

# Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.


## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

13 Mart 2014



**GEDİK Yatırım**

[www.gedik.com](http://www.gedik.com)

 **GEDİK Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

## İçindekiler

1. İnşaat ve Konut Sektörü	4
2. Körfez GYO Portföyü	6
2.1. Kartal Horizon Projesi	6
2.2. Kilyos Arsası	6
2.3. Güre Tesisi	7
3. Halka Arz Varsayımları	8
4. Değerleme Özeti	9
4.1. Net Aktif Değeri Yöntemi	9
4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi	10
4.2.1. Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri	10
4.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri	11
5. Sonuç	11
6. Finansal Tablolar	13

13.03.2014

Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Müdürlüğü'ne

İstanbul

**Konu:** Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatının belirlenmesine ilişkin değerlendirme çalışmasını yapmış bulunmaktayız. Bu çalışmanın amacı Şirket paylarının halka arzında talep toplamda esas alınacak fiyatı belirlemek ve Şirket hakkında yatırımcılara ve Şirket ortaklarına bilgi vermektir. Halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme, elde ettiğimiz finansal verilerin ve diğer bilgilerin gözden geçirilip yönetimin beklentileri ile ilgili düşünceleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır. Şirket'in finansal durumuna ait bilgiler Sermaye Piyasası Kurulu II-14.1 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2013 tarihli mali tablolardan elde edilmiştir.

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., *Net Aktif Değeri yöntemi, Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılarak* değerlemeye tabi tutulmuş ve bu değerlendirme metodu sonucunda ortaya çıkan değer, şirket değeri olarak tespit edilmiştir. Sonuç olarak Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin *şirket (özkaynak) değeri 56.925.000 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyatı ise pay başına 1,15 TL olarak öngörülmüştür.*

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003/34 sayılı Bülteni'nde duyurulan, Kurul Karar Organı'nın 17/7/2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında, gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilecek kuruluşlara ilişkin olarak belirtilen niteliklere Şirketimizin sahip olduğunu beyan ederiz.

**Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

İsim / Ünvan  
*Mehmet Baidar*  
*Genel Müdür Yardımcısı*

İsim/Ünvan  
*Tevfik Metin Asık*  
*Genel Müdür*

 **GEDİK Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

## 1. İnşaat ve Konut Sektörü

- İnşaat sektörü ve bu sektörün tamamlayıcı alt dalları, Türkiye ekonomisinin büyüme hikayesinde en yüksek katkıyı sağlayan sektörlerin başında gelmektedir.
- Türkiye ekonomisi 2010-2011 yıllarında beklentilerin oldukça üzerinde büyüme rakamlarına ulaşırken, inşaat sektörü ve bu sektörün tamamlayıcı alt dallarının ekonomik büyümeye karşı duyarlılıkları ve etkileri oldukça fazla olmuştur. 2010 yılında yıllık bazda GSYH %9'luk bir büyüme oranı sağlarken, inşaat sektörü ise %17,13'lük bir büyüme ile canlılığını devam ettirmiştir. Ekonominin canlı olduğu dönemlerde inşaat ve konut sektöründeki hareketlilikte paralel olarak artış göstermektedir. 2011 büyüme rakamlarında Türkiye ekonomisi %8,8'lik bir büyüme sağlarken, inşaat sektörü %11,5'lik büyüme sağlayarak yine öncü sektörlerden biri olmuştur. 2012 yılına gelindiğinde GSYH büyümesi %2,2'ye düşerken inşaat sektörünün büyüme hızı ise %0,6 olarak kalmıştır. 2013 yılında canlanma belirtileri gösteren GSYH ilk 9 ay sonunda %3,9 büyürken, aynı zaman diliminde inşaat sektörünün büyümesi ortalama %7,4 olarak gerçekleşmiştir. 2011 ve 2012 dönemlerinde inşaat sektörünün GSYH içindeki payı ortalama %3 olarak gerçekleşirken, 2013 yılının ilk 9 ayında bu oran %4'e yükselmiştir.
- Aynı dönemlerde "gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri" alt dalına bakıldığında ise inşaat sektörüne nazaran GSYH'den bağımsız olarak hareket edebildiği ve 2012 yılı dışında yüksek büyüme hızı yakaladığı görülmektedir. 2011,2012, 2013/09 yıllarında bu alt dalın büyüme hızları sırasıyla %9,3/%6,6/%6 olarak gerçekleşmiştir.
- 2013 yılında yeni konut başlangıçları için alınan yapı ruhsatları 814.031 olarak gerçekleşmiş ve 2012 yılı aynı dönemine göre %11,9 artış göstermiştir. Yapı kullanım izin belgeleri sayısı ise bir önceki yıla göre %27,8 artarak 698.571 rakamına ve son 10 yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Kaynak: TÜİK). Son dönemlerde hızlı genişleyen yeni konut inşaatları tamamlanarak fiilen satışa dönüşmeye başlarken, yeni lokasyonlarda yeni konut inşaatlarının da hızla artmaya devam ettiği anlaşılmaktadır.
- Türkiye genelinde konut satışları 2012 yılında 701.621 olarak gerçekleşirken 2013 yılında bu sayının %64,9'luk bir artışla 1.157.190 olması sektördeki canlılığı gözler önüne sermektedir. Konut satışlarındaki artış Türkiye geneline yaygınlaşmıştır. İstanbul, Ankara ve İzmir yanı sıra diğer illerde de konut satışları yıl genelinde artış eğilimi içinde olmuştur. İstanbul'daki konut satışları toplam satışların %20,3'lük bir payını oluştururken 2013 yılında gerçekleşen satışların sayısı 234.789 olmuştur. Türkiye genelinde ipotekli satışların oranı %45,56 iken bu oran İstanbul'da %39,76 olarak gerçekleşmektedir. (Kaynak: TÜİK, Tapu Kadastro genel Müdürlüğü) 2014 yılının Ocak ayında toplam konut satışları 2013 yılıyla paralel olarak 87.639 olarak gerçekleşirken bu rakam İstanbul için 2013 Ocak rakamının altında gerçekleşerek 17.489 olmuştur. Hem ülke genelinde hem de İstanbul'da ipotekli konut satışlarının toplam konut satışlarına oranında yaklaşık 3 puanlık düşüşler görülmektedir.
- 2012 yılında inşaat güven endeksi ortalama 87,8 puan olurken yılsonu rakamı 71,8 olmuştur. Güven endeksi 2013 yılında ise ortalama 84,1 olarak gerçekleşirken 2014 yılı Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla 86,9 ve 83,8 olarak gerçekleşmiştir (Kaynak: TÜİK).
- REIDIN-GYODER Yeni konut fiyatları endeksi 2014 yılı Ocak ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %13,55 artarak 145 puan olmuştur (2010=100). Yeni konut inşaatlarında ve projelerinde yüksek artış olurken aynı zamanda konut fiyatlarında da artışın devam etmesi talep yönlü herhangi bir daralmanın olmadığını göstermesi açısından önemlidir (Kaynak: REIDIN.com-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi).
- İç tüketim ve perakende sektöründeki canlılığa bağlı olarak Alışveriş Merkezi (AVM) Yatırımları 2013 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde de devam etmiştir. AVM yatırımları büyük illerin yanı sıra diğer illerde de yaygınlaşarak sürmektedir. Satın alma gücündeki genişleme ve yeni orta sınıfın tüketici tercihleri ile birlikte diğer illerde de AVM yatırımlarının genişlemesi organize perakendenin payının artmasına destek olmaktadır. AVM ile ilgili önemli bir gelişme döviz kurlarındaki yükselme ile kiralayanların döviz cinsi kira maliyetlerinde ortaya çıkan önemli artışlar olmuştur. Bu gelişme mevcut kiracıların yanı sıra yeni kiralama taleplerini de olumsuz etkileyecektir. Kiralamalarda yeni bir fiyat dengesi arayışı ortaya çıkmaktadır.
- 2013 yılı birinci çeyreğinde açılan 6 yeni AVM ile yaklaşık 220.000 m<sup>2</sup> yeni arz gerçekleşmiştir. Temmuz ayı itibarıyla Türkiye genelinde toplam 299 AVM bulunmaktadır ve toplam AVM kiralanabilir alanı 8,3 milyon m<sup>2</sup>, 1.000 kişi başına kiralanabilir alan ise 106 m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır.
- Alışveriş merkezi toplam ciro endeksi 2012 yılı Aralık ayında yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır ve 2011 yılının aynı döneminde göre % 26,9 artış göstermiştir. Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği ile Akademetre Research tarafından her ay düzenli olarak yayınlanan verilere göre AVM ciro endeksi 2013 Aralık ayında bir

önceki aya göre %19,17'lik bir artış göstererek 174 puana ulaşmıştır. Endeks bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırıldığında Aralık 2013'te %2,4 artmıştır. Özellikle son 6 aylık süreçte döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar ve yukarı yönlü baskılar AVM kurumsal müşterilerinin aleyhine olmuştur. Bu durum henüz veri sahibi olunmasa da kira sözleşmelerinde güncellemeye veya döviz kurlarında sabitlemeye gidilmesini gerektirebilir.

