,375)	-	(9,225)	(6,150)
Peyzaj İşleri	3.5 %	(10,962)	(10,962)	-	(7,125)	(3,837)
Altyapı İşleri	3.5 %	(10,962)	(10,742)	(658)	(7,892)	(2,192)
Diğer Küçük İmalatlar	0.5 %	(1,566)	(1,488)	(235)	(940)	(313)
Proje yapım maliyeti		(364,156)	(336,098)	(94,554)	(196,859)	(44,685)
Proje indirekt giderler (%7,00)		(25,491)	(23,527)	(6,619)	(13,780)	(3,128)
Innovia 4. Etap toplam proje yapım maliyeti		(389,646)	(359,625)	(101,173)	(210,639)	(47,813)

Innovia 4. Etap Projesi - Yeşil İnşaat Proje Yüklenici Karı					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Proje yüklenici karı (%7)	27,275	25,174	7,082	14,745	3,347

Innovia 4. Etap Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")					
(Bin TL)	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014
Yeşil İnşaat proje yapım maliyeti - nakit çıkışları	(389,646)	(386,134)	(75,091)	(219,716)	(91,328)
Yeşil İnşaat hakediş gelirleri - nakit akışı	416,922	408,984	93,251	234,291	81,442
Yeşil İnşaat Net Nakit Akışı	27,275	22,850	18,161	14,575	(9,886)
İndirgeme oranı (WACC)			14.2%		
Bugünkü değer katsayısı			0.97	0.88	0.77
Bugüne indirilmiş değerler			17,569	12,765	(7,583)
Innovia 4. Etap projesinin bugünkü değeri (Yeşil İnşaat'a yansıyan bölümü)			22,751		

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- %14.2'luk indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Innovia 4. Etap Projesi'nden oluşan değerler Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **22.7 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Maliyetler Ödeme Vadeleri	Miktar
30 gün sonraki ödemeler	15%
60 gün sonraki ödemeler	15%
90 gün sonraki ödemeler	30%
120 gün sonraki ödemeler	40%

- Yeşil İnşaat'ın maliyetlerde ödeme koşulları 30-60-90-120 gün vadelerde yukarıdaki tabloda gözüktüğü gibidir.
- Yeşil İnşaat'ın aylık hakediş gelirleri 30-60-90 günlük vadelerde 1/3'lük dilimler halindedir.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile Innovia Zekeriyaköy Villa Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Innovia Zekeriyaköy Villa Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA") Analizi								
('000 TL)	Tüm proje toplamı	Tahmini dönem toplam	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017
Maliyetler								
Arsa Satınalma Maliyeti	(18,250)	-	-	-	-	-	-	-
Hafriyat işleri	(700)	(560)	(560)	-	-	-	-	-
Betonarme işleri	(2,659)	(2,526)	(1,994)	(532)	-	-	-	-
İzolasyon & cephe işleri	(478)	(478)	(359)	(120)	-	-	-	-
Bölme duvarlar, ince işler	(1,363)	(1,363)	(313)	(1,049)	-	-	-	-
Mekanik, elektrik ve altyapı işleri	(1,593)	(1,545)	(446)	(1,099)	-	-	-	-
Diğer bina içi imalatlar	(1,046)	(1,046)	-	(1,046)	-	-	-	-
Dış işler	(1,081)	(1,081)	-	(1,081)	-	-	-	-
Öngörülmeyen giderler	(268)	(225)	(112)	(112)	-	-	-	-
Mobilizasyon	(138)	-	-	-	-	-	-	-
Proje yönetim, endirektler, merkez ofis vs	(413)	(347)	(174)	(174)	-	-	-	-
Projelendirme ve tasarım giderleri	(92)	(18)	(18)	-	-	-	-	-
Harçlar, ruhsat, rüsumlar vs	(92)	-	-	-	-	-	-	-
Demobilizasyon ve teslimler	(92)	(92)	-	(92)	-	-	-	-
Satış, pazarlama ve reklam giderleri	(300)	(210)	(114)	(96)	-	-	-	-
Diğer giderler	(100)	(84)	(42)	(42)	-	-	-	-
Finansman giderleri	(312)	(259)	(144)	(116)	-	-	-	-
Proje Yatırım Maliyetleri	(28,976)	(9,834)	(4,276)	(5,558)				
Yeşil İnşaat - Öngörülen maliyet akışı (nakit çıkış)	(28,976)	(10,608)	(3,138)	(7,249)	(221)	-	-	-
Yeşil İnşaat - Öngörülen Gelirler (nakit giriş)	61,612	56,042	11,621	16,383	16,173	7,279	4,564	22
Yeşil İnşaat - Öngörülen nakit akışı	32,635	45,434	8,483	9,134	15,953	7,279	4,564	22
İndirgeme oranı (WACC)			14.2%					
Bugünkü değer periyot hesaplaması			0.3	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Bugünkü değer katsayısı			0.97	0.88	0.77	0.67	0.59	0.52
Bugüne indirilmiş değerler			8,206	8,000	12,237	4,890	2,685	11
Innovia Zekeriyaköy Villa projesinin bugünkü değeri			36,029					

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- Innovia Zekeriyaköy Villa Projesi'nde yüklenici taraf olarak görev alan Yeşil İnşaat projenin tüm gelir ve giderlerini kendi üstlenmiştir..
- %14.2'lük indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Innovia Zekeriyaköy Villa Projesi'nden oluşan değerın Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **36.0 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.
- Yeşil İnşaat'ın maliyetlerde ödeme koşulları 30-60-90-120 gün vadelerde yukarıdaki tabloda görüldüğü gibidir.
- Yeşil İnşaat'ın aylık hakediş gelirleri 30-60-90 günlük vadelerde 1/3'lük dilimlerle halindedir.

Maliyetler Ödeme Vadeleri	Miktar
30 gün sonraki ödemeler	15%
60 gün sonraki ödemeler	15%
90 gün sonraki ödemeler	30%
120 gün sonraki ödemeler	40%

- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Fako İş Kuleleri Projesi Değerleme Karnesi

İş veren / Arsa maliki	Turgut İlaçları A.Ş.
Yüklenici taraf	Zincir Yapı ve Proje Geliştirme Sanay. ve Ticaret LTD. Şirketi
Sözleşme	Gayrimenkul Satış Vaadi ve Kat Karşılığı İnşaat Yapım ve Paylaşım Sözleşmesi
Arsa	Toplam 20,982 m2 yüzölçümlü ve halen "Fako İlaç Tesisleri" olarak bilinen Gayrimenkullerin tamamını ifade etmektedir.
Sözleşmenin konusu	Arsa Maliki, Yüklenici'ye Arsa'yı üzerine bina yapmak üzere tahsis edecek, Yüklenici ise inşaatı tamamlayacak ve inşa edilecek bina %50 -%50 oranında taraflar arasında şerefiyelendirme esaslarına göre paylaşılacaktır.
İnşaat Alanı (m2)	140,355
Brüt Satılabilir Alanlar (m2)	90,600
Zincir Yapı öngörülen giderler toplamı (USD)	213,963,957
Zincir Yapı öngörülen gelirler toplamı - Zincir Yapı Payı (USD)	594,526,825
İnşaat başlama tarihi	2012 yılı
İnşaatın tamamlanma tarihi	2016 yılı

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Fako İş Kuleleri Projesi Yeşil İnşaat'ın %25 oranında ortağı olduğu Zincir Yapı'nın yüklenici taraf olarak görev aldığı bir projedir.

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibarı ile Fako İş Kuleleri Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Zincir Yapı'nın 30 Haziran 2012 tarihi itibarı ile toplam net nakit pozisyonu 5.4 milyon TL'dir ve bu tutar Zincir yapının özsermaye değerine ulaşılırken Fako ve Ispartakule projelerinin toplam değerine Yeşil İnşaat'ın payı olan %25 oranında eklenecektir.

Fako İş Kuleleri Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Analizi

(Bin ABD Doları)	Birim	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014	2015	2016
Giderler (nakit akış)								
İnşaat imalatlar öncesi ve harici giderler	342 \$/m2	(59,210)	(17,930)	(4,965)	(6,630)	(3,162)	(1,847)	(1,325)
İnşaat imalat giderleri	895 \$/m2	(154,753)	(153,654)	(13,246)	(33,629)	(43,554)	(49,104)	(14,121)
Fako Projesi Toplam Giderler (Bin ABD Doları)	1,237 \$/m2	(213,964)	(171,583)	(18,211)	(40,259)	(46,716)	(50,951)	(15,446)
Gelirler (nakit akış)								
Zincir Yapı Toplam Satış Gelirleri	\$/m2	594,527	594,527	-	37,930	125,751	107,128	323,717
Zincir Yapı Kiralama Gelirleri	\$/m2	-	-	-	-	-	-	-
Zincir Yapı Toplam Gelirler (nakit akış) (Bin ABD Doları)		594,527	594,527	-	37,930	125,751	107,128	323,717
Zincir Yapı KDV muhasıplaştırması		-	-	(3,145)	94	3,051		
Zincir Yapı Toplam Nakit Akımı (Bin ABD Doları)		380,563	422,943	(21,356)	(2,235)	82,086	56,177	308,271
İndirgeme oranı (WACC)				11.2%				
Bugünkü değer katsayısı				0.97	0.90	0.81	0.73	0.65
Bugüne indirilmiş değerler				(20,798)	(2,011)	66,423	40,892	201,853
Fako İş Kuleleri projesinin bugünkü değeri - Zincir Yapı'ya yansıyan bölümü (Bin ABD Doları)				286,360				
Fako İş Kuleleri projesinin bugünkü değeri - Zincir Yapı'ya yansıyan bölümü (Bin TL)				519,800				
Yeşil İnşaat'ın Zincir Yapı'daki payı								25%
Fako projesinin Yeşil İnşaat'a düşen değeri (Bin TL)								129,950

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- Fako İş Kuleleri Projesi'nde yüklenici taraf olarak görev alan Zincir Yapı, arsa maliki Turgut İlaçları A.Ş. ile %50 - %50 oranında Gayrimenkul Satış Vaadi ve Kat Karşılığı İnşaat Yapım ve Paylaşım Sözleşmesi imzalamıştır.
- ABD Doları bazında hesaplanan Fako İş Kuleleri Projesi'nin değeri 30.06.2012 tarihli Dolar/TL çapraz kuru (1.8152) üzerinden TL'ye çevrilmiştir. (Kaynak: www.tcmb.gov.tr)
- Projeksiyonlar ABD Doları bazında temin edilmiş, dolayısı ile ABD Doları bazında indirgeme oranı hesaplanmıştır.
- %11.2'lik indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Fako Projesi'nden oluşan değer Zincir Yapının %25 hissesine sahip olan Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **130.0 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.
- Zincir Yapı'nın 30 Haziran 2012 tarihi itibarı ile toplam net nakit pozisyonu 5.4 milyon TL'dir.

Zincir Yapı Net Nakit/(Borç) pozisyonu

(30.06.2012)	(Bin TL)
Nakit Ve Nakit Benzerleri	5,917
Finansal Borç	(500)
Net Nakit/(Borç)	5,417

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Ispartakule Projesi Yeşil İnşaat'ın %25 oranında ortağı olduğu Zincir Yapı'nın yüklenici taraf olarak görev aldığı bir projedir.

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile Ispartakule Proje'sinin gerçekleşen rakamları ve tahmini dönem projeksiyonu yandaki tabloda özetlenmiştir.

Zincir Yapı'nın 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile toplam net nakit pozisyonu 5.4 milyon TL'dir ve bu tutar Zincir yapının özsermaye değerine ulaşılırken Fako ve Ispartakule projelerinin toplam değerine eklenecektir.

Ispartakule Projesi - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Analizi

(Bin TL)	Birim	Proje toplamı	Tahmini dönem toplamı	H2 2012	2013	2014	2015	2016
Maliyetler								
Dizayn ve proje giderleri	8 TL/m2	(679)	(135)	(135)	-	-		
Ruhsat ve diğer resmi giderler	21 TL/m2	(1,774)	(1,069)	(60)	(320)	(689)		
Mobilizasyon giderleri	4 TL/m2	(350)	(170)	(50)	(110)	(10)		
Personel ve genel giderler	0 TL/m2	-	-	-	-	-		
Proje yönetimi giderleri	16 TL/m2	(1,375)	(1,175)	(420)	(690)	(65)		
Satış ve pazarlama giderleri	57 TL/m2	(4,725)	(4,550)	(897)	(1,553)	(2,100)		
Vergi ve finansal giderler	0 TL/m2	(20)	(15)	(5)	(10)	-		
İnşaat imalatlar öncesi ve harici giderler	107 TL/m2	(8,923)	(7,114)	(1,567)	(2,683)	(2,864)		
Hafriyat ve temel işleri	TL/m2	(2,754)	(300)	(300)	-	-		
Kaba inşaat (kalıp, demir, beton)	TL/m2	(16,072)	(16,072)	(8,305)	(7,768)	-		
İnce inşaat	TL/m2	(10,459)	(10,459)	(500)	(8,835)	(1,125)		
Elektrik işleri	TL/m2	(4,367)	(4,367)	(333)	(3,612)	(422)		
Mekanik işleri	TL/m2	(4,677)	(4,677)	(417)	(3,695)	(566)		
Çevre altyapı ve peyzaj işleri	TL/m2	(1,455)	(1,455)	-	(1,110)	(345)		
İnşaat imalat giderleri	TL/m2	(39,785)	(37,331)	(9,855)	(25,019)	(2,457)		
Arsa Maliyeti	1,337 TL/m2	(22,500)	-	-	-	-		
Ispartakule projesi toplam giderler	853 TL/m2	(71,207)	(44,444)	(11,422)	(27,702)	(5,321)		
Gelirler								
Zincir Yapı Toplam Satış Gelirleri		123,801	116,369	27,937	30,629	41,512	14,015	2,276
Zincir Yapı Net Nakit Akımı		52,594	71,925	16,516	2,927	36,191	14,015	2,276
İndirgeme oranı (WACC)				14.2%				
Bugünkü değer katsayısı				0.97	0.88	0.77	0.67	0.59
Bugüne indirilmiş değerler				15,977	2,563	27,761	9,415	1,339
Ispartakule projesinin bugünkü değeri (Zincir Yapı'ya yansıyan bölümü)				57,056				
Yeşil İnşaat'ın Zincir Yapı'daki payı								25%
Ispartakule projesinin Yeşil İnşaat'a düşen değeri								14,264

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

- %14.2'lik indirgeme oranı ile hesaplanan İNA analizine göre Ispartakule Projesi'nden oluşan değer Zincir Yapı'nın %25 hissesine sahip olan Yeşil İnşaat'a düşen bölümü **14.3 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Ortadoğu Enerji

- 2007'de İSTAÇ A. Ş. tarafından çöp gazından elektrik enerjisi elde edecek iki tesisin kuruluşu ve işletilmesi için açılan ihaleyi kazanmış ve bu tesislerin işletilebilmesi için mevzuat gereği Ortadoğu Enerji A. Ş. kurulmuştur.
- Şirket Avrupa yakasında Kemberburgaz Odayeri'nde ve Anadolu yakasında Şile Kömürçüoda'da düzenli çöp depolama sahalarında toplanmış bulunan, evsel atıklardan elektrik enerjisi elde etmektedir.
- Kömürçüoda çöp depolama sahası 44 hektar alandan oluşmakta ve mevcut 15 milyon ton çöp atığa sahiptir. Odayeri depo sahası 52 hektar alanı kaplamakta olup halen 32 milyon ton çöp bulunmaktadır.
- Ortadoğu Enerji grubu altında Ortadoğu Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. ve Körfez Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. yer almaktadır.
- Ortadoğu Enerji'nin altında ayrıca 2 şirketin (Ortadoğu Elektrik ve Körfez Enerji) değerlemesi yapılmıştır. Bir sonraki sayfada hesaplanan İNA değerlemesi Ortadoğu Elektrik ve Körfez Enerji değerlerini içermemektedir. Bu iki firmanın değerlemesi ilerleyen sayfalarda gösterilmektedir.

Ortadoğu Enerji Temel Finansal Göstergeler			
('000 TL)	2010	2011	2012 - 6 ay
Net Satışlar	15,523	24,188	17,669
Satışların Maliyeti	(14,019)	(15,849)	(5,973)
<i>Satışların Maliyeti / Net Satışlar (%)</i>	90%	66%	34%
Brüt Kar	1,504	8,338	11,696
<i>Brüt Kar / Net Satışlar (%)</i>	10%	34%	66%
Faaliyet Giderleri	(5,132)	(8,951)	(6,731)
<i>Faaliyet Giderleri / Net Satışlar (%)</i>	33%	37%	38%
Faaliyet Karı	(3,628)	(613)	4,964
<i>Faaliyet Karı / Net Satışlar (%)</i>	(23%)	(3%)	28%

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Enerji Ortaklık Yapısı (30.06.2012)		
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı
Ortadoğu Nak. İnş. Turz. İhr. Paz. A.Ş.	37.6%	4,888,000
Lemar Yapı ve Turizm A.Ş.	31.4%	4,082,000
Yeşil Holding A.Ş.	28.0%	3,640,000
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hiz. Tic. A.Ş.	2.0%	260,000
Diğer	1.0%	130,000
Toplam	100.0%	13,000,000

Kaynak: Şirket Yönetimi

Varsayımlar:

- Ortadoğu Enerji'nin 30.06.2012 - 31.12.2030 yılları arası tahmini gelir tablosu Yeşil İnşaat Yönetimi'nce tarafımıza sağlanmıştır.
- Ortadoğu Enerji 2007 yılında T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 23 yıl süreyle geçerli olmak üzere üretim lisansı almıştır.
- Ortadoğu Enerji'nin 2 adet metan gazından elektrik üreten enerji santrali bulunmaktadır. Kömürcüoda santrali ve Odayeri santrali 2009 senesinden itibaren enerji üretmektedir.
- Elektrik birim fiyatı 2012 yılından itibaren devletin alım garantisi vermiş olduğu 10 Euro cent (13.3 USD cent) ve Karbon satış birim fiyatı 8000 Euro olarak alınmıştır.
- Kömürcüoda ve Odayeri santrallerinin üretim kapasiteleri yıllar itibari ile gaz eksilmesinden ötürü azalmaktadır.
- Kömürcüoda ve Odayeri santrallerinde "Tastikli Emisyon Redüksiyon" gelirleri 2013 yılından itibaren oluşacaktır.
- Şirketin 2013 yılından itibaren yüksek kapasite ile çalışmaya başlanacağı öngörülmüştür.

Ortadoğu Enerji - Tahmini Gelir Tablosu (000 EUR)	2012 H2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Kömürcüoda Santral																				
Kurulu kapasite (MW)		17.0	19.8	19.8	19.8	19.8	18.4	15.6	15.6	15.6	11.3	11.3	9.9	9.9	8.5	7.1	7.1	7.1	5.7	
Yıllık Üretim (MWh)		135,840	158,480	158,480	158,480	158,480	147,160	124,520	124,520	124,520	90,560	90,560	79,240	79,240	67,920	56,600	56,600	56,600	45,280	
Satış Fiyatı (EUR/kWh)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
Elektrik Geliri		13,584	15,848	15,848	15,848	15,848	14,716	12,452	12,452	12,452	9,056	9,056	7,924	7,924	6,792	5,660	5,660	5,660	4,528	
Tasdikli Emisyon Azaltımı (ton CO2 ea/yıl)			524,305	524,305	524,305	524,305	486,855	411,954	411,954	411,954	299,603	299,603	262,152	262,152	224,702	187,252	187,252	187,252	149,801	
Satış Fiyatı (EUR/ton)			8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
Tasdikli Emisyon Dedüksiyon Geliri		-	4,194	4,194	4,194	4,194	3,895	3,296	3,296	3,296	2,397	2,397	2,097	2,097	1,798	1,498	1,498	1,498	1,198	
Odayeri Santral																				
Kurulu kapasite (MW)		29.7	31.1	29.7	28.3	26.9	25.5	25.5	24.1	22.6	22.6	18.4	18.4	15.6	15.6	11.3	8.5	8.5	7.1	
Yıllık Üretim (MWh)		237,720	249,040	237,720	226,400	215,080	203,760	203,760	192,440	181,120	181,120	147,160	147,160	124,520	124,520	90,560	67,920	67,920	56,600	
Satış Fiyatı (EUR/kWh)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
Elektrik Geliri		23,772	24,904	23,772	22,640	21,508	20,376	20,376	19,244	18,112	18,112	14,716	14,716	12,452	12,452	9,056	6,792	6,792	5,660	
Tasdikli Emisyon Azaltımı(ton CO2 ea/yıl)			823,908	786,457	749,007	711,557	674,106	674,106	636,656	599,206	599,206	486,855	486,855	411,954	411,954	299,603	224,702	224,702	187,252	
Satış Fiyatı (EUR/ton)			8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
Tasdikli Emisyon Dedüksiyon Geliri		-	6,591	6,292	5,992	5,692	5,393	5,393	5,093	4,794	4,794	3,895	3,895	3,296	3,296	2,397	1,798	1,798	1,498	
Toplam Gelir																				
Toplam Elektrik Geliri		37,356	40,752	39,620	38,488	37,356	35,092	32,828	31,696	30,564	27,168	23,772	22,640	20,376	19,244	14,716	12,452	12,452	10,188	
Toplam Tasdikli Emisyon Redüksiyon Geliri		-	10,786	10,486	10,186	9,887	9,288	8,688	8,389	8,089	7,190	6,292	5,992	5,393	5,093	3,895	3,296	3,296	2,696	
Toplam Gelir		7,557	37,356	51,538	50,106	48,674	47,243	44,380	41,516	40,085	38,653	34,358	30,064	28,632	25,769	24,337	18,611	15,748	15,748	12,884
Toplam gelir büyümesi			38%	(3%)	(3%)	(3%)	(6%)	(6%)	(3%)	(4%)	(11%)	(12%)	(5%)	(10%)	(6%)	(24%)	(15%)	(15%)	(18%)	

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Projeksiyonlarda, İSTAÇ A.Ş. elektrik satış gelir payı %36, karbon emisyon gelir payı ise %80 olarak uygulanmıştır.
- Ortadoğu Enerji 2019 yılına kadar EPDK'ya ödemesi gereken kWh başına 0.0002 TL kuruşluk tutarı ödemeyecektir.

Ortadoğu Enerji - Tahmini Gelir Tablosu																				
(000 EUR)	2012 H2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Maliyetler																				
Kömürçüoda																				
İSTAÇ'ın gelir oranı		36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	
İSTAÇ A.Ş'ye ödeme	(4,890)	(5,705)	(5,705)	(5,705)	(5,705)	(5,705)	(5,298)	(4,483)	(4,483)	(4,483)	(3,260)	(3,260)	(2,853)	(2,853)	(2,445)	(2,038)	(2,038)	(2,038)	(1,630)	
İSTAÇ'a (%80) Tasdikli Emisyon Redüksiyon Ödemesi	-	(3,356)	(3,356)	(3,356)	(3,356)	(3,356)	(3,116)	(2,637)	(2,637)	(2,637)	(1,917)	(1,917)	(1,678)	(1,678)	(1,438)	(1,198)	(1,198)	(1,198)	(959)	
EPDK'ya(0.002 Kr/kWh) Lisans Ücreti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(86)	(86)	(75)	(75)	(65)	(54)	(54)	(54)	(43)	
Dolaylı Maliyetler	(960)	(1,120)	(1,120)	(1,120)	(1,120)	(1,120)	(1,040)	(880)	(880)	(880)	(640)	(640)	(560)	(560)	(480)	(400)	(400)	(400)	(320)	
Kimyasallar	(187)	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	(203)	(172)	(172)	(172)	(125)	(125)	(109)	(109)	(94)	(78)	(78)	(78)	(62)	
Yedek Parça ve Bakım	(732)	(853)	(853)	(853)	(853)	(853)	(792)	(671)	(671)	(671)	(488)	(488)	(427)	(427)	(366)	(305)	(305)	(305)	(244)	
Personel Maliyetleri	(560)	(577)	(594)	(612)	(631)	(650)	(669)	(689)	(710)	(731)	(731)	(753)	(776)	(799)	(823)	(848)	(873)	(899)	(926)	
"	(7,329)	(11,830)	(11,847)	(11,865)	(11,883)	(11,098)	(9,510)	(9,531)	(9,551)	(7,247)	(7,269)	(6,477)	(6,501)	(5,710)	(4,920)	(4,946)	(4,972)	(4,184)		
Odayeri																				
İSTAÇ'ın gelir oranı		36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	
İSTAÇ A.Ş'ye ödeme	(8,558)	(8,965)	(8,558)	(8,150)	(7,743)	(7,335)	(7,335)	(6,928)	(6,520)	(6,520)	(5,298)	(5,298)	(4,483)	(4,483)	(3,260)	(2,445)	(2,445)	(2,445)	(2,038)	
İSTAÇ'a (%80) Tasdikli Emisyon Redüksiyon Ödemesi	-	(5,273)	(5,033)	(4,794)	(4,554)	(4,314)	(4,314)	(4,075)	(3,835)	(3,835)	(3,116)	(3,116)	(2,637)	(2,637)	(1,917)	(1,438)	(1,438)	(1,438)	(1,198)	
EPDK'ya(0.002 Kr/kWh) Lisans Ücreti	-	-	-	-	-	-	-	(183)	(172)	(172)	(140)	(140)	(119)	(119)	(86)	(65)	(65)	(65)	(54)	
Dolaylı Maliyetler	(1,680)	(1,760)	(1,680)	(1,600)	(1,520)	(1,440)	(1,440)	(1,360)	(1,280)	(1,280)	(1,040)	(1,040)	(880)	(880)	(640)	(480)	(480)	(480)	(400)	
Kimyasallar	(328)	(343)	(328)	(312)	(296)	(281)	(281)	(265)	(250)	(250)	(203)	(203)	(172)	(172)	(125)	(94)	(94)	(94)	(78)	
Yedek Parça ve Bakım	(1,280)	(1,341)	(1,280)	(1,219)	(1,158)	(1,097)	(1,097)	(1,036)	(975)	(975)	(792)	(792)	(671)	(671)	(488)	(366)	(366)	(366)	(305)	
Personel Maliyetleri	(840)	(866)	(892)	(918)	(946)	(974)	(1,004)	(1,034)	(1,065)	(1,097)	(1,130)	(1,163)	(1,198)	(1,234)	(1,271)	(1,309)	(1,349)	(1,389)		
Odayeri Toplam Maliyeti	(12,686)	(18,548)	(17,771)	(16,994)	(16,217)	(15,442)	(15,471)	(14,881)	(14,097)	(14,129)	(11,719)	(11,752)	(10,158)	(10,194)	(7,788)	(6,197)	(6,236)	(5,462)		
Toplam Maliyetler	(5,433)	(20,015)	(30,378)	(29,618)	(28,859)	(28,101)	(26,541)	(24,982)	(24,411)	(23,649)	(21,377)	(18,988)	(18,230)	(16,659)	(15,904)	(12,708)	(11,142)	(11,208)	(9,646)	
Kömürçüoda santral VAFÖK		6,255	8,213	8,195	8,177	8,159	7,512	6,237	6,217	6,196	4,205	4,183	3,544	3,521	2,880	2,238	2,212	2,186	1,542	
<i>Kömürçüoda VAFÖK marjı</i>		46%	41%	41%	41%	41%	40%	40%	39%	39%	37%	37%	35%	35%	34%	31%	31%	31%	27%	
Odayeri santral VAFÖK		11,086	12,947	12,293	11,638	10,983	10,327	10,298	9,456	8,808	8,776	6,892	6,858	5,589	5,553	3,665	2,393	2,354	1,696	
<i>Odayeri VAFÖK marjı</i>		47%	41%	41%	41%	40%	40%	40%	39%	38%	38%	37%	37%	35%	35%	32%	28%	27%	24%	
Ortadoğu Enerji VAFÖK		2,123	17,341	21,159	20,488	19,816	19,142	17,839	16,535	15,673	15,005	12,982	11,076	10,402	9,110	8,433	5,903	4,605	4,540	3,238
<i>Ortadoğu Enerji VAFÖK marjı</i>		28%	46%	41%	41%	41%	40%	40%	39%	39%	38%	37%	36%	35%	35%	32%	29%	29%	25%	

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Ortadoğu Enerji yönetimi 2012 – 2030 yılları arası tahmini dönem için yıllık ortalama 4.0 milyon Euro amortisman öngörmüşlerdir.
- Toplamda 5.4 milyon EUR’luk yatırım harcamasının geçmiş dönemlerde tamamlanmış, tahmini dönemde yeni bir yatırım harcaması öngörülmemiştir.
- EUR bazlı indirgeme oranı (“WACC”) %9.7 olarak hesaplanmıştır.
- Ortadoğu Enerjinin 30.06.2012 tarihli bilançosuna göre net borçluluk büyüklüğü 15.1 milyon EUR ’dur.
- 30.06.2012 tarihindeki Euro bazlı işletme ve özsermaye değerleri o gün tarihli TCMB EUR/TL satış kuru olan 2.2699’dan TL’ye çevrilmiştir.