- Konut ihtiyacını belirleyen temel unsurlar, hane halkı sayısındaki artış ile konut yenileme ihtiyacı iken son dönemlerde bu kıstaslara yatırım aracı unsuru da eklenmiştir. Her statü grubu için ortak bir ihtiyaç olan yatırım yapma eğilimi, küresel ekonomik dengelerin de etkisi ile büyük ölçüde gayrimenkule kaymıştır. Gayrimenkul, bünyesinde birçok farklı ürünü barındıran ve farklı kullanıcılara da hitap eden bir yatırım aracı olarak yer edinmiştir. Arz edilen ürünler en küçük tip konuttan, rezidansa kadar geniş bir yelpazede metrekare başı birim satış fiyatı 1.500 \$ - 25.000 \$ arasında değişen ölçülerde alternatifler sunmaktadır. İstanbul'da zengin çeşitlilikte ürün arz edilmesine karşın talep de paralel ölçüde cevap vermiştir.
- Sonuç olarak talebi oluşturan ihtiyaç 3 grupta toplanmaktadır:
  - Gerçek konut ihtiyacı
  - Refah seviyesinin yükselmesi dolayısıyla ortaya çıkan lüks ihtiyaçları karşılayacak konut ihtiyacı
  - Yatırım amaçlı konut alımı
- İstanbul'da önümüzdeki 10 yıl içinde çıkması beklenen ihtiyacının en önemli unsuru hane halkı sayısındaki artış olacaktır. Konut ihtiyacının %55,3'ü hane halkı sayısı artışından kaynaklanmaktadır. İkinci önemli unsuru ise kentsel dönüşüm kaynaklı konut ihtiyacı oluşturmaktadır. 2015 yılında İstanbul'da toplam kentsel hane halkı sayısı 4,08 milyona ulaşacakken, 2015 yılına kadar toplam konut ihtiyacı 2,13 milyon olması beklenmektedir. Buna göre 2015 yılına kadar yaklaşık her 2 haneden 1'i için konut ihtiyacı ortaya çıkacaktır.

## 2. Körfez GYO Portföyü

### 2.1. Kartal Horizon Projesi

- 28.02.2014 tarihli Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. raporunda Kartal arsası üzerinde gerçekleştirilecek projenin tamamlanması durumunda Körfez GYO A.Ş. payına düşen hasılat miktarının bugünkü değeri 108.346 Bin TL+KDV olarak takdir edilmiştir.
- Projenin geliştirildiği söz konusu arsa Kartal İlçesi, Yeni Kordonboyu Mevkii'nde, Aşağı Mahalle'de, Turgut Özal Bulvarı olarak adlandırılan sahil yolunda, 86 Pafta, 1866 Ada ve 74 Parsel'de Kartal sahiline çok yakın bir konumda yer almakta olup alanı 5.982,91 m<sup>2</sup>'dir. Sahil yolundan yüksek derecede görünebilirliğe ve kesintisiz Marmara Denizi ve Adalar manzarasına sahiptir.
- Parsel üzerinde geliştirilen projede 178 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Her bağımsız bölüm, kat irtifakı tapusuna sahip olup, geliştirildiği arsa üzerinden belirli bir pay almaktadır. Tapular üzerinde devri kısıtlayıcı bir takyidat bulunmamaktadır.
- Değerleme tarihi (28/02/2014) itibarıyla proje inşaat aşamasında olup projenin maliyet açısından tamamlanma oranı %19 olarak kabul edilmiştir. Arsanın en iyi ve en verimli kullanım amacı, imar planında da belirtildiği üzere, rezidans ve ticaret amaçlı geliştirilmesidir.
- Arsa üzerinde "Hasılat Paylaşımı Karşılığında Arsa Satış Vaadi" çerçevesinde proje geliştirilmektedir. Dumankaya İnşaat San. ve Tic. A.Ş. ile yapılan sözleşmeye göre, projedeki bağımsız bölümler ve tüm yapılar anahtar teslimi inşa edilecek, satışları yine yüklenici tarafından gerçekleştirilecek, satış hasılatının %50'si (82.000.000 TL'den az olmamak üzere) yüklenici tarafından Körfez GYO'ya ödenecektir.
- 82 Milyon TL'lik garanti edilen gelir için 3 yıllık bir ödeme planı oluşturulmuştur ve her türlü şartta Şirket'e ödeneceği taahhüt edilmiştir (Anlaşma gereği tüm ödemeler gerçekleştirilmeden tapu teslimi gerçekleşmeyecektir). Yapılan plan doğrultusunda 2013 yıl sonu itibarıyla 26.343.000 TL'lik ödeme tahsil edilmiştir. Şirket, Dumankaya İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (Yüklenici) ile 19 Mart 2012 tarihinde imzalamış olduğu arsa satış vaadi sözleşmesinin kısmen değiştirilmesine yönelik olarak, 18 Şubat 2014 tarihinde ek sözleşme imzalamıştır. Söz konusu ek sözleşme ile ana sözleşmede belirtilen ödeme dönemlerinde ve ana sözleşmede geçen bazı hükümlerde değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Yeni ödeme planına göre Yüklenicinin, Şirket'e ödeyeceği asgari tutar, bu güne kadar ödemediği bedeller de dâhil olmak üzere, ana sözleşmedeki bedele ilave olarak 4.500.000 TL artacak ve toplam bedel 86.500.000 TL'ye ulaşacaktır.
- Konu gayrimenkulün bulunduğu bölge, çevresel gelişimler açısından ve konut yatırımları açısından çok caziptir. Özellikle Kartal - Bostancı sahil yolu ve E-5 üzeri boyunca birçok yeni lüks konut projesi yer almaktadır. Bu hat mevcutta da diğer bölgelere göre daha üst gelir grubu tarafından tercih edilmektedir. Anadolu Yakası'nda sahil hattı Kadıköy'den Bostancı'ya kadar en yüksek değerlerdeki konutlara ev sahipliği yapmaktadır. Bu bölgelerde sıfır binalarda denize sıfır ve manzaralı dairelerde satış fiyatı metrekare başına 12.500 TL'ye kadar ulaşmakta, ortalamalar ise metrekare başına 9.500 TL düzeyinde kalmaktadır. Doğuya doğru gidildikçe değerler yavaş yavaş düşmektedir. Maltepe Küçükyalı, İdeal Tepe, Kartal aksında ise değerler mahalli konumdan dolayı daha düşük seyretmekte ve denize sıfır deniz manzaralı dairelerde fiyatlar metrekare başına 4.000 – 5.500 TL mertebesinde kalmaktadır.