Ortadoğu Enerji - İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”)																			
(000 EUR)	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
VAFÖK	2,123	17,341	21,159	20,488	19,816	19,142	17,839	16,535	15,673	15,005	12,982	11,076	10,402	9,110	8,433	5,903	4,605	4,540	3,238
VAFÖK marjı	28%	46%	41%	41%	41%	41%	40%	40%	39%	39%	38%	37%	36%	35%	35%	32%	29%	29%	25%
Amortisman	(1,173)	(1,800)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)	(1,900)
VFÖK	951	15,541	19,260	18,589	17,916	17,243	15,940	14,635	13,774	13,105	11,082	9,176	8,503	7,210	6,533	4,003	2,706	2,640	1,338
Vergi gideri	(190)	(3,108)	(3,852)	(3,718)	(3,583)	(3,449)	(3,188)	(2,927)	(2,755)	(2,621)	(2,216)	(1,835)	(1,701)	(1,442)	(1,307)	(801)	(541)	(528)	(268)
Faiz öncesi kar (“FÖK”)	761	12,433	15,408	14,871	14,333	13,794	12,752	11,708	11,019	10,484	8,866	7,341	6,802	5,768	5,227	3,203	2,164	2,112	1,071
Artı: Amortisman	1,173	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
Artı(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	98	445	284	(29)	(29)	(29)	(57)	(57)	(29)	(29)	(86)	(86)	(29)	(57)	(29)	(115)	(57)	0	(57)
Eksi: Yatırım harcaması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dağıtımaya hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	2,032	14,678	17,592	16,742	16,204	15,665	14,594	13,551	12,890	12,355	10,680	9,155	8,673	7,611	7,098	4,988	4,007	4,012	2,914
WACC (İndirgeme oranı)	9.7%																		
Bugünkü değer katsayısı	0.98	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.48	0.43	0.40	0.36	0.33	0.30	0.27	0.25	0.23	0.21	0.19
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	1,985	13,381	14,620	12,685	11,193	9,865	8,378	7,092	6,150	5,374	4,235	3,310	2,858	2,287	1,944	1,246	912	833	551
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	108,900																		
Bugünkü değer -- nihai dönem	0																		
İşletme değeri (000 EUR)	108,900																		
İşletme değeri (000 TRY)	247,191																		
Artı: Nakit fazlası (000 EUR)	22																		
Eksi: Faize tabi borç (000 EUR)	(15,126)																		
Özsermaye değeri (000 EUR)	93,796																		
Özsermaye değeri (000 TRY)	212,907																		

Kaynak: Şirket Yönetimi

- İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Ortadoğu Enerji Özsermaye değeri **213.0 milyon TL’dir**.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Ortadoğu Enerji Piyasa Çarpanları Analizi (30.06.2012)			
	ŞD/FAFÖK		
	2011	2012	2013
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	23.0 x	18.9 x	13.9 x
Aksa Enerji Üretim AS	12.4 x	9.9 x	7.5 x
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.S.	NA	7.6 x	5.7 x
Ayen Enerji A.S.	20.5 x	10.5 x	7.6 x
Alerion Clean Power SpA	12.9 x	8.4 x	7.1 x
Alpiq Holding AG	8.2 x	10.2 x	9.8 x
CEZ, a.s.	5.4 x	5.6 x	5.5 x
Edison SpA	9.2 x	8.1 x	6.6 x
EDP Renováveis	7.4 x	7.2 x	6.4 x
Electricite de France SA	4.1 x	4.2 x	4.0 x
Enel SpA	4.6 x	5.2 x	5.1 x
EVN AG	7.9 x	8.4 x	8.1 x
Fersa Energias Renovables, S.A.	7.8 x	8.4 x	7.5 x
Fortum Oyj	7.3 x	7.9 x	7.8 x
Hafslund ASA	8.0 x	9.5 x	8.3 x
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka Akcyjna	4.2 x	4.2 x	4.3 x
Sechilienne-Sidec	7.8 x	8.4 x	8.1 x
SSE plc	9.1 x	8.7 x	8.2 x
Terna Energy SA	11.4 x	6.6 x	4.4 x
Ortalama	9.5 x	8.3 x	7.2 x
Medyan	7.9 x	8.4 x	7.5 x

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

- Piyasa Çarpanları analizi metodunda halka açık ve metan gazından elektrik üreten enerji firması bulunmadığından ötürü Ortadoğu Enerji'ye uygun piyasa çarpanlarını belirlemek amacı ile seçilen benzer firmalar özellikle yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren firmalardır.
- Ortadoğu Enerji'nin Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/FAFÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **283 – 323 milyon TL** aralığındadır.
- Ortadoğu Enerji'nin piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan özsermaye değerinde, şirketin 2013 yılı itibari ile yüksek kapasite ile çalışmaya başlayacağı öngörüldüğü için, 2011 ve 2012 verileriyle hesaplanan şirket değeri düşüktür, 2013 yılı FAVÖK değeri baz alınmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı			
('000 EUR)	2011	2012	2013
FAVÖK	2,097	4,259	17,341
Şirket Değeri- Düşük (8.0x)	16,780	34,074	138,724
Şirket Değeri- Yüksek (9.0x)	18,877	38,333	156,065

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı			
('000 TL)	2011	2012	2013
FAVÖK	5,151	9,668	39,660
Şirket Değeri- Düşük (8.0x)	41,204	77,344	317,284
Şirket Değeri- Yüksek (9.0x)	46,355	87,013	356,944
Net Borçluluk	(34,284)	(34,284)	(34,284)
Özsermaye Değeri- Düşük (8.0x)	6,920	43,060	283,000
Özsermaye Değeri- Yüksek (9.0x)	12,071	52,728	322,660

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Varsayımlar:

- Körfez Enerji'nin 30.06.2012 - 31.12.2030 yılları arası tahmini gelir tablosu Yeşil İnşaat Yönetimi'nce tarafımıza sağlanmıştır.
- Körfez Enerji'nin 1 adet metan gazından elektrik üreten enerji santrali bulunmaktadır ve 2011 yılı sonunda faaliyete geçmiştir.
- Körfez Enerji T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 2026 yılına kadar geçerli olmak üzere üretim lisansı almıştır.
- Elektrik birim fiyatı 2012 yılından itibaren devletin alım garantisi vermiş olduğu 10 EURO cent (13.3 USD cent) ve karbon satış birim fiyatı 8,000 EUR olarak alınmıştır.
- Santrallerinde "Tastikli Emisyon Redüksiyon" gelirleri 2013 yılından itibaren oluşacaktır.
- Projeksiyonlarda, İZAYDAŞ A.Ş. elektrik satış gelir payı 2013 yılı için %3, sonraki yıllar için %11 olarak öngörülmüş, karbon emisyon gelir payı ise %40 olarak uygulanmıştır.
- Körfez Enerji ilk 8 yıl EPDK'ya ödemesi gereken kWh başına 0.0002 TL kuruşluk tutarı ödemeyecektir.

Körfez Enerji - Tahmini Gelir Tablosu																
(000 EUR)	2012 H2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
İzmit santrali																
Kurulu kapasite (MW)		2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	1.2	
Yıllık üretim (MWh)		12,480	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	19,200	9,600	
Satış Fiyatı (EUR/kWh)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
Elektrik geliri		1,248	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	960	
Tasdikli emisyon azaltım(ton CO2 eq/yıl)			63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	63,520	31,760	
Satış Fiyatı (EUR/ton)			8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
Tasdikli emisyon dedüksiyon geliri		-	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	254	
Toplam Gelir																
Toplam Elektrik Geliri		1,248	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	1,920	960	
Toplam Tasdikli Emisyon Desüksiyon Geliri		-	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	508	254	
Toplam Gelir	111	1,248	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	1,214	
Maliyetler																
İZAYDAŞ'ın gelir oranı		3.0%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	
İZAYDAŞ'a ödeme		(37)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(213)	(107)	
İZAYDAŞ'a (%40) tasdikli emisyon redüksiyon oranı		(132)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(203)	(102)	
EPDK'ya (0.002 Kr/kWh) lisans ücreti		-	-	-	-	-	-	-	-	-	(18)	(18)	(18)	(18)	(9)	
Dolaylı maliyetler		(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(90)	(45)	
Kimyasallar		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Yedek parça ve bakım		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Personel maliyetleri		(155)	(159)	(164)	(169)	(174)	(179)	(184)	(190)	(196)	(202)	(208)	(214)	(220)	(227)	
Toplam maliyetler	(246)	(414)	(666)	(670)	(675)	(680)	(685)	(691)	(696)	(702)	(726)	(732)	(739)	(745)	(489)	
VAFÖK	(135)	834	1,763	1,758	1,753	1,748	1,743	1,737	1,732	1,726	1,702	1,696	1,690	1,683	725	
Körfez Enerji VAFÖK marjı		67%	73%	72%	72%	72%	72%	72%	71%	71%	70%	70%	70%	69%	60%	

- Şirketin 2013 yılından itibaren yüksek kapasite ile çalışmaya başlanacağı öngörülmüştür.

- Körfez Enerji yönetimi 2012 – 2026 yılları arası tahmini dönem için yıllık ortalama 350 bin TL amortisman öngörmüşlerdir.
- Toplamda 3 milyon Euro'luk yatırım harcaması 2011 senesinde gerçekleşmiştir ve Şirket yönetimi tahmini dönem için herhangi bir yeni yatırım harcaması planlamamaktadır.
- Euro bazlı indirgeme oranı ("WACC") %9.7 olarak alınmıştır.
- Körfez Enerjinin 30.06.2012 tarihli bilançosuna göre net borçluluk büyüklüğü 2.0 milyon Euro 'dur.
- 30.06.2012 tarihindeki Euro bazlı işletme ve özsermaye değerleri o gün tarihli TCMB Euro/TL satış kuru olan 2.2699'dan TL'ye çevrilmiştir.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Körfez Enerji - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")															
(000 EUR)	2012 H2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VAFÖK	(135)	834	1,763	1,758	1,753	1,748	1,743	1,737	1,732	1,726	1,702	1,696	1,690	1,683	725
Amortisman	(103)	(153)	(158)	(164)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)	(161)
VFÖK	(238)	681	1,604	1,594	1,592	1,586	1,581	1,576	1,570	1,565	1,540	1,534	1,528	1,522	563
Vergi gideri	0	(136)	(321)	(319)	(318)	(317)	(316)	(315)	(314)	(313)	(308)	(307)	(306)	(304)	(113)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	(238)	545	1,283	1,275	1,273	1,269	1,265	1,261	1,256	1,252	1,232	1,228	1,223	1,217	451
Artı: Amortisman	103	153	158	164	161	161	161	161	161	161	161	161	161	161	161
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değ	429	(103)	(118)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	121
Eksi: Yatırım harcaması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	295	595	1,324	1,439	1,435	1,431	1,426	1,422	1,418	1,413	1,394	1,389	1,384	1,379	734
WACC	9.7%														
Bugünkü değer katsayısı	0.95	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42	0.38	0.35	0.31	0.29	0.26
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	281	518	1,050	1,041	946	860	782	711	646	587	528	479	435	396	192
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	9,453														
Bugünkü değer -- nihai dönem	0														
İşletme değeri (000 EUR)	9,453														
İşletme değeri (000 TRY)	21,457														
Artı: Nakit fazlası (000 EUR)	7														
Eksi: Faize tabi borç (000 EUR)	(2,007)														
Özsermaye değeri (000 EUR)	7,453														
Özsermaye değeri (000 TRY)	16,918														

Kaynak: KPMG Analizi &
Şirket Yönetimi

- İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Körfez Enerji Özsermaye değeri **16.9 milyon TL'dir.**

Ortadoğu Enerji Piyasa Çarpanları Analizi (30.06.2012)			
	ŞD/FAFÖK		
	2011	2012	2013
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	23.0 x	18.9 x	13.9 x
Aksa Enerji Üretim AS	12.4 x	9.9 x	7.5 x
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.S.	NA	7.6 x	5.7 x
Ayen Enerji A.S.	20.5 x	10.5 x	7.6 x
Alerion Clean Power SpA	12.9 x	8.4 x	7.1 x
Alpiq Holding AG	8.2 x	10.2 x	9.8 x
CEZ, a.s.	5.4 x	5.6 x	5.5 x
Edison SpA	9.2 x	8.1 x	6.6 x
EDP Renováveis	7.4 x	7.2 x	6.4 x
Electricite de France SA	4.1 x	4.2 x	4.0 x
Enel SpA	4.6 x	5.2 x	5.1 x
EVN AG	7.9 x	8.4 x	8.1 x
Fersa Energias Renovables, S.A.	7.8 x	8.4 x	7.5 x
Fortum Oyj	7.3 x	7.9 x	7.8 x
Hafslund ASA	8.0 x	9.5 x	8.3 x
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka Akcyjna	4.2 x	4.2 x	4.3 x
Sechilienne-Sidec	7.8 x	8.4 x	8.1 x
SSE plc	9.1 x	8.7 x	8.2 x
Terna Energy SA	11.4 x	6.6 x	4.4 x
Ortalama	9.5 x	8.3 x	7.2 x
Medyan	7.9 x	8.4 x	7.5 x

Kaynak: Capital IQ

- Piyasa Çarpanları analizi metodunda halka açık ve metan gazından elektrik üreten enerji firması bulunmadığından ötürü Körfez Enerji'ye uygun piyasa çarpanlarını belirlemek amacı ile seçilen benzer firmalar yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren firmalardır.
- Körfez Enerji'nin Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/FAFÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **10.7 – 12.6 milyon TL** aralığındadır.
- Körfez Enerji'nin piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan özsermaye değerinde, şirketin 2013 yılı itibari ile yüksek kapasite ile çalışmaya başlayacağı öngörüldüğü için, 2012 VAFÖK değeri negatiftir ve bu yüzden 2013 yılı FAVÖK değeri baz alınmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı		
('000 EUR)	2012	2013
FAVÖK	(269)	834
Şirket Değeri- Düşük (8.0x)	(2,152)	6,672
Şirket Değeri- Yüksek (9.0x)	(2,421)	7,505

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı		
('000 TL)	2012	2013
FAVÖK	(629)	1,907
Şirket Değeri- Düşük (8.0x)	(5,032)	15,259
Şirket Değeri- Yüksek (9.0x)	(5,661)	17,166
Net Borçluluk	(4,538)	(4,538)
Özsermaye Değeri- Düşük (8.0x)	(9,571)	10,720
Özsermaye Değeri- Yüksek (9.0x)	(10,200)	12,628

Kaynak: KPMG Analizi

Varsayımlar:

- Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. 6 Haziran 2010 tarihinde T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 10 yıl süreyle geçerli olmak üzere toptan satış lisansı almıştır. Şirket yönetimi bu lisansın sürekli yenileneceğini öngörmektedir.
- Şirketin nihai dönem büyümesi %4 olarak alınmıştır.
- Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş.'nin ana faaliyet konusu elektrik alış ve satışlarıdır.
- Elektrik toptan satış birim fiyatının, alış maliyetinin 1 Euro cent fazlası olacağı öngörülmüştür.
- Projeksiyonlarda, İSTAÇ A.Ş. elektrik satış gelir payı %36, karbon emisyon gelir payı ise %80 olarak uygulanmıştır.
- EPDK'ya kWh başına 0.003 TL kuruluş lisans ödemesi yapılacağı öngörülmüştür.
- Şirketin 2013 yılından itibaren yüksek kapasite ile çalışmaya başlanacağı öngörülmüştür.

Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. Tahmini Gelir Tablosu																			
(000 EUR)	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Yıllık satış (MWh)		87,600	109,500	136,875	171,094	196,758	216,434	238,077	261,885	288,073	316,880	348,568	383,425	421,768	463,945	510,339	561,373	617,510	679,261
Satış Fiyatı (EUR/kWh)		0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
Elektrik geliri	1,191	6,132	8,760	10,950	15,398	17,708	19,479	21,427	23,570	25,927	28,519	31,371	34,508	37,959	41,755	45,931	50,524	55,576	61,134
<i>Toplam gelir büyümesi</i>		267%	43%	25%	41%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Maliyetler																			
EPDK'ya (0.003 Kr/kWh) lisans ücreti		(263)	(329)	(411)	(513)	(590)	(649)	(714)	(786)	(864)	(951)	(1,046)	(1,150)	(1,265)	(1,392)	(1,531)	(1,684)	(1,853)	(2,038)
Satılan malın maliyeti		(5,256)	(7,665)	(9,581)	(13,688)	(15,741)	(17,315)	(19,046)	(20,951)	(23,046)	(25,350)	(27,885)	(30,674)	(33,741)	(37,116)	(40,827)	(44,910)	(49,401)	(54,341)
Dolaylı maliyet		(55)	(69)	(86)	(107)	(124)	(136)	(149)	(164)	(181)	(199)	(219)	(241)	(265)	(291)	(320)	(352)	(388)	(426)
Personel maliyetleri		(146)	(150)	(155)	(159)	(164)	(169)	(174)	(179)	(185)	(190)	(196)	(202)	(208)	(214)	(220)	(227)	(234)	(241)
Toplam ofis maliyeti	(1,164)	(5,720)	(8,212)	(10,232)	(14,467)	(16,618)	(18,269)	(20,084)	(22,080)	(24,276)	(26,690)	(29,346)	(32,267)	(35,479)	(39,013)	(42,899)	(47,173)	(51,875)	(57,046)
FAVÖK	27	412	548	718	931	1,090	1,210	1,343	1,490	1,651	1,829	2,025	2,242	2,480	2,742	3,032	3,350	3,701	4,087
<i>VAFÖK marjı</i>	<i>2%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. yönetimi 2012 – 2030 yılları arası tahmini dönem için yıllık ortalama 10 bin Euro amortisman öngörmüşlerdir.
- Şirket yönetimi 2012 – 2030 yılları arası tahmini dönem için yatırım harcaması öngörmemektedir.
- Euro bazlı indirgeme oranı ("WACC") %10.4 olarak alınmıştır.
- Ortadoğu Elektrik'in 31.12.2011 tarihli bilançosuna göre net nakit fazlası büyüklüğü 92 bin Euro 'dur.
- 31.12.2011 tarihindeki Euro bazlı işletme ve özsermaye değerleri o gün tarihli TCMB Euro/TL satış kuru olan 2.2699'dan TL'ye çevrilmiştir.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