*\*Konu gayrimenkul ile ilgili tüm ayrıntılı bilgiler Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanıp kamuya açıklanmış olan gayrimenkul değerlendirme çalışmasından elde edilebilir.*

### 2.2. Kilyos Arsası

- Kilyos arsası Sarıyer ilçesi Kilyos Köyünde yer almaktadır.
- Bu bölgeye talep özellikle 1999 depremi sonrasında zeminin sağlam oluşu nedeniyle artış göstermiştir. Ayrıca ormana yakınlık, manzara gibi artılar da talebi arttıran diğer dinamikler olarak öne çıkmaktadır.-
- Bölgesel olarak bakıldığında bu mevkide birçok önde gelen inşaat firması ve GYO'nun villa tarzında geliştirilen projeleri bulunmaktadır.

- Gayrimenkul değerlendirme raporunda arsanın en iyi ve en verimli kullanım amacı konut olarak geliştirilmesi ve satılması olarak belirtilmiştir. Tapu üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı takyidat bulunmamaktadır.
- Şirket arsasının proje gerçekleştirilebilecek toplam brüt alanı 8.841 m<sup>2</sup>, imar planına göre geliştirilebilir arsa alanı ise 4.520 m<sup>2</sup>'dir ve henüz arsa üzerinde herhangi bir gerçekleştirme bulunmamaktadır. Gayrimenkul değerlendirme raporunda mevcut imar durumu ve yapılaşma koşulları baz alınarak arsa üzerinde toplam inşaat alanı 1.234 m<sup>2</sup> olan 5 adet havuzlu villadan oluşan bir site yapılacağı öngörülmüştür.
- 31 Aralık 2013 tarihinde Çelen Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında arsanın değeri 4.852.000 TL olarak belirlenmiştir.

*\*Konu gayrimenkul ile ilgili tüm ayrıntılı bilgiler Çelen Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanıp kamuya açıklanmış olan gayrimenkul değerlendirme çalışmasından elde edilebilir.*