Ortadoğu Elektrik Toptan Satış - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")																				Nihai
(000 EUR)	2012 H2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	dönem
VAFÖK	27	412	548	718	931	1,090	1,210	1,343	1,490	1,651	1,829	2,025	2,242	2,480	2,742	3,032	3,350	3,701	4,087	4,251
VAFÖK marjı	2%	7%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Nihai dönem büyüme																				4%
Amortisman	(4)	(11)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
VFÖK	23	402	536	706	920	1,078	1,199	1,332	1,478	1,640	1,818	2,014	2,230	2,468	2,731	3,020	3,339	3,690	4,076	4,239
Vergi gideri	(5)	(80)	(107)	(141)	(184)	(216)	(240)	(266)	(296)	(328)	(364)	(403)	(446)	(494)	(546)	(604)	(668)	(738)	(815)	(848)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	18	321	429	565	736	863	959	1,065	1,182	1,312	1,454	1,611	1,784	1,975	2,185	2,416	2,671	2,952	3,261	3,392
Artı: Amortisman	4	11	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	(56)	(587)	(411)	(343)	(696)	(362)	(277)	(305)	(335)	(369)	(406)	(447)	(491)	(540)	(594)	(654)	(719)	(791)	(870)	(383)
Eksi: Yatırım harcaması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	(33)	(255)	29	234	51	513	693	772	859	954	1,060	1,176	1,304	1,446	1,602	1,774	1,963	2,172	2,402	3,009
WACC (İndirgeme oranı)	10.5%																			
Bugünkü değer katsayısı	0.95	0.86	0.78	0.71	0.64	0.58	0.52	0.47	0.43	0.39	0.35	0.32	0.29	0.26	0.24	0.21	0.19	0.18	0.16	0.16
Bugünkü değer -- borçtan arındırılmış nakit akımı	(32)	(220)	23	165	32	297	363	366	369	371	373	375	376	378	379	380	381	381	382	7,411
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	5,140																			
Bugünkü değer -- nihai dönem	7,411																			
İşletme değeri (000 EUR)	12,551																			
İşletme değeri (000 TRY)	28,490																			
Artı: Nakit fazlası (000 EUR)	97																			
Eksi: Faize tabi borç (000 EUR)	0																			
Özsermaye değeri (000 EUR)	12,648																			
Özsermaye değeri (000 TRY)	28,710																			

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

- İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış'ın Özsermaye değeri **28.7 milyon TL'dir**.

Ortadoğu Elektrik Piyasa Çarpanları Metodu (“CoCo”)

Ortadoğu Elektrik Toptan Satış A.Ş. Piyasa Çarpanları Analizi (30.06.2012)			
	ŞD/FAFÖK		
	2011	2012	2013
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	23.0 x	18.9 x	13.9 x
Aksa Enerji Üretim AS	12.4 x	9.9 x	7.5 x
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka Akcyjna	5.2 x	4.2 x	4.3 x
Open Joint-Stock Company Enel OGK-5	8.1 x	5.3 x	4.9 x
JSC TGC-1	5.6 x	4.1 x	3.3 x
Volga Territorial Generation Company	10.0 x	3.8 x	2.8 x
Kuban Power Sale Company Open Joint-Stock Company	1.3 x	NA	NA
OAO Ryazan Energy Retail Company	2.4 x	NA	NA
Exelon Corporation	7.6 x	8.1 x	7.4 x
American Electric Power Co., Inc.	8.1 x	7.8 x	7.7 x
PPL Corporation	8.0 x	8.7 x	8.1 x
FirstEnergy Corp.	11.3 x	8.4 x	8.7 x
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka Akcyjna	5.2 x	4.2 x	4.3 x
Pinnacle West Capital Corporation	7.8 x	7.5 x	7.1 x
Westar Energy, Inc.	9.0 x	8.7 x	8.0 x
Ortalama	5.7 x	5.1 x	4.5 x
Medyan	5.6 x	4.2 x	4.3 x

Kaynak: Capital IQ

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı			
('000 EUR)	2011	2012	2013
FAVÖK	85	54	412
Şirket Değeri- Düşük (5.0x)	427	268	2,062
Şirket Değeri- Yüksek (6.0x)	512	322	2,475

Piyasa Çarpanları Analizi - ŞD/FAVÖK çarpanı			
('000 TL)	2011	2012	2013
FAVÖK	199	122	943
Şirket Değeri- Düşük (5.0x)	997	609	4,681
Şirket Değeri- Yüksek (6.0x)	1,197	731	5,618
Net Borçluluk	220	220	220
Özsermaye Değeri- Düşük (5.0x)	1,217	829	4,901
Özsermaye Değeri- Yüksek (6.0x)	1,417	951	5,838

Kaynak: KPMG Analizi

- Ortadoğu Elektrik Toptan Satış A.Ş.'ye uygun piyasa çarpanlarını belirlemek için; yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda Ortadoğu Elektrik'e benzerlik gösterdiği düşünülen genellikle toptan satış faaliyetlerine ağırlık veren firmalara ait çarpanlar analiz edilmiştir.
- Ortadoğu Elektrik'in Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/FAFÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **4.9 – 5.8** milyon TL aralığındadır.
- Ortadoğu Elektrik'in piyasa çarpanları metodu ile hesaplanan özsermaye değerinde, şirketin 2013 yılı itibari ile yüksek kapasite ile çalışmaya başlayacağı öngörüldüğü için, 2013 yılı FAVÖK değeri baz alınmıştır.
- Benzer şirketler portföyünde Ortadoğu Elektrik gibi sadece toptan elektrik satışı yapan firmalara ulaşamadığı için, piyasa çarpanları yöntemi Ortadoğu Elektrik için ikincil sırada tutulacaktır.

Ortadoğu Elektrik Sonuç - Konsolide Ortadoğu Enerji zsermaye Değeri

- Ortadoğu Enerji'nin toplam zsermaye değerine ulaşılırken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, Piyasa arpanları ve zsermaye metodolojileri kullanılmıştır.
- Ortadoğu Enerji'nin faaliyet alanı ve diğer metotlarla karşılaştırıldığında tahmini dönem gelirlerinin daha gerçekçi ve adil sonuç vereceği göz önüne alındığında, Ortadoğu Enerji'nin değerlemesinde İNA analizinin kullanılmasına karar verilmiştir.
- Bu yüzden Ortadoğu Enerji'nin değeri çalışmamızda 258 milyon TL olarak alınmıştır.
- Körfez Enerji ve Ortadoğu Elektrik firmaları Ortadoğu Enerji firmasının %99 iştirakidir.

Ortadoğu Enerji ve İştirakleri zsermaye Değerleme zeti				
(000 TL)	İNA metodu	Piyasa arpanları metodu (ĐD/VAFÖK)		zsermaye metodu
		düşük	yüksek	
Ortadoğu Enerji	212,918	283,000	322,660	3,801
Körfez Enerji (%99)	16,749	10,613	12,501	805
Ortadoğu Elektrik Toptan Satış (%99)	28,423	4,852	5,779	1,203
Konsolide Ortadoğu Enerji zsermaye Değeri	258,090	298,465	340,941	5,809

Kaynak: KPMG Analizi

- Yeşil İnşaat'ın Ortadoğu Enerji'deki %2'lik payına düşen değer 5.175 bin TL olarak hesaplanmaktadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Yeşil GYO

- Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi; İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adıyla 1997 yılında İstanbul'da kurulmuştur.
- Borsada işlem gören 21 gayrimenkul yatırım ortaklığından bir tanesi olan YGYO 1999 yılında borsaya açılmıştır.
- 29 Ocak 2007 tarihinde unvanının "Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" olarak değiştirilmiştir. 06.01.2011 tarihinde Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş ile birleşmiştir.
- 30 Mart 2011' da şirketin "Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" olan unvanının "Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" olarak değiştirildiği ilan edilmiştir.
- Şirket merkezi Topkapı, İstanbul olan YGYO villalar, daireler, devre-mülkler, arsalar, iş ve alışveriş merkezleri ve eski eser restitüsyon gibi projelere yatırım yapmaktadır.

YGYO Ortaklık Yapısı (30.06.2012)		
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı
Kamil Engin Yeşil	55.6%	130,757,256
Halka Açık	21.1%	49,507,033
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.	15.6%	36,748,809
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.	2.3%	5,455,000
Rudolph Younes	1.7%	4,070,672
Emel Yeşil Küçükçolak	2.7%	6,460,964
Diğer	0.9%	2,115,973
Toplam	100.0%	235,115,706

Kaynak: Şirket Yönetimi

- İNA hesaplamasında kullanılan nakit akışları, Şirket Yönetimi tarafından belirlenen hedef ve stratejiler doğrultusunda temin edilen projeksiyonlara dayalıdır. Yeşil GYO'nun bugünkü değerlerinin toplamı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Yeşil GYO - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")								
(Bin TL)	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Innovia Gerçekleşen Satışlardan Beklenen Senet Tahsilatları	77,264	123,378	57,050	31,931	9,400	1,909	340	64
Innovia Gelecekteki Satışlardan Beklenen Senet Tahsilatları	49,200	272,705	266,250	262,910	135,300	50,998	999	0
Innovia GECKMİŞ ÖDEMELERİN Beklenen Tahsilatı	4,754	1,585	13,319					
Kredi Kullanım	67,556	26,982	-					
Kira Gelirleri	1,283	1,825	-					
KDV ladesi	9,600	44,259	47,813	50,160				
Toplam Nakit Girişleri (Innovia)	209,658	470,733	384,433	345,001	144,700	52,907	1,339	64
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş, Toplam Ödemeleri	(90,389)	(38,726)	(3,449)	-	-	-	-	-
Yeşil GYO A.Ş, Toplam Ödemeleri	(48,988)	(55,172)	(41,690)	(19,751)	(14,024)	(9,581)	(10,322)	(11,279)
Innovia 2, Etap Tahmini İnşaat Ödemeleri	(39,389)	(6,511)	-	-	-	-	-	-
Innovia 3, Etap Tahmini İnşaat Ödemeleri	(65,236)	(116,814)	-	-	-	-	-	-
Innovia 4, Etap Tahmini İnşaat Ödemeleri	(26,183)	(279,467)	(202,035)	-	-	-	-	-
Innovia 5, Etap Tahmini İnşaat Ödemeleri	0	0	-	0	-	0	-	-
Toplam Nakit Çıkışları (Innovia)	(270,185)	(496,691)	(247,175)	(19,751)	(14,024)	(9,581)	(10,322)	(11,279)
Körfez Nakit Girişleri	8,649	45,052	23,023	10,547	9,996	2,239	-	-
Körfez Nakit Çıkışları	(7,796)	(38,878)	(11,818)	-	-	-	-	-
Körfez - Net Nakit Giriş/Çıkışı	853	6,173	11,205	10,547	9,996	2,239	-	-
YGYO Toplam Net Nakit Giriş/Çıkışı	(59,675)	(19,784)	148,463	335,797	140,672	45,565	(8,983)	(11,215)
Nihai Dönem Büyüme Oranı								4%
İndirgeme Oranı ("WACC")	15.5%							
Bugünkü Değer Katsayısı	0.96	0.87	0.75	0.65	0.56	0.49	0.42	0.37
Bugünkü Değer - Borçtan Arındırılmış Nakit Akımı	(57,567)	(17,134)	111,355	218,130	79,139	22,200	(3,790)	(4,099)
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	348,234							
Bugünkü değer -- nihai dönem	0							
İşletme Değeri	348,234							
Nakit Fazlası	9,413							
Faize Tabi Borç	(82,038)							
Özsermaye Değeri	275,609							

Kaynak: Yeşil GYO tahminleri & KPMG Analizi

- Sabit indirgeme oranının ve nihai değer varsayımlarının tahmini nakit akımlarına uygulanması ile Yeşil GYO'nun faaliyetlerinin İNA metodolojisine göre hesaplanan İşletme Değeri 348.2 milyon TL'dir.
- Yeşil GYO'nun Değerleme Tarihi itibariyle nakit ve nakit benzeri kalemler tutarı toplam 9.4 milyon TL ve faize tabi borç tutarı ise 82.0 milyon TL'dir.
- Yeşil GYO'nun Değerleme Tarihi itibari ile varsayılan nakit fazlası ve faize tabi borçları dikkate alındığında hesaplanan Özsermaye Değeri **275.6 milyon TL'dir**.
- İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamaya Ekler bölümünden ulaşabilirsiniz.

- Yeşil GYO'ya uygun piyasa çarpanlarını belirlemek için; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (“İMKB”) faaliyetleri açısından Yeşil GYO'ya bire bir benzerlik gösteren firmalara ait ilgili çarpan göz önünde bulundurulmuştur.
- Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin 30.06.2012 tarihi itibari ile hesaplanan Piyasa Değeri (“PD”)/Net Aktif Değer (“NAD”) ve Şirket Değeri(ŞD)/ Net Aktif Değer (“NAD”) çarpanı dikkate alınmıştır. Seçilen piyasa çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tablolarda sunulmaktadır.

Yeşil GYO - Piyasa Çarpanları Metodu (30.06.2012)		
(Bin TL)	ŞD/NAD	PD/NAD
Akfen Gayrimenkul Y.O.	0.6x	0.3x
Akmerkez Gayrimenkul Y.O.	4.6x	4.7x
Alarko Gayrimenkul Y.O.	0.7x	0.8x
Atakule Gayrimenkul Y.O.	0.4x	0.4x
Avrasya Gayrimenkul Y.O.	0.0x	0.1x
Doğuş Gayrimenkul Y.O.	0.5x	0.7x
Emlak Konut Gayrimenkul Y.O.	1.5x	1.5x
İdealist Gayrimenkul Y.O.	3.3x	3.4x
İş Gayrimenkul Y.O.	0.6x	0.7x
Özderici Gayrimenkul Y.O.	0.8x	0.8x
Pera Gayrimenkul Y.O.	0.6x	0.3x
Reysaş Gayrimenkul Y.O.	0.6x	0.5x
Saf Gayrimenkul Y.O.	0.3x	0.2x
TSKB Gayrimenkul Y.O.	0.9x	0.4x
Vakıf Gayrimenkul Y.O.	1.8x	1.9x
Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Y.O.	1.4x	0.8x
Ortalama	1.2x	1.1x
Orta nokta	0.7x	0.7x
Seçilen parametre	1.2x	1.1x
Şirket finansalları (30.06.2012 NAD)	194,312	194,312
İşletme değeri	234,227	
Net borçluluk	(72,625)	
Şirket değeri	161,602	222,487

Kaynak: GYODER & KPMG Analizi

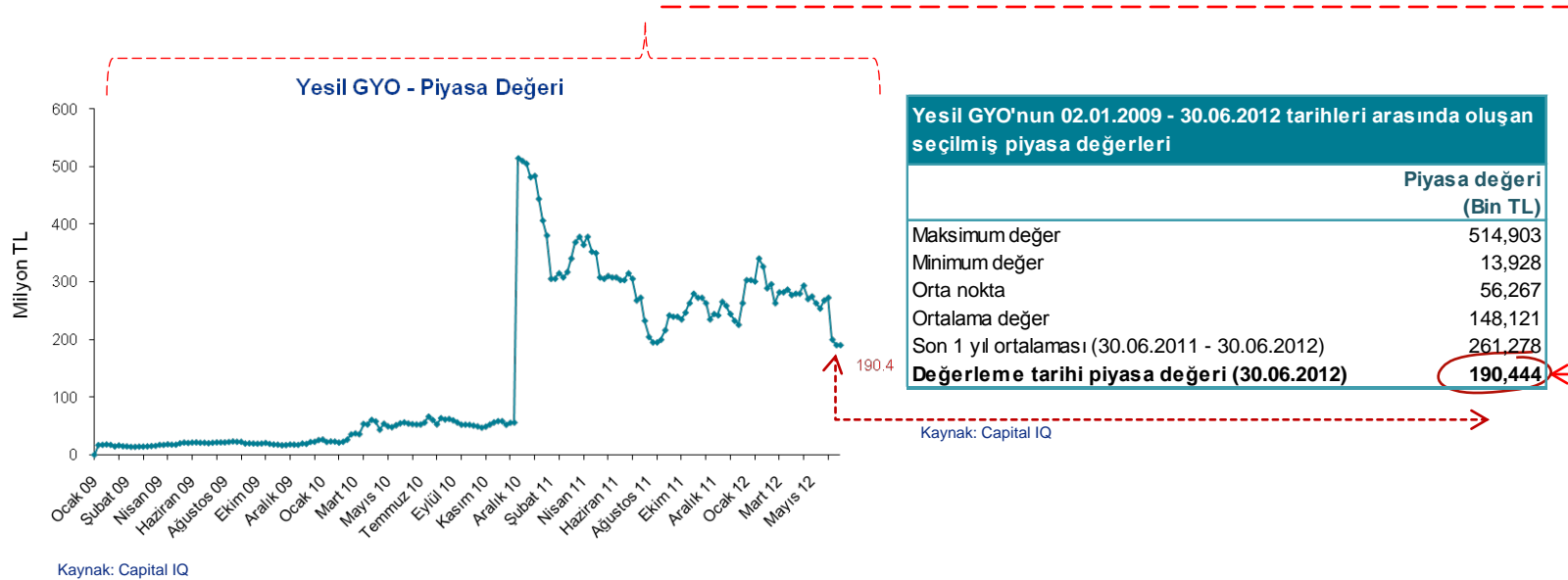
- Yeşil GYO'nun, 30 Haziran 2012 tarihine ait Net Aktif Değeri'ne göre hesaplanan özkaynak değeri, yandaki tabloda sunulduğu gibi, **161.6 milyon TL – 222.5 milyon TL** aralığındadır.

- Yeşil GYO'nun özkaynaklarının tespitinde, Yeşil GYO'nun 30 Haziran 2012 Değerleme Tarihi itibarıyla hazırlanmış olduğu yönetim raporundaki finansal tablolar esas alınmıştır. Yeşil GYO'nun, 30 Haziran 2012 tarihine ait bilançosunda yer alan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, yaklaşık **194 milyon TL**'dir.

Yeşil GYO - Özsermaye değeri	
Özkaynaklar	
(Bin TL)	30.06.12
Ödenmiş Sermaye	235,116
Hisse Senedi İhraç Primleri	3
Yabancı Para Çevrim Farkları	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(33,973)
Net Dönem Karı/Zararı	(6,834)
Azınlık payları	0
Özkaynaklar	194,312

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Yeşil GYO 23 Aralık 1997'de kurulmuştur ve hisse senetleri 1999 yılından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem görmektedir.
- 2010 yılı sonunda Yeşil GYO, Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş ile tüm aktif ve pasifin devir alınması yoluyla birleşmiştir. Birleşme nedeniyle şirketin çıkarılmış sermayesi 24 milyon TL'den 235 milyon TL'ye artırılmıştır.
- Aşağıda yer alan grafikte, Yeşil GYO'nun 1 Ocak 2009 tarihinden 30 Haziran 2012 tarihine kadar olan piyasa değerleri belirtilmektedir:



- Yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi Yeşil GYO'nun değerlendirme tarihi itibarıyla piyasa değeri ise **190.4 milyon TL'dir**.
- Son bir yıllık ortalama piyasa değerine bakıldığında İNA metodunun sonucuna yakın bir değer gözlemlenmektedir.

- İNA, Piyasa Değeri, Piyasa Çarpanları ve Özsermaye Metotları kullanılarak hesaplanan Yeşil GYO'nun toplam özsermaye değeri 162 - 275 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

Yeşil GYO - Özsermaye Değerleme Özeti (30.06.2012)	
(Bin TL)	
İNA Metodu	275,609
Piyasa Değeri Metodu	190,444
Piyasa Çarpanları metodu (ŞD/NAD)	161,602
Piyasa Çarpanları metodu (PD/NAD)	222,487
Özsermaye Metodu	194,312
Ortalama	208,891

Kaynak: KPMG Analizi

- Yeşil GYO'nun özsermaye değerine ulaşırken yukarıda adı geçen değerlendirme yöntemlerinin ortalaması alınmış ve **209 milyon TL** olarak özsermaye değerine ulaşılmıştır.
- Buna göre Yeşil İnşaat'ın Yeşil GYO'daki %15.63'lük payı 32.650 bin TL olarak hesaplanmaktadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

- Borova'ya uygun piyasa çarpanlarını belirlemek için; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (“İMKB”) ve yurtdışı borsalarda faaliyetleri açısından Borova'ya bire bir benzerlik gösteren firmalara ait çarpanlar göz önünde bulundurulmuştur.
- Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin ŞD/Satışlar, ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır.
- Borova'nın 2011 yıl sonu ve 30.06.2012 tarihli finansallarına göre VAFÖK,VFÖK ve dönem net karı eksi olduğu için sadece ŞD/Satışlar üzerinden piyasa çarpanları kullanılarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tablolarda sunulmaktadır.
- Borova'nın son 12 ay net satışları toplamı 22.2 milyon TL'dir. 2012 yılında Borova faaliyetlerine aktif olarak devam etmediği için son 12 aylık net satışları toplamı 2011 yılı toplam net satışlarına oranla %65 daha düşüktür.
- Borova'nın, Şirket Değeri/Satışlar çarpanına göre hesaplanan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi 10.3 milyon TL'dir.

Borova - Piyasa Çarpanları Metodu (30.06.2012)		
(Bin TL)	ŞD/Satışlar	
	2011	2012
Design Bau AG	0.7x	NA
Heijmans NV	0.1x	0.1x
Moury Construction SA	0.1x	0.1x
NCC AB	0.4x	0.3x
Skanska AB (publ)	0.3x	0.3x
SRV Group Plc	0.5x	0.5x
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	1.2x	1.1x
Compagnie d' Entreprises CFE SA	0.5x	0.5x
Ataç İnşaat	-0.1x	NA
Ortalama	0.5x	0.4x
Orta nokta	0.4x	0.3x
Seçilen parametre	0.5x	0.4x
Satışlar (son 12 ay 30.06.2011 - 30.06.2012)	22,185	22,185
İşletme değeri	10,503	9,372
Net borçluluk	(257)	(257)
Özsermaye değeri	10,246	9,115

Kaynak: Capital IQ & KPMG Analizi

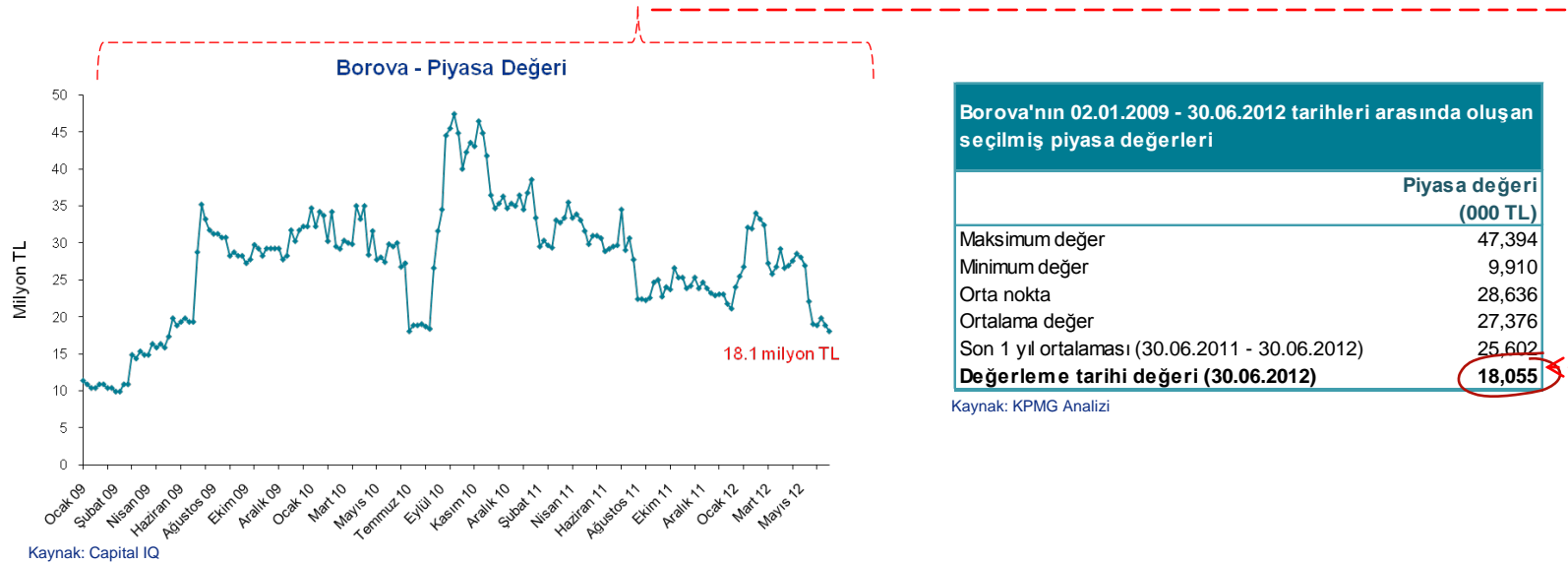
- Borova'nın özkaynaklarının tespitinde, Borova'nın 30 Haziran 2012 Değerleme Tarihi itibariyle hazırlanmış olduğu denetim raporundaki finansal tablolar esas alınmıştır. Borova'nın, 30 Haziran 2012 tarihine ait bilançosunda yer alan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, yaklaşık 4.1 milyon TL'dir.

Borova - Özsermaye değeri	
Özkaynaklar	
(Bin TL)	30.06.12
Ödenmiş Sermaye	16,121
Hisse Senedi İhraç Primleri	442
Yabancı Para Çevrim Farkları	(512)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,147
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(9,392)
Net Dönem Karı/Zararı	(3,751)
Azınlık payları	18
Özkaynaklar	4,072

Kaynak: Şirket Yönetimi

- Borova'nın 30 Haziran 2012 tarihi itibari ile 16,120,543 TL olan çıkarılmış sermayesi 05.09.2012 tarihi itibari ile tamamı nakden karşılanmak üzere 24,180,816 TL'ye yükseltilmiştir.
- Borova'nın Sermaye artırımında sonra özkaynakların son durumu 30.09.2012 tarihli **VUK** Mali tablolarına göre **9.402.411,42** dir.

- Borova Yapı Endüstrisi A.Ş 1979 yılında kurulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda ("İMKB") işlem görmektedir.
- Aşağıda yer alan grafikte, Borova'nın 1 Ocak 2009 tarihinden 30 Haziran 2012 tarihine kadar olan piyasa değerleri belirtilmektedir:



- Yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi Borova'nın değerleme tarihi 30.06.2012 itibariyle piyasa değeri ise **18.1 milyon TL'dir**.

- Piyasa Değeri, Piyasa Çarpanları ve Özsermaye Değeri metodolojileri kullanılarak hesaplanan Borova'nın 30.06.2012 tarihi itibari ile toplam özsermaye değeri 4 – 18 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

Borova - Özsermaye Değerleme Özeti (30.06.2012)	
(Bin TL)	
Piyasa Değeri Metodu	18,055
Piyasa Çarpanları metodu (ŞD/Satışlar)	10,246
Özsermaye Metodu	4,072

Kaynak: KPMG Analizi

- Değerleme çalışmasında Borova için kullanılacak özsermaye değerine karar verilirken, şirketin mevcut durumda aktif bir şekilde faaliyetlerine devam etmediği göz önüne alınmış ve en doğru değer piyasa tarafından geleceği göz önüne bulundurularak Piyasa Değeri Metodu'nun kullanılmasına karar verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında Borova'nın 30.06.2012 tarihi itibari ile değeri Piyasa Değeri Metodu ile hesaplan **18.1 milyon TL** olarak alınmıştır.
- Yeşil İnşaat'ın %12 hisse payına düşen değer 2.167 bin TL olarak hesaplanmaktadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Bu metotla değerlendirme yapılırken, markaya sahip olunmayıp, markanın kullanımı karşılığında bir telif hakkı (royalty) bedeli ödendiği varsayılmaktadır

Innovia Marka Değerlemesi								
(Bin TL)	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Innovia Gerçekleşen Satışlardan Beklenen Senet Tahsilatları	77,264	123,378	57,050	31,931	8,792	1,540	340	64
Innovia Gelecekteki Satışlardan Beklenen Senet Tahsilatları	49,200	272,705	266,250	262,910	135,300	50,998	999	-
Innovia Gecikmiş Ödemelerin Beklenen Tahsilatı	4,754	1,585	13,319					
Toplam Nakit Girişleri (Innovia)	131,218	397,668	336,620	294,841	144,092	52,539	1,339	64
YGYO Innovia Nakit Girişi	131,218	397,668	336,620	294,841	144,092	52,539	1,339	64
Innovia Marka Kullanım Bedeli/Telif Hakkı Oranı (3%)	3,937	11,930	10,099	8,845	4,323	1,576	40	2
İndirgeme Oranı ("WACC")	15.5%							
Bugünkü Değer Katsayısı	0.96	0.87	0.75	0.65	0.56	0.49	0.42	0.37
Vergi sonrası nakit akımlarının bugünkü değeri	3,798	10,332	7,574	5,746	2,432	768	17	1
Vergi sonrası nakit akımlarının bugünkü değeri toplamı	30,667							
Nihali dönem değerinin bugünkü değeri								
Nakit akımlarının bugünkü değerler toplamı	30,667							
Vergi amortisman primi	9.6%							
Amortismanın Vergi Etkisi	2,943							
Innovia Marka Değeri	33,610							

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

- Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markası Turkish Yatırım tarafından 20 Şubat 2012 tarihinde 51.6 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Değerleme tarihi 30 Haziran 2012 itibari ile tarafımızca yeniden hesaplanmış olan Innovia marka değeri 33.6 milyon TL olarak bu Rapor'a dahil edilmiştir.
- Innovia Markası'nı kullanma karşılığında Yeşil GYO Innovia projelerinin satış gelirleri üzerinden Yeşil İnşaat'a %3'lük marka kullanım bedeli (royalty rate) ödemektedir.
- Innovia Marka değeri hesaplamasında Yeşil GYO'nun satışları baz alınmış ve isim hakkı için ödenmesi gereken bedel Yeşil GYO'nun geleceğe dönük satış projeksiyonlarının %3'lük kullanım bedeli ile çarpılması ve değerlendirme tarihine iskonto edilmesi ile hesaplanmaktadır.
- Marka değerlendirme çalışmasında kullanılan %15.5 oranında indirgeme oranı Yeşil GYO indirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan indirgeme oranı ile aynı alınmıştır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Yeşil İnşaat Net Aktif Değeri (NAD) Metodolojisi

Yeşil İnşaat - Varlıklar (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Düzeltme	Düzeltilmiş Değerler
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,871	-	1,871
Finansal Yatırımlar	0	-	-
Ticari Alacaklar	4,362	-	4,362
Diğer Alacaklar	41,279	-	41,279
Stoklar	33,332	-	33,332
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	71,372	-	71,372
Diğer Dönen Varlıklar	44,357	-	44,357
	196,573	-	196,573
Duran Varlıklar			
Ticari Alacaklar	31,430	-	31,430
Diğer Alacaklar	718	-	718
Finansal Yatırımlar	65,361	123,386	188,747
Yatırım Amaçlı gayrimenkuller	48,872	-	48,872
Devam Etmekte olan Projeler	-	69,726	69,726
Maddi Duran Varlıklar	3,821	-	3,821
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132	-	132
Innovia Marka Değeri	-	33,610	33,610
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,946	-	2,946
Diğer Duran Varlıklar	2,172	-	2,172
	155,451	226,723	382,174
Toplam Varlıklar	352,025	226,723	578,747

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Düzeltme	Düzeltilmiş Değerler
Toplam Varlıklar	352,025	226,723	578,747
Toplam Yükümlülükler	334,191	-	334,191
Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri (30.06.2012)	17,834	226,723	244,556

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

- Yeşil İnşaat'ın 30.06.2012 tarihli denetim raporuna göre toplam varlıkları 352.0 milyon TL'dir. Net Aktif Değeri ("NAD") metodu çerçevesinde Yeşil İnşaat'ın toplam aktiflerinin değeri tarafımızca 578.7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.
- Net Aktif Değeri metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri yandaki tabloda sunulduğu gibi, 244.6 milyon TL'dir.