### 2.3. Güre Tesisi

- Güre tesisi, İzmir Çanakkale yoluna cephelidir ve ulaşım karayolu ile rahatlıkla sağlanmaktadır. İzmir Çanakkale yolu ile deniz arasında konumlanan taşınmaz Güre ve Akçay merkeze 3 km, Edremit merkeze 11 km mesafede yer almaktadır. Kolay ulaşılabilir bir konumda bulunan taşınmaza toplu taşıma araçları ile ulaşmak mümkündür. Taşınmazın yakın çevresinde, oteller, eczane, alışveriş yerleri bulunmaktadır.
- Tesisin bulunduğu bölge turizm alanı olarak gelişmekte olup, taşınmaza yakın konumda termal oteller bulunmaktadır.
- Güre tesisinde Körfez Tatil Beldesi'ni oluşturan 211 bağımsız bölüm için kat irtifakı kurulmuştur. Yıkılması söz konusu olan mevcut tesiste mülkiyet hakkı bulunanlara sahip oldukları her bir bağımsız bölüm için arsadan belirli pay verilecektir.
- 2012 yılında yasalaşan yeni Afet Kanunu kapsamında 6 Mayıs 2013 tarihinde yıkım kararını alınması sonucunda, Tesisin hızlı bir şekilde yıkılıp yerine, arsanın sahip olduğu termal su potansiyelini de değerlendirerek 12 ay boyunca kârlı bir şekilde hizmet verebilecek yeni bir tesis geliştirme fırsatı doğmuştur. Arsanın son durum itibarıyla imar durumu, yeni projede mevcut yapılardan bir miktar daha fazla inşaat yapılabilmesine müsaade etmektedir.
- 14 Ocak 2014 tarihinde Çelen Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında Körfez GYO payına düşen (%80,15) arsanın değeri 24,4 Milyon TL olarak belirlenmiştir. Yapılan çalışmada arsa üzerinde en verimli kullanım olanağı belirlenmiş ve değerlendirme 4 yıldızlı 195 odalı otel ve 125 adet devre tatil ünitesini içinde barındıran proje üzerinden yapılmıştır.

*\*Konu gayrimenkul ile ilgili tüm ayrıntılı bilgiler Çelen Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanıp kamuya açıklanmış olan gayrimenkul değerlendirme çalışmasından elde edilebilir.*

### 3. Halka Arz Varsayımları

KÖRFEZ GYO Değerleme - Metodoloji	Ağırlık	Piyasa Değeri	
PD/DD Çarpan Sonucu	22.636.505	20,0%	4.527.301 TL
Net Aktif Değer	113.790.117	50,0%	56.895.059 TL
Çarpan Yöntemi	56.454.300	30,0%	16.936.290 TL
<b>Nihai Piyasa Değeri</b>			<b>78.358.649 TL</b>
Pay Başına Fiyat (TL)			1,58 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)			49.500.000 TL
<b>İskontolu Halka Arz Piyasa Değeri</b>			<b>56.925.000 TL</b>
Piyasa Değerine Göre İskonto Oranı			-27,35%
<b>İskontolu Pay Başına Fiyat (TL)</b>			<b>1,15 TL</b>
<b>Net Aktif Değer (TL)</b>			<b>113.790.117 TL</b>
<b>Net Aktif Değere Göre İskonto Oranı</b>			<b>-49,97%</b>
Net Nakit (TL)			765.451 TL
Nakit Varlıklar			22.965.025 TL
Finansal Yatırımlar			0 TL
Finansal Borçlar			0 TL
İlişkili Taraplara Borçlar			22.199.574 TL
Sermaye Artırımı			16.500.000 TL
<b>Halka Arz Fiyatı Üzerinden Para Girişi</b>			<b>18.975.000 TL</b>
<b>Halka Arz Maliyeti</b>			<b>757.835 TL</b>
<b>Halka Arz Net Para Girişi</b>			<b>18.217.165 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>			<b>75.900.000 TL</b>
Ortak Satışı			0 TL
Halka Arz Ortak Satışından Sağlanan Nakit			0 TL
<b>Halka Arz Öncesi ÖZKAYNAK</b>			<b>31.654.324 TL</b>
Halka Arz Öncesi PD/DD			1,80
Halka Arz Sonrası PD/DD			1,52
Halka Arz Öncesi PD/NAD			0,50
Halka Arz Sonrası PD/NAD			0,57
<b>Halka Arz Sonrası ÖZKAYNAK</b>			<b>49.871.489 TL</b>
Halka Arz Sonrası SERMAYE			66.000.000 TL
Halka Arz Sonrası PD			75.900.000 TL



#### 4. Değerleme Özeti

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (MnTL)
1.1 Piyasa Çarpanları Yöntemi		
1.1.1 PD/NAD	30%	56,45
1.1.2 PD/DD	20%	22,64
1.2 Net Aktif Değer Yöntemi	50%	113,79
Şirket Değeri		78,36
Halka Arz İskontosu(%)		-27,35%
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri (MnTL)		56,93
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (MnTL)		66,0

- Körfez GYO için yapılan değerlemeler sonucunda şirketin toplam piyasa değeri 78,36 Milyon TL olarak belirlenmiştir. Bu sonuçlar altında halka arz fiyatı %27,35 halka arz iskontosuyla 1,15 TL olarak belirlenmiştir.
- Halka arz işlemi %33,3 sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilecektir. 16,5 milyon payın arz edileceği işlemde toplam halka arz büyüklüğü 18.975.000 TL olarak gerçekleşecektir.