Yeşil İnşaat Net Aktif Değeri (NAD) Metodolojisi

Finansal Yatırımlar (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Borova Yapı End. A.Ş. (%12.0 ortaklık payı)	2,205	-38	2,167
Yeşil GYO A.Ş. (A ve B grubu hisseler) (%15.63 ortaklık payı)	38,664	-6,015	32,650
Ortadoğu Enerji San. Tic. A.Ş. (%2.0 ortaklık payı)	4,929	246	5,175
Televersal Bilgi Teknolojileri ve İletişim A.Ş. (%33.22 ortaklık payı)	3,188	-	3,188
Zincir Yapı Ortaklığı A.Ş. (%25 ortaklık payı)	16,375	129,193	145,568
<i>Ispartakule Projesi</i>	-	-	14,264
<i>Fako İş Kuleleri Projesi</i>	-	-	129,950
<i>Zincir Yapı Net Nakit/(Borç)</i>	-	-	1,354
Finansal Yatırımlar	65,361	123,386	188,747

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Devam Etmekte olan Projeler (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Innova 2.2 (Parsel 49 & 54) Projesi	-	2,879	2,879
Innova 3 Projesi	-	8,067	8,067
Innova 4 Projesi	-	22,751	22,751
Innovia Zekeriyaköy Villa Projesi	-	36,029	36,029
Toplam devam etmekte olan projeler	-	69,726	69,726

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (30.06.2012)			
(Bin TL)	Denetim Raporu 30.06.2012	Düzeltilmiş Değerler	Düzeltilmiş Değerler
Binalar	2,182	-	2,182
Sarıyer / Uskumru Kıztaşı Mevkii	2,680	-	2,680
Sarıyer / Uskumru Kayış Kıran Mevkii	4,185	-	4,185
Çorlu / Velimeşe Mevkii	3,500	-	3,500
Çorlu / Marmaracak Mevkii	1,600	-	1,600
Zeytinburnu / Merkezefendi Mevkii	34,725	-	34,725
Toplam yatırım amaçlı gayrimenkuller	48,872	-	48,872

Kaynak: Denetim Raporu & KPMG Analizi

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - > Sonuç
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

Yeşil İnşaat Piyasa Çarpanları Metodolojisi (“CoCo”)

Yeşil İnşaat - Piyasa Çarpanları Metodu (30.06.2012)		
(Bin TL)	ŞD/Satışlar	
	2011	2012
Design Bau AG	0.7x	NA
Heijmans NV	0.1x	0.1x
Moury Construction SA	0.1x	0.1x
NCC AB	0.4x	0.3x
Skanska AB (publ)	0.3x	0.3x
SRV Group Plc	0.5x	0.5x
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	1.2x	1.1x
Compagnie d' Entreprises CFE SA	0.5x	0.5x
Ataç İnşaat	-0.1x	NA
Ortalama	0.5x	0.4x
Orta nokta	0.4x	1.4x
Seçilen parametre	0.5x	0.4x
Satışlar (son 12 ay 30.06.2011 - 30.06.2012)	209,243	209,243
İşletme değeri	99,059	88,392
Net borçluluk	(78,258)	(78,258)
Özsermaye değeri	20,801	10,134

Kaynak: Capital IQ & KPMG Analizi

Yeşil İnşaat - Net Borçluluk (30.06.2012)	
(Bin TL)	
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,471
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	(74,456)
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	(6,273)
Net Borçluluk	(78,258)

Kaynak: Denetim Raporu

- Piyasa çarpanları metodolojisine göre Yeşil İnşaat'ın özsermaye değerine ulaşılırken değerlendirme tarihi 30 Haziran 2012 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'a faaliyetleri açısından benzerlik gösteren ve inşaat sektöründe yer alan yurtiçi ve yurtdışı halka açık firmaların Şirket Değeri / Satışlar (ŞD/Satışlar) çarpanları göz önüne alınmıştır.
- Şirketin FAVÖK çarpanından gelen özsermaye değeri net borçluluk da göz önüne alındığı zaman negatif çıktığından ötürü hesaplama dahil edilmemiştir.
- Ataç İnşaat yandaki tabloda gösterilmiş olmasına rağmen negatif satış çarpanı sebebi ile hesaplama dahil edilmemiştir.
- Piyasa çarpanları metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri yandaki tabloda sunulduğu gibi, 20.8 milyon TL'dir.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi
- Ekler

- Yeşil İnşaat'ın özsermayesinin tespitinde, Yeşil İnşaat'ın 30 Haziran 2012 tarihli denetim raporu göz önüne alınmıştır.
- Yeşil İnşaat'ın, 30 Haziran 2012 tarihine ait bilançosunda yer alan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, yaklaşık 17.8 milyon TL'dir.

Yeşil İnşaat - Özkaynak Yöntemi - Değer göstergesi	
(Bin TL)	30.06.2012
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	10,097
<i>Sermaye</i>	10,000
<i>Enflasyon olumlu farklar</i>	97
Kar Yedekleri	16
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	4,969
Dönem Net Karı (zararı)	2,752
Özkaynaklar	17,834

Kaynak: Şirket Yönetimi & Denetim Raporu

Yeşil İnşaat Sonuç – Yeşil İnşaat Özsermaye Değeri

- Net Aktif Değeri, Piyasa Çarpanları ve Özsermaye Değeri metodolojileri kullanılarak hesaplanan Yeşil İnşaat'ın 30.06.2012 tarihi itibari ile özsermaye değeri 17.9 – 244.6 milyon TL aralığında hesaplanmıştır.

Yeşil İnşaat - Özsermaye Değerleme Özeti	(30.06.2012)
(Bin TL)	
Net Aktif Değeri metodu(NAD)	244,556
Piyasa Çarpanları metodu (ŞD/Satışlar)	20,801
Özsermaye metodu	17,834

Kaynak: KPMG Analizi

- Yeşil İnşaat'ın faaliyetleri ve şirket yapısını göz önüne alınarak en doğru yöntemin Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji olduğuna tarafımızca karar verilmiştir.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerlemesi
 - Net Aktif Değer Metodolojisi
 - > Yeşil İnşaat Devam Eden ve Planlanan Projeler
 - > Ortadoğu Enerji
 - > Yeşil GYO
 - > Borova
 - > Innovia Marka Değeri
 - Piyasa Çarpanları Metodolojisi
 - Özsermaye Metodolojisi

- Ekler

- **Innovia 2. etap, Innovia 3. etap, Innovia 4.etap ve Ispartakule ve Zekeriya köy projelerinde TL bazlı Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”) oranı %14.2 olarak hesaplanmıştır.**
- **Gelir ve maliyetleri ABD Doları olarak hesaplanan Fako İş Kuleleri projesinin değerlendirilmesi için ABD Doları bazlı WACC %11.2 olarak hesaplanmıştır.**
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.
 - Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (FED) tarafından belirlenen 2012 yılı Haziran ayı 30 yıllık borçlanma senetlerine ait risk varsayımı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %2.76’dır.
 - Türkiye’ye özgü risk priminin %2.8 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.
 - Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.0 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.
 - Şirkete özgü risk priminin %4 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır. Şirketlere özgü risk primi; hisselerin likiditesi, faaliyet gösterilen sektör, şirketin personeline, ana tedarikçilerine ve müşterilerine olan bağımlılığı, kur risklerine olan hassaslığı gibi faktörler göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.
 - Benzer şirketlerin aktif betalarının ortalaması göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.63’dur.
 - Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, benzer şirketlerin borucunun toplam borç ve özsermayesine oranı olan %30 kullanılmıştır.
 - WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.
 - Yeşil İnşaat’ın TL bazlı borç alma oranı hesaplanırken KPMG Kurumsal Finansman profesyonel tahminleri kullanılarak uzun vadeli TL bazlı devlet borçlanma kağıtlarının üzerine belirli bir marj koyulmuş ve oran %12.8 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
 - WACC hesaplamasına ilişkin açıklamalar bu raporun “Ekler” kısmında detaylandırılmıştır
 - Innovia 2.2 Etap, Innovia 3. Etap, Innovia 4. Etap, Ispartakule ve Zekeriya köy projeleri için TL bazlı WACC kullanılırken, gelir ve maliyetleri ABD Doları olarak hesaplanan Fako İş Kuleleri projesinin değerlendirilmesi için ABD Doları bazlı WACC kullanılmıştır.
- Yeşil İnşaat’a uygun beta çarpanını hesaplamak için; yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Yeşil İnşaat’a benzerlik gösterdiği düşünülen firmaların betalarının ortalamaları göz önünde bulundurulmuştur.
- Beta analizimizde yer alan beta değerleri ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Yeşil İnşaat Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC")

- Innovia 2. etap, 3. etap, 4.etap ve Zekeriya köy ve İspartakule projelerinde TL bazlı Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") oranı %14.2 olarak hesaplanmıştır.

Yeşil İnşaat - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") 30.06.2012 (TL)			
Riskten Arındırılmış Oran	2.76%	Borç Alma Oranı	12.8%
Ülke risk primi	2.8%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Enflasyon farkı	3.2%		
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	4.0%		
İşlem görmemiş aktif beta	0.47		
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	43%		
İşlem görmüş aktif beta	0.63		
Özsermaye Maliyeti	15.9%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10.2%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	70%	Toplam finansmandaki borç oranı	30%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	14.2%		

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Finansman Öncesi Beta Hesaplaması										
Milyon TL										
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	Ticker	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Piyasa Özsermaye Değeri	Borç/Özkaynak	Borç/(Borç + Özkaynak)	2011 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
Borova Yapi Endustrisi AS	Türkiye	IBSE	IBSE:BROVA	1.10	0	18	1%	1%	20.0%	1.10
Compagnie Industrielle & Financière d'I Fransa	Fransa	ENXTPA	ENXTPA:INFE	0.43	27	124	22%	18%	33.3%	0.37
Design Bau AG	Almanya	XTRA	XTRA:D2B	0.64	23	19	123%	55%	29.4%	0.34
Heijmans NV	Hollanda	ENXTAM	ENXTAM:HEIJM	1.01	597	243	246%	71%	25.0%	0.35
Morgan Sindall Group plc	Büyük Britanya	LSE	LSE:MGNS	0.49	150	716	21%	17%	26.0%	0.42
Mostostal-Export Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:MSX	0.45	1	17	6%	5%	19.0%	0.43
Moury Construction SA	Belçika	ENXTBR	ENXTBR:MOUR	0.47	3	102	3%	3%	34.0%	0.46
NCC AB	İsveç	OM	OM:NCC B	0.88	2,660	3,511	76%	43%	26.3%	0.56
P.A. Nova Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:NVA	0.41	72	41	176%	64%	19.0%	0.17
Poinord Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:PND	1.11	427	195	219%	69%	19.0%	0.40
Skanska AB (publ)	İsveç	OM	OM:SKA B	0.84	2,826	11,370	25%	20%	26.3%	0.71
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	Büyük Britanya	LSE	LSE:SMJ	0.37	20	114	18%	15%	26.0%	0.33
SRV Group Plc	Finlandiya	HLSE	HLSE:SRV1V	0.69	698	268	260%	72%	26.0%	0.24
UNIBEP SA	Polonya	WSE	WSE:UNI	0.48	64	91	71%	41%	19.0%	0.30
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	Türkiye	IBSE	IBSE:ENKAI	0.94	756	12,125	6%	6%	20.0%	0.90
		Ortalama		0.69			0.85	0.30		0.47
		Medyan		0.64			0.25	0.20		0.40
		Maksimum		1.11			2.60	0.72		1.10
		Minimum		0.37			0.01	0.01		0.17

Kaynak: Capital IQ

Zincir Yapı – Yeşil İnşaat Projeler (Fako İş Kuleleri) Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”)

- Fako İş Kuleleri projesinde tarafımıza iletilen finansal veriler ABD Doları bazlı olup ABD Doları bazlı Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”) oranı %11.2 olarak hesaplanmıştır.

Yeşil İnşaat - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”) 31.12.2012 (ABD Doları)			
Riskten Arındırılmış Oran	2.76%	Borç Alma Oranı	9.6%
Ülke risk primi	2.8%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	4.0%		
İşlem görmemiş aktif beta	0.47		
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	43%		
İşlem görmüş aktif beta	0.63		
Özsermaye Maliyeti	12.7%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	7.6%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	70%	Toplam finansmandaki borç oranı	30%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)		11.2%	

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Finansman Öncesi Beta Hesaplaması										
Milyon TL										
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	Ticker	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Piyasa Özsermaye Değeri	Borç/Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	2011 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
Borova Yapı Endüstrisi AS	Türkiye	IBSE	IBSE:BROVA	1.10	0	18	1%	1%	20.0%	1.10
Compagnie Industrielle & Financière d'I Fransa	Fransa	ENXTPA	ENXTPA:INFE	0.43	27	124	22%	18%	33.3%	0.37
Design Bau AG	Almanya	XTRA	XTRA:D2B	0.64	23	19	123%	55%	29.4%	0.34
Heijmans NV	Hollanda	ENXTAM	ENXTAM:HEIJM	1.01	597	243	246%	71%	25.0%	0.35
Morgan Sindall Group plc	Büyük Britanya	LSE	LSE:MGNS	0.49	150	716	21%	17%	26.0%	0.42
Mostostal-Export Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:MSX	0.45	1	17	6%	5%	19.0%	0.43
Moury Construction SA	Belçika	ENXTBR	ENXTBR:MOUR	0.47	3	102	3%	3%	34.0%	0.46
NCC AB	İsveç	OM	OM:NCC B	0.88	2,660	3,511	76%	43%	26.3%	0.56
P.A. Nova Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:NVA	0.41	72	41	176%	64%	19.0%	0.17
Poinord Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	WSE:PND	1.11	427	195	219%	69%	19.0%	0.40
Skanska AB (publ)	İsveç	OM	OM:SKA B	0.84	2,826	11,370	25%	20%	26.3%	0.71
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	Büyük Britanya	LSE	LSE:SMJ	0.37	20	114	18%	15%	26.0%	0.33
SRV Group Plc	Finlandiya	HLSE	HLSE:SRV1V	0.69	698	268	260%	72%	26.0%	0.24
UNIBEP SA	Polonya	WSE	WSE:UNI	0.48	64	91	71%	41%	19.0%	0.30
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	Türkiye	IBSE	IBSE:ENKAI	0.94	756	12,125	6%	6%	20.0%	0.90
		Ortalama		0.69			0.85	0.30		0.47
		Medyan		0.64			0.25	0.20		0.40
		Maksimum		1.11			2.60	0.72		1.10
		Minimum		0.37			0.01	0.01		0.17

Kaynak: Capital IQ

Ortadoğu Enerji ve Körfez Enerji Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC")

Ortadoğu Enerji ve Körfez Enerji için EUR bazlı Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") oranı %9.7 olarak hesaplanmıştır.