##### 4.1. Net Aktif Değeri Yöntemi

- Net aktif değer hesaplamasında varlıkların rayiç değerinden yükümlülükler düşülmüştür. Hesaplama stoklar kalemi içinde muhasebeleştirilmiş olan gayrimenkullerin Aralık 2013, Ocak 2014 ve Şubat 2014 tarihleri itibariyle SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından yapılmış gayrimenkul değerleme raporları kullanılmıştır. Mali tablolarında toplam 48.929.330 TL ( Güre arsasında ticari alanlara ait 6,5 Milyon TL'lik değer yatırım amaçlı gayrimenkuller altında takip edilmektedir) maliyet değeriyle görülen gayrimenkullerin değerleme raporu referans alınarak bulunan rayiç değerleri 137,6 milyon TL'dir. Kartal Horizon Projesi'nin Rayiç Değeri belirlenirken, Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 28/02/2014 tarihli Gayrimenkul Değerleme Raporu'ndaki "projenin tamamlanması durumunda Körfez GYO A.Ş. payına düşen hasılat miktarının bugünkü değeri" esas alınmıştır (Kartal Projesi'nin Körfez GYO A.Ş. payına düşen miktarına göre mevcut durum değeri 62.820.555TL'dir. Bu değer projenin arsa değeridir).

Gayrimenkul Portföyü	
Kartal Horizon Projesi Rayiç Değeri	108.346.206
Kilyos Arsası Rayiç Değeri	4.852.000
Güre Tesisi Rayiç Değeri	24.382.800
<b>TOPLAM</b>	<b>137.581.006</b>

<b>Stoklar-Gayrimenkul Portföyü-Maliyet Değeri</b>		<b>31.12.2013</b>
<b>Kartal Projesi</b>		
Arsa maliyeti		34.258.373
Proje maliyeti		2.191.954
<b>Toplam</b>		<b>36.450.327</b>
<b>Kilyos Arsası</b>		
Arsa maliyeti		1.496.835
<b>Toplam</b>		<b>1.496.835</b>
<b>Güre Tesisi</b>		
Arsa maliyeti		10.982.168
<b>Toplam</b>		<b>10.982.168</b>
<b>Toplam</b>		<b>48.929.330</b>

- Bu değerlendirme yönteminde piyasa değerine ulaşabilmek için, rayiç değerleriyle hesaplamaya dahil edilen gayrimenkullerin yanında şirketin bilançosunda bulunan stoklar hesabı dışındaki varlık ve yükümlülük kalemleri de 2013/12 dönem sonu değerleriyle hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Değerlemenin ayrıntıları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

+	Oca.14	Güre Tesisi Rayiç Değeri	24.382.800 TL
+	Şub.14	Kartal Projesi Rayiç Değeri	108.346.206 TL
+	Oca.14	Kilyos Arsa Rayiç Değeri	4.852.000 TL
+	31.12.2013	Nakit Varlıklar	22.965.025 TL
+	31.12.2013	Diğer Dönen Varlıklar	1.912.294 TL
+	31.12.2013	Toplam Duran Varlıklar	13.042 TL
-	31.12.2013	İlişkili Taraf Ticari Borçlar	22.197.913 TL
-	31.12.2013	Alınan Sipariş Avansları	26.343.593 TL
-	31.12.2013	Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	139.744 TL
<b>Net Aktif Değer</b>			<b>113.790.117 TL</b>
<b>Pay Başına Net Aktif Değer</b>			<b>2,30 TL</b>

- Net Aktif Değer Yöntemine göre Körfez GYO için bulunan piyasa değeri 113,8 Milyon TL'dir. Pay başına net aktif değer ise 2,30 TL'dir.

## 4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

### 4.2.1. Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri

- Yapılan değerlendirme çalışmasında BİST GYO endeksinde işlem gören GYO'ların PD/NAD ortalamaları kullanılarak şirket için bir değer tespiti yapılmaya çalışılmıştır.
- Değer tespitinde iki örneklem kullanılmıştır. Bunlardan biri EMLAK GYO hariç (Yüksek Sermaye ve Aktif büyüklüğü sebebiyle dışarıda bırakılmıştır) tüm GYO'ların mevcut değerlerini baz alırken bir diğeri ise faaliyetleri açısından şirkete daha çok benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin değerlerini baz almaktadır.
- Şirketin mevcut portföyünde henüz geliştirilmemiş bir arsa, üzerinde konut projesi geliştirilmiş ve inşaat aşamasında olan bir arsa ve şirketin sabit getiri elde etme ihtimali olan ve turizm bölgesi içinde olan bir arsa bulunmaktadır. Bu açıdan şirketi tam olarak sınıflandırmak mümkün olmamaktadır. Benzer şirketler analizi yapılırken net aktif değerini oluşturan gayrimenkullerden büyük oranda sabit getiri elde eden şirketler (Akfen GYO, Akmerkez GYO, Doğu GYO, Reysaş GYO, Servet GYO, TSKB GYO ve Panora GYO) ve net aktif değeri 1 Milyar TL'nin üzerinde olan şirketler benzer şirketler değerlemesine dahil edilmeyerek daha küçük bir örnekleme sahip olunmaya çalışılmıştır.
- Çalışmanın ayrıntıları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Tabloda, ayrıntıların bilinmesi adına değer hesabına katılmamış olan varsayımlarda gösterilmiştir.

Net Aktif Değer Çarpanı		
	Ödenmiş Sermaye	49.500.000 TL
	Gayrimenkul Portföy Değeri	137.581.006 TL
	Net aktif Değer	113.790.117 TL
	ÖZKAYNAK	31.654.324 TL
Ağırlık	Örneklem	Körfez GYO Piyasa Değeri
0%	Toplam GYO sektörü	72.097.694 TL
50%	EKGYO Hariç Değerler	65.444.312 TL
0%	Benzer GYO'lar-Turizm	45.434.859 TL
50%	Benzer GYO'lar-Konut	47.464.288 TL
	<b>Ortalama Değer</b>	<b>56.454.300 TL</b>

Kaynak: Bloomberg

#### 4.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri

- Değerleme sırasında BİST'te işlem gören tüm GYO'ların PD/DD oranları bulunarak ortalama değer üzerinden ilgili şirkete bir değer bulunmaya çalışılmıştır.
- Yapılan bu çalışmada da bir önceki PD/NAD çarpanında kullanılan varsayımlar kullanılmıştır.
- BİST'te işlem gören GYO şirketlerinin PD/DD oranlarına göre 31,65 milyon TL özkaynağı olan KÖRFEZ GYO için ortaya çıkan değer 22,6 milyon TL olmuştur.
- BİST GYO endeksinde işlem gören şirketlerin ayrıntılı bilgileri ve çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı		
	Ödenmiş Sermaye	49.500.000 TL
	Gayrimenkul Portföy Değeri	137.581.006 TL
	Net aktif Değer	113.790.117 TL
	<b>ÖZKAYNAK</b>	<b>31.654.324 TL</b>
Ağırlık	Örneklem	Körfez GYO Piyasa Değeri
0%	Toplam GYO sektörü	28.152.894 TL
50%	EKGYO Hariç Değerler	25.755.446 TL
0%	Benzer GYO'lar-Turizm	13.308.733 TL
50%	Benzer GYO'lar-Konut	19.517.564 TL
	<b>Ortalama Değer</b>	<b>22.636.505 TL</b>

#### 5. Sonuç

- Nihai değere ulaşılırken her yönetime farklı ağırlıklar verilmiştir. Farklı ağırlıklandırmanın sebebi yöntemlerin nihai değeri yansıtmaya gücüyle alakalıdır. Yapılan çalışmada net aktif değer analizine, PD/DD ve PD/NAD çarpan analizlerine sırasıyla %50, %20 ve %30 ağırlık verilmiştir. PD/DD analizine düşük ağırlık verilmesinin sebebi GYO endeksinde işlem gören şirketlerin muhasebeleştirme metodlarında uyguladıkları farklı yöntemler sebebiyle özkaynak değerlerinin karşılaştırılabilir olmayışıdır. Bazı şirketler varlık ve yükümlülüklerini büyük ölçüde maliyet değerleri üzerinden muhasebeleştirirken (KÖRFEZ GYO gibi) bazı şirketler ise büyük ölçüde rayiç değerleri üzerinden muhasebeleştirmektedir.
- PD/DD çarpanı yöntemine düşük ağırlık verilmesinin diğer bir sebebi ise şirketin özkaynak rakamının geçmiş yıl zararları dolayısıyla bir miktar erimiş olmasıdır. Kuveyt Türk, 11 Mart 2011 tarihinde Körfez GYO'nun başka bir inşaat firmasıyla kurmuş olduğu iş ortaklığının %25 oranındaki payını ilgili inşaat firmasının kredi borcuna karşılık olarak satın almıştır. Satın alma fiyatı İş Ortaklığı'nın gelecekteki tahmini nakit akışlarının iskonto edilmesi yöntemi ile belirlenmiştir. Kuveyt Türk, İnşaat Firması'nın İş Ortaklığına olan borcunu üstelenmesinden ötürü, bu borcu devraldığı hisselerin %8'ini Körfez GYO'ya devretmek suretiyle kapatmıştır. 23 Eylül 2011 tarihinde Kuveyt Türk ve Şirket arasında yapılan yeni bir anlaşma ile Kuveyt Türk elinde kalan toplam İş Ortaklığı hisselerinin %17'sinin tamamını Şirket'e devretmiştir. Bu hisse devri işlemleri sonucunda Şirket'in İş Ortaklığı'ndaki sahiplik oranı değişmesine karşın bu devir işlemleri Şirket'in İş Ortaklığı üzerinde kontrol kaybına veya kazancına sebebiyet vermediğinden, bu işlemler özkaynak işlemi olarak değerlendirilmiş ve söz konusu iki ayrı devir işlemi neticesinde, %25 hissenin reeskont sonrası net bedeli olan 18.220.650 TL (brüt 23.560.628 TL) ile ana ortaklık dışı payların düzeltildiği tutar arasındaki fark olan 18.071.951 doğrudan özkaynaklarda geçmiş yıllar zararları kalemi altında muhasebeleştirmiştir ve ana ortaklığın sahiplerine aittir. Fakat yapılan yeni proje geliştirme sözleşmesi itibarıyla Şirket'in sözleşmeye bağlanmış olan Kartal projesine ait minimum 82 milyon TL alacak meblağının şirket aktifine girebilecek olması söz konusu zararı önemli ölçüde azaltabilecektir. Bu sebepten dolayı iki dönem arasında oluşabilecek değer farklılığının çok yüksek olması çarpan yöntemine ağırlık vermememize sebep olmuştur.
- Yapılan değerlemeler sonucunda şirketin toplam piyasa değeri 78,36 Milyon TL olarak belirlenmiştir. Bu sonuçlar altında halka arz fiyatı %27,35 halka arz iskontosuyla 1,15 TL olarak belirlenmiştir.
- Halka arz işlemi %33,3 sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirilecektir. 16,5 milyon payın arz edileceği işlemde toplam halka arz büyüklüğü 18.975.000 TL olarak gerçekleştirilecektir.