Her iki şirket de aynı sektörde faaliyet gösterdiği için Ortadoğu Enerji ve Körfez Enerji için aynı indirgeme oranı ve benzer şirketler portföyü kullanılmıştır.

Ortadoğu Enerji - Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") 30.06.2012 (EUR)			
Risken Arındırılmış Oran	2.28%	Borç Alma Oranı	9.1%
Ülke risk primi (Türkiye)	2.8%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Şirkete Özgü Risk Primi	4.0%		
Finansman öncesi beta	0.35		
Borç/piyasa özsermaye değeri - benzer şirketler	108%		
Finansman sonrası beta	0.65		
Özsermaye Maliyeti	12.3%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	7.3%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	48%	Toplam finansmandaki borç oranı	52%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC")		9.7%	

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Finansman Öncesi Beta Hesaplaması									
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Piyasa Özsermaye Değeri	Borç/Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	2011 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	Türkiye	IBSE:AKENR	0.87	711	359	198%	66%	20.0%	0.34
Aksa Enerji Üretim AS	Türkiye	IBSE:AKSEN	0.69	558	898	62%	38%	20.0%	0.46
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	IBSE:ANLE	0.22	51	106	49%	33%	20.0%	0.16
Alerion Clean Power SpA	İtalya	BIT	0.88	415	152	273%	73%	31.4%	0.31
Alpiq Holding AG	İsviçre	SWX	0.64	4,867	3,610	135%	57%	21.2%	0.31
CEZ, a.s.	Çek Cumhuriyeti	SEP	0.59	7,120	14,586	49%	33%	19.0%	0.42
Edison SpA	İtalya	BIT	0.45	4,384	4,680	94%	48%	31.4%	0.27
EDP Renováveis	İspanya	ENXTLS	0.54	4,128	2,356	175%	64%	30.0%	0.24
Electricite de France SA	Fransa	ENXTPA	0.72	60,050	32,427	185%	65%	33.3%	0.32
Enel SpA	İtalya	BIT	0.66	67,427	23,903	282%	74%	31.4%	0.23
EVN AG	Avusturya	WBAG	0.55	2,028	1,822	111%	53%	25.0%	0.30
Fersa Energias Renovables, S.A.	İspanya	CATS	0.86	245	50	491%	83%	30.0%	0.19
Hafslund ASA	Norveç	OB	0.71	1,465	1,311	112%	53%	28.0%	0.40
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka	Polonya	WSE	0.26	482	8,596	6%	5%	19.0%	0.25
Sechillienne-Sidec	Fransa	ENXTPA	1.01	0	315	0%	0%	33.3%	1.01
Terna Energy SA	Yunanistan	ATSE	1.17	387	142	274%	73%	20.0%	0.37
		Ortalama	0.68			1.58	0.52		0.35
		Medyan	0.69			1.35	0.57		0.31

Kaynak: Capital IQ

Ortadoğu Enerji

Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (“BANİS”)

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (“BANİS”)

İşletme sermayesi analizi - Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (BANİS)													
(000 EUR)	2010	2011	H1 2012	H2 2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nakit ve nakit benzerleri	1,538	437	22										
Toplam dönen varlık	2,832	4,710	3,606										
Kısa vadeli finansal borçlar	1,449	2,699	1,793										
Toplam kısa vadeli yabancı kaynaklar	2,974	7,076	8,763										
BANİS	(231)	(105)	(3,385)										
BANİS	(231)	(105)	(3,385)	(151)	(747)	(1,031)	(1,002)	(973)	(945)	(888)	(830)	(802)	(773)
Satışlar	7,766	10,365	7,557	7,557	37,356	51,538	50,106	48,674	47,243	44,380	41,516	40,085	38,653
BANİS'in satışlara oranı (%)	-3%	-1%	-22%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
İşletme sermayesindeki değişim				na	(445)	(284)	29	29	29	57	57	29	29

(000 EUR)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
BANİS	(687)	(601)	(573)	(515)	(487)	(372)	(315)	(315)	(258)
Satışlar	34,358	30,064	28,632	25,769	24,337	18,611	15,748	15,748	12,884
BANİS'in satışlara oranı (%)	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
İşletme sermayesindeki değişim	86	86	29	57	29	115	57	-	57

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG Analizi

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (BANİS)																
(000 EUR)	2011	2012 H1	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Nakit ve nakit benzerleri	221	7														
Toplam dönen varlık	1,286	620														
Kısa vadeli finansal borçlar	0	3														
Toplam kısa vadeli yabancı kaynaklar	185	378														
Net işletme sermayesi (BANİS)	881	237														
BANİS	881	237	125	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243	121
Satışlar	0	111	1,248	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	2,428	1,214
BANİS'in satışlara oranı (%)	na	213%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
İşletme sermayesindeki değişim			103	118	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(121)

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC")

Ortadoğu Elektrik için EUR bazlı Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") oranı %10.5 olarak hesaplanmıştır.

Ortadoğu Elektrik Toptan Satış - Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") 30.06.2012			
Riskten Arındırılmış Oran	2.28%	Borç Alma Oranı	9.1%
Enflasyon Farkı		Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Ülke risk primi (Türkiye)	2.8%		
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Şirkete Özgü Risk Primi	4.0%		
Finansman öncesi beta	0.42		
Borç/piyasa özsermaye değeri - benzer şirketler	50%		
Finansman sonrası beta	0.59		
Özsermaye Maliyeti	12.0%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	7.3%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	67%	Toplam finansmandaki borç oranı	33%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC")		10.5%	

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Finansman Öncesi Beta Hesaplaması									
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Equity Market Value	Borç/Özkaynak	Borç/(Borç + Özkaynak)	Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka A	Poland	WSE	0.26	386	8,596	4%	4%	19.0%	0.25
Open Joint-Stock Company Enel OGC-5	Russia	MICEX	0.80	769	1,428	54%	35%	20.0%	0.56
JSC TGC-1	Russia	MICEX	0.90	774	643	120%	55%	20.0%	0.46
Volga Territorial Generation Company	Russia	MICEX	0.35	172	963	18%	15%	20.0%	0.30
Kuban Power Sale Company Open Joint-S	Russia	MICEX	0.91	52	70	74%	43%	20.0%	0.57
OAO Ryazan Energy Retail Company	Russia	MICEX	1.14	0	19	0%	0%	20.0%	1.14
Exelon Corporation	United States	NYSE	0.54	15,345	25,297	61%	38%	40.0%	0.40
American Electric Power Co., Inc.	United States	NYSE	0.49	14,629	15,244	96%	49%	40.0%	0.31
PPL Corporation	United States	NYSE	0.39	15,521	12,724	122%	55%	40.0%	0.22
FirstEnergy Corp.	United States	NYSE	0.46	14,693	16,228	91%	48%	40.0%	0.30
PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka A	Poland	WSE	0.26	386	8,596	4%	4%	19.0%	0.25
Pinnacle West Capital Corporation	United States	NYSE	0.51	2,791	4,468	62%	38%	40.0%	0.37
Westar Energy, Inc.	United States	NYSE	0.56	2,711	2,981	91%	48%	40.0%	0.37
		Ortalama	0.58			0.61	0.33		0.42
		Medyan	0.51			0.62	0.38		0.37
		Maksimum	1.14			1.22	0.55		1.14
		Minimum	0.26			0.00	0.00		0.22

Kaynak: Capital IQ

Ortadoğu Elektrik Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi (“BANİS”)

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (BANİS)												
(000 EUR)	2011	2012 H1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nakit ve nakit benzerleri	92	97										
Toplam dönen varlık	472	1,059										
Kısa vadeli finansal borçlar	0	0										
Toplam kısa vadeli yabancı kaynaklar	119	529										
Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (BANİS)	262	434										
BANİS	262	434	373	960	1,371	1,714	2,411	2,772	3,050	3,355	3,690	4,059
Satışlar	1,672	1,191	2,382	6,132	8,760	10,950	15,398	17,708	19,479	21,427	23,570	25,927
BANİS'in satışlara oranı (%)	16%	18%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
İşletme sermayesindeki değişim			111	587	411	343	696	362	277	305	335	369

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (BANİS)											
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030		
BANİS	4,465	4,912	5,403	5,943	6,537	7,191	7,910	8,701	9,571		
Satışlar	28,519	31,371	34,508	37,959	41,755	45,931	50,524	55,576	61,134		
BANİS'in satışlara oranı (%)	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%		
İşletme sermayesindeki değişim	406	447	491	540	594	654	719	791	870		

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Nihai dönem BANİS hesaplaması	
Satışlar - 2030	61,134
Satışlar - 2030'dan bir sonraki dönem	63,579
Satışlardaki değişim	2,445
Satışlar/BANİS	16%
Nihai dönem BANİS değişimi	383

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“WACC”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.
 - Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Alman Merkez Bankası tarafından belirlenen 2011 yılı Aralık ayı 15 - 30 yıllık borçlanma senetlerine ait risk varsayımı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %2.76’dir.
 - Türkiye’ye özgü risk priminin %2.8 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.
 - Özsermaye piyasa risk primi, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %5.0 özsermaye piyasa risk primi uygulanmıştır.
 - Şirkete özgü risk priminin %4 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır. Şirketlere özgü risk primi; hisselerin likiditesi, faaliyet gösterilen sektör, şirketin personeline, ana tedarikçilerine ve müşterilerine olan bağımlılığı, kur risklerine olan hassaslığı gibi faktörler göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.
 - Benzer şirketlerin aktif betalarının ortalaması göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.69’dur.
 - Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Yeşil GYO’nun borucunun toplam pasifler oranı olan %23 kullanılmıştır.
 - WACC hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.
 - Yeşil GYO’nun TL bazlı borç alma oranı hesaplanırken KPMG Kurumsal Finansman profesyonel tahminleri kullanılarak uzun vadeli TL bazlı devlet borçlanma kağıtlarının üzerine belirli bir marj koyulmuş ve oran %12.8 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
 - WACC hesaplamasına ilişkin açıklamalar bu raporun “Ekler” kısmında detaylandırılmıştır.
- Yeşil GYO’ya uygun beta çarpanını hesaplamak için; yurtiçinde işlem gören, faaliyetleri açısından Yeşil GYO’ya benzerlik gösterdiği düşünülen Atakule, Özderici, Vakıf, Akfen, Avrasya, Edip, İş, Sinpaş, Alarko, Doğuş, Nuro, Pera, ve Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının betalarının ortalamaları göz önünde bulundurulmuştur.
- Beta analizimizde yer alan beta değerleri ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Yeşil GYO - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("WACC") 30.06.2011			
Risken Arındırılmış Oran	2.76%	Borç Alma Oranı	12.8%
Ülke risk primi	2.8%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Enflasyon farkı	3.2%		
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	4.0%		
İşlem görmemiş aktif beta	0.69		
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	30%		
İşlem görmüş aktif beta	0.86		
Özsermaye Maliyeti	17.0%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10.2%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	77%	Toplam finansmandaki borç oranı	23%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)	15.5%		

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Yeşil GYO - Finansman Öncesi Beta Hesaplaması								
(Milyon TL)								
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	Ticker	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Borç/ (Borç + Özkaynak)	2011 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	Türkiye	IBSE	IBSE:AGYO	0.96	0	0%	20.0%	0.96
Ozderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	Türkiye	IBSE	IBSE:OZGYO	0.97	0	0%	20.0%	0.97
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Türkiye	IBSE	IBSE:VKGYO	0.47	2	1%	20.0%	0.47
Avrasya Real Estate Investment Trust	Türkiye	IBSE	IBSE:AVGYO	0.79	0	0%	20.0%	0.79
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret AS	Türkiye	IBSE	IBSE:EDIP	0.77	249	82%	20.0%	0.17
Is Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	Türkiye	IBSE	IBSE:ISGYO	0.59	62	9%	20.0%	0.55
Sinpas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	Türkiye	IBSE	IBSE:SNGYO	1.32	282	32%	20.0%	0.96
Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Türkiye	IBSE	IBSE:ALGYO	0.59	0	0%	20.0%	0.59
Dogus Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	Türkiye	IBSE	IBSE:DGGYO	0.87	0	0%	20.0%	0.87
Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Türkiye	IBSE	IBSE:NUGYO	0.90	112	64%	20.0%	0.37
PERA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Türkiye	IBSE	IBSE:PEGYO	1.49	49	49%	20.0%	0.85
Yapi Kredi Koray	Türkiye	IBSE	IBSE:YKGYO	1.12	36	40%	20.0%	0.73
		Ortalama		0.90		0.23		0.69
		Medyan		0.89		0.05		0.76
		Maksimum		1.49		0.82		0.97
		Minimum		0.47		0.00		0.17

Kaynak: Capital IQ

Amortismanın Vergi Etkisi

WACC	15.5%
Amortisman süresi (yıl)	15
Amortisman / yıl	6.7%
Vergi oranı	20%
Amortismanın vergi etkisi /yıl	1.3%

Amortismanın Vergi Etkisi

Bugünkü değer kat sayısı	0.96	0.87	0.75	0.65	0.56	0.49	0.42	0.37	0.32	0.27	0.24	0.21	0.18	0.15	0.13
Amortismanın vergi etkisi /yıl	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
Amortisman vergi etkilerinin bugünkü değeri	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
Toplam amortismanın vergi etkisi	8.8%														
Maddi olmayan duran varlık	100.0														
Amortismanın vergi etkisi toplamı	8.8														
Amortismanın vergi etkisi öncesi Maddi olmayan duran varlık	91.2														
Amortismanın vergi etkisi primi	9.6%														

Kaynak: KPMG Analizi

$$\text{Amortisman Vergi Etkisi} = \frac{X}{(1-Y)} - X$$

X- Nakit akımlarının ve nihai dönem değerinin bugünkü değerler toplamı

Y- Vergi Yararı Oranı

Şirket Adı	İş Tanımı
Design Bau AG	DESIGN Bau AG engages in building and constructing houses. It offers single, double, and row houses. The company was founded in 1989 and is headquartered in Kiel, Germany.
Heijmans NV	Heijmans N.V. engages in property development, residential building, non-residential building, installation engineering, and infrastructure businesses primarily in the Netherlands, Belgium, and Germany. Its Property Development segment focuses on area development of large and smaller-scale projects in urban and out-of-town areas; and acts as initiator, developer, and seller of residential properties.
Moury Construction SA	Moury Construct S.A. provides residential and non-residential construction and renovation services to the public and private sectors primarily in Belgium. It engages in the construction of industrial buildings, commercial complexes, buildings for hospitals and schools, and new houses, as well as in the maintenance, repair, and modernization of residential and non-residential buildings.
NCC AB	NCC AB operates as a construction and property development company. It develops and constructs residential and commercial properties, industrial facilities and public buildings, roads, civil engineering structures, and other types of infrastructure in Sweden, Denmark, Finland, and Norway.
Skanska AB (publ)	Skanska AB (publ), a project development and construction company, engages in the development and construction of commercial properties and residential projects, and public-private partnerships in Europe, the United States, and Latin America. The company's Construction segment constructs residential and non-residential buildings, as well as civil construction projects. Skanska AB's Residential Development segment initiates and develops residential projects for sale primarily to individual consumers.
SRV Group Plc	SRV Group Plc, a construction company, engages in the development, construction, and commercialization of projects in Finland, Russia, and in the Baltic countries. The company's Business Premises segment develops and builds retail premises, offices, logistics centres, and hotels; and engages in rock construction operational and property development activities, as well as builds underground construction projects and other special premises for its customers. Its Housing segment constructs residential, commercial, office premises, and logistics construction projects for consumers, professional developers, and public sector entities.
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş. operates as a construction company in Turkey. The company constructs power plants; motorways, bridges, and tunnels; petrochemical facilities and plants, and pipelines; business centers and high rise buildings; public buildings; malls and shopping centers; and industrial plants, as well as urban development projects comprising villas and apartments. The company also constructs and operates natural gas fired electrical energy generation facilities; engages in the investment and management of real estate properties; and operates a network of hyperstores and shopping malls in Moscow.

Ticker	Şirket Adı	İş Tanımı
IBSE:AKENR	Akenerji Elektrik Üretim A.S.	Akenerji Elektrik Üretim A.S. engages in the production, transmission, purchase, and wholesale of electricity to industrial enterprises in Turkey. It is also involved in the production, transfer, and sale of steam to industrial enterprises; and import, export, and wholesale of natural gas. The company operates natural gas, hydroelectric, and wind power plants with a total installed capacity of 658.2 megawatts. It has a steam production capacity of 417 tons. The company was founded in 1989 and is headquartered in Istanbul, Turkey.
BIT:ARN	Alerion Clean Power SpA	Alerion Clean Power S.p.A. operates in the renewable energy sector primarily in Italy. It produces electrical energy from renewable sources, through a portfolio of plants in the solar, biomass, and wind sectors. As of December 31, 2010, the company had 21 production plants with a total electric power capacity of 334 MW, of which approximately 306 MW were generated by the wind sector, 23 MW by the solar sector, and 5 MW by the biomass sector. Alerion Clean Power S.p.A. is headquartered in Milan, Italy.
SWX:ALPH	Alpiq Holding AG	Alpiq Holding AG operates as an independent energy services company in Europe. It engages in the generation, transmission, distribution, and sale of energy. The company generates electricity from various sources, including hydroelectric, nuclear, wind, solar, gas-fired, coal-fired, and other renewable energy sources. It also trades in electricity, gas, and other commodities and certificates. In addition, the company delivers services related to power generation, transmission, distribution, and use covering services in the business areas of power generation, plant engineering, and building services, as well as energy supply, network, and transport technologies. It serves medium-sized companies, large concerns, and public institutions, as well as energy suppliers, local authorities, industrial enterprises, and institutional and private investors. The company was founded in 1894 and is headquartered in Olten, Switzerland.
IBSE:AYEN	Ayen Enerji A.S.	Ayen Enerji A.S. engages in the generation, transmission, distribution, and trading of electricity in Turkey. As of December 31, 2008, the company had a total installed capacity of 256.5 megawatt (MW) of power comprising 184 MW of hydroelectric, 31.5 MW of wind, and 41 MW of natural gas power. The company was founded in 1990 and is headquartered in Ankara, Turkey. Ayen Enerji A.S. is a subsidiary of Aydiner Insaat A.S.
SEP:BAACEZ	CEZ, a.s.	ČEZ, a.s., together with its subsidiaries, engages in the production, distribution, and sale of electricity primarily in the Czech Republic. The company operates fossil fuel plants, hydroelectric plants, and nuclear plants, as well as wind, solar, biomass, black oil, and gas power plants. It also distributes electricity to end customers through the power distribution grid; produces and distributes heat; and produces coal and limestone. In addition, the company engages in the telecommunications, informatics, and energy by-products processing businesses. It has operations in the Czech Republic, the Netherlands, Poland, Germany, Hungary, Ireland, Slovakia, Bulgaria, Romania, Turkey, Albania, Cyprus, Serbia, Kosovo, Bosnia and Herzegovina, the Russian Federation, and Ukraine. The company was founded in 1992 and is headquartered in Prague, the Czech Republic.
BIT:EDN	Edison SpA	Edison S.p.A., together with its subsidiaries, engages in the procurement, production, and marketing of electric power, natural gas, and crude oil in Europe, Africa, and the Middle East. It produces electric power from hydroelectric and thermoelectric power plants, wind farms, photovoltaic systems, and biomass systems. The company is also involved in the exploration, production, importation, distribution, and sale of natural gas and crude oil, as well as natural gas transmission. It has 72 hydroelectric power plants, 28 thermoelectric power plants, 32 wind farms, 9 photovoltaic systems, and 1 biomass system with 11.5 gigawatt installed generating capacity; 1 LNG terminal, 3 gas storage centers, and 83 concessions and exploration permits; and hydrocarbon reserves of 49.8 billion cubic meter equivalent. The company was founded in 1884 and is headquartered in Milan, Italy. Edison S.p.A. is a subsidiary of Electricite de France SA.
ENXTLS:EDPR	EDP Renováveis	EDP Renováveis, S.A., a renewable energy company, together with its subsidiaries, engages in the design, development, construction, and operation of renewable generation facilities. The company operates wind farms in the United States, Canada, the United Kingdom, Portugal, Spain, France, Belgium, Poland, Romania, Italy, and Brazil. As of December 31, 2011, it had a consolidated installed capacity of 7,157 megawatts. EDP Renováveis also engages in wind farm installation and assembly; hydroelectric energy generation; livestock waste treatment; and waste treatment and recycling businesses. The company was incorporated in 2007 and is based in Oviedo, Spain. EDP Renováveis, S.A. is a subsidiary of EDP-Energias de Portugal, S.A. Sucursal en España.
ENXTPA:EDF	Electricite de France SA	Electricité de France S.A., an integrated energy company, engages in generation, transmission, distribution, supply, and trading of energies in France and internationally. The company generates electricity using nuclear, hydro, wind, solar, biomass, geothermal, fossil-fired, and marine energies. It also provides energy services, including district heating and thermal energy services. As of February 17, 2012, the company operated 1,285,000 kilometers of low and medium voltage overhead, and underground electricity lines; and approximately 100,000 kilometers of high and very high voltage networks. It serves industrial, small business, and residential customers. The company provides gas, electricity, and energy eco-efficiency services to approximately 38 million customer accounts. Electricité de France S.A. was founded in 1946 and is based in Paris, France.
BIT:ENEL	Enel SpA	Enel SpA, together with its subsidiaries, engages in the production, distribution, and sale of electricity and gas primarily in Europe, Latin America, and North America. The company supplies electricity to large customers and energy-intensive users; and gas to residential customers and small businesses. It operates various hydroelectric, thermoelectric, nuclear, geothermal, wind, and photovoltaic power plants with an installed capacity of approximately 97,000 megawatts. The company has total reserves of 1.2 billion barrels of oil equivalent. It serves approximately 61 million power and gas customers in 40 countries. The company was founded in 1962 and is based in Rome, Italy.

Ticker	Şirket Adı	İş Tanımı
WBAG:EVN	EVN AG	EVN AG, an energy and environmental services company, provides electricity, gas, heat, water, waste incineration, and related services primarily in Austria, Bulgaria, and Macedonia. The company engages in the generation of energy from thermal sources, hydroelectric power, and wind; and operates electricity and gas networks, as well as cable television and telecommunications networks. It is also involved in sourcing, trading, and selling electricity and natural gas; and generating and selling heat. The company has a power-generating capacity of approximately 1,873 megawatts of electricity; and supplies power, gas, and heat to approximately 3.7 million customers. In addition, EVN AG engages in the drinking water supply, wastewater disposal, and thermal waste incineration activities, as well as in international project business. Further, it plans, builds, finances, and operates municipal and industrial water and wastewater installations, as well as a waste incineration installation. The company serves 497,400 drinking water customers through 2,267 kilometers of transport and distribution pipes. Additionally, it is involved in the oil and gas production; and storage of natural gas. The company was founded in 1922 and is headquartered in Maria Enzersdorf, Austria. EVN AG is a subsidiary of NÖ Landes-Beteiligungsholding GmbH.
CATS:FRS	Fersa Energias Renovables, S.A.	Fersa Energias Renovables, S.A., through its subsidiaries, engages in the generation of electricity from renewable energy sources. It generates electricity from wind, solar, and biomass sources. As of February 29, 2012, the company had an installed capacity of 258.9 megawatts (MW) in 4 countries, as well as a portfolio of farms under construction and authorized of approximately 1,000 MW. It has operations in Spain, France, Italy, Poland, Estonia, Montenegro, Turkey, Russia, India, and China. The company was founded in 2000 and is based in Barcelona, Spain.
HLSE:FUM1V	Fortum Oyj	Fortum Oyj, together with its subsidiaries, engages in the generation, distribution, and sale of electricity and heat; operation and maintenance of power plants; and provision of energy-related services primarily in the Nordic countries, Russia, and the Baltic Rim area. It is involved in the power generation, physical operation, and trading, as well as provision of expert services for power producers in the Nordic and selected international markets; and the sale of power mainly to the Nordic power exchange, Nord Pool Spot. The company also engages in the operation of combined heat and power generation plants; district heating and cooling activities; and provision of business-to-business heating solutions. It owns and operates distribution and regional networks, and distributes electricity to a total of 1.6 million customers; and markets and sells electricity in retail to a total of 1.2 million private and business customers, as well as to other retailers in Finland, Sweden, and Norway. The company was founded in 1998 and is headquartered in Espoo, Finland.
OB:HNB	Hafslund ASA	Hafslund ASA, through its subsidiaries, engages in the production, sale, and distribution of energy in Norway. It generates energy primarily from hydropower plants. The company also produces, distributes, and sells district heating using residual waste, biomass, and heat pumps primarily to commercial and public buildings, local housing cooperatives, and individual homes in the Oslo and Akershus region; generates energy from waste; and supplies electricity to retail and corporate customers. In addition, it engages in the extraction of bio energy through the production of wood pellets and energy recovery plants; and ownership and operation of the power distribution network for Oslo and Akershus county, and portions of Østfold county. Further, the company owns and leases properties in Oslo, Akershus, and Østfold. It serves 878,000 electricity customers in Norway, Sweden, and Finland. The company was founded in 1898 and is headquartered in Oslo, Norway.
WSE:PGE	PGE Polska Grupa Energetyczna Spolka Akcyjna	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. engages in the production, distribution, retail sale, and wholesale trading of electricity in central and eastern Europe. The company generates electricity from lignite, hard coal, natural gas, water, wind, biomass, and nuclear power sources. It is also involved in the production and distribution of heat energy. The company has approximately 13.1 GW of the installed generation capacity. In addition, it trades property rights to certificates of origin for electricity generated from renewable sources or in cogeneration with heat; supplies coal and other fuels for the power generation sector; and trades CO2 emission allowances. The company, formerly known as Polskie Sieci Elektroenergetyczne S.A., was founded in 1990 and is based in Warsaw, Poland.
ENXTPA:SECH	Sechillienne-Sidéc	Sechillienne-Sidéc engages in the generation and sale of electricity. The company designs, builds, finances, and operates thermal, wind, and solar power plants in Europe, the Indian Ocean, and the Caribbean. Its power plants have an installed capacity of 629.3 megawatts. The company was founded in 1982 and is based in Paris, France.
LSE:SSE	SSE plc	SSE plc, through its subsidiaries, engages in the generation, transmission, distribution, and supply of electricity in the United Kingdom and Ireland. The company also produces, stores, distributes, and supplies gas; and provides other energy-related services. It has approximately 11,860 megawatts of electricity generation capacity from gas and oil, coal, biomass, hydro, and wind sources; and operates a network of 130,000 kilometers of overhead lines and underground cables, which transmit and distribute electricity to approximately 3.7 million businesses, offices, and homes. The company also has an onshore gas storage facility at Hornsea in East Yorkshire with a capacity of approximately 325 million cubic meters of gas; and operates approximately 75,000 kilometers of gas pipes that distribute gas to approximately 5.7 million homes, offices, and businesses. The company was formerly known as Scottish and Southern Energy plc and changed its name to SSE plc in October 2011. SSE plc is based in Perth, the United Kingdom.
ATSE:TENERGY	Terna Energy SA	TERNA ENERGY S.A., together with its subsidiaries, engages in the energy and construction businesses in Greece. The company also owns, develops, constructs, and operates wind farms, hydroelectric projects, solar and biomass plants, and geothermal projects, as well as operates and constructs projects for other renewable energy sources. In addition, it operates as a contractor or subcontractor; and is involved in the construction of private and public projects. The company was founded in 1997 and is based in Athens, Greece. TERNA ENERGY S.A. is a subsidiary of GEK TERNA SA.

Şirket Adı	İş Tanımı
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. operates as a real estate investment company in Turkey. The company primarily develops and sells residential properties on its vacant land and plot inventories. It also develops and sells commercial units, educational units, and social facilities, as well as leases real estate properties. The company was formerly known as Emlak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. and changed its name to Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. in February 2006. The company was founded in 1990 and is headquartered in Istanbul, Turkey. Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. operates as a subsidiary of T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı.
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. operates as a real estate investment trust in Turkey. The company engages in the development of residential and commercial real estate projects. It also provides property management services. The company was formerly known as Biskon Yapı A.Ş. and changed its name to Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. in February 2008. Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. was founded in 1994 and is based in Istanbul, Turkey. Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. operates as a subsidiary of Kiler Holding A.S.
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. operates as a shopping mall focused real estate investment company in Turkey. It primarily develops shopping malls, as well as residences, offices, hotels, marinas, and mixed-use projects with residential units, office units, and retail space. The company was formerly known as Toray İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. and changed its name to Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. in January 2008. Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. was founded in 1996 and is based in Istanbul, Turkey.
Akfen Holding A.S.	AKFEN Holding Co.,Inc., through its subsidiaries, engages in the businesses of construction, contracting, tourism, foreign trade, insurance brokerage, natural gas distribution and commissioning, real estate, industrial plants, catering services, chocolate productions, and information and communication services. The company was founded in 1976 and is based in Ankara, Turkey.
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret AS	Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret AS engages in real estate investment, construction, and development activities in Istanbul, Turkey. It was formerly known as Edip İplik Sanayi ve Ticaret AS and changed its name to Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret AS in June 2009. The company was founded in 1971 and is based in Istanbul, Turkey.
İs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	İs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. operates as a real estate investment trust company. The company engages in the investment and development of real estate projects in Turkey. Its property portfolio consists of towers, buildings, hotels, shopping centers, office buildings, and real hyper markets. The company is elected to be taxed as a real estate investment trust. As a result, it would not be subject to corporate income tax on 90% of its net income that is distributed to shareholders. The company was founded in 1998 and is based in Istanbul, Turkey.
Sinpas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S.	Sinpas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. invests in and develops residential real estate projects for sale in Turkey. The company is headquartered in Istanbul, Turkey.
Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S., a real estate investment partnership, invests in real estate, real estate projects, and capital market instruments in Turkey. Its portfolio comprises village lands, business centers, holiday villages, and stores. The company was formerly known as Aletim Alarko Elektrik Tesisat ve İnşaat Malzemeleri Anonim Şirketi and changed its name to Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. in August 1996. Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.S. was founded in 1978 and is headquartered in Istanbul, Turkey.
Dogus Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	Dogus-GE Real Estate Investment Trust invests in various housing development projects in various metropolitans, primarily in Istanbul city of Turkey. The company is involved in the sale and rental of residences developed in housing projects. It also develops shopping centers, and invests in real estates and real estate development projects. The company's property portfolio primarily comprises Antalya 2000 Plaza, a shopping center and an office building, which is composed of 92 independent units with offices, shops, movie theaters, and fast-food sections covering 9000 square meters of area; and Dogus power center, a shopping center that consists of a total indoor area of 58,000 square meters. The company is headquartered in Istanbul, Turkey.



cutting through complexity™

© KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

KPMG adı, Logosu ve “cutting through complexity” sloganı KPMG International’ın tescilli ticari markasıdır.