ŞİRKET ADI	Faaliyet Alanı	Toplam Portföy Değeri (TL)	Net Aktif Değer 30/09/2013	NAD'a Göre Birim Pay Değeri	Hisse Fiyatı	Ödenmiş Sermaye - TL	Piyasa Değeri - TL	Ösermaye - TL	PD/NAD	NAD'e göre Prim / (iskonto)	PD/DD
EMLAK KONUT GYO	Konut	14.504.546.623	11.550.950.623	3,04	2,18	3.800.000.000	8.275.300.350	8.319.721.623	0,72	-28,4%	0,99
TORUNLAR GYO	Ticari, Konut, Ofis	4.787.966.000	2.672.185.000	5,34	2,86	500.000.000	1.429.820.788	2.781.281.000	0,54	-46,5%	0,51
İS GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	2.064.426.530	1.838.337.531	2,92	1,31	630.000.000	823.747.735	1.131.733.295	0,45	-55,2%	0,73
SINPAS GYO	Konut	1.979.759.637	1.632.629.830	2,72	0,73	600.000.000	438.740.026	1.056.768.167	0,27	-73,1%	0,42
SAF GYO	Ofis, Konut, Fabrika	1.129.136.593	1.129.136.593	1,27	1,16	886.601.669	1.026.748.140	222.990.708	0,91	-9,1%	4,60
HALK GYO	Ticari, Ofis, Konut	1.181.014.403	1.111.847.084	1,65	1,16	673.638.704	781.308.237	754.010.964	0,70	-29,7%	1,04
AKMERKEZ GYO	Ticari	986.091.438	990.103.200	26,57	16,59	37.264.000	618.103.992	179.286.039	0,62	-37,6%	3,45
KILER GYO	Ticari, Konut, Ofis	843.984.386	794.463.671	6,41	1,04	124.000.000	128.807.356	307.739.299	0,16	-83,8%	0,42
AKFEN GYO	Otel	1.179.025.030	740.867.154	4,03	1,14	184.000.000	209.825.618	747.860.334	0,28	-71,7%	0,28
AKIS GYO	Ofis, Konut	895.910.657	659.914.209	5,15	3,52	128.200.841	451.461.868	658.813.356	0,68	-31,6%	0,69
PANORA GYO	Ticari	606.541.392	606.585.550	6,97	3,95	87.000.000	344.038.130	607.189.804	0,57	-43,3%	0,57
ÖZAK GYO	Konut, Ticari, Turizm	842.001.446	510.011.273	3,25	1,93	157.000.000	303.631.435	528.760.766	0,60	-40,5%	0,57
REYSAS GYO	Depo	526.884.859	431.893.130	1,99	0,44	217.000.000	95.647.957	343.140.399	0,22	-77,9%	0,28
ÖZDERICI GYO	Ofis, Konut	472.123.857	411.978.861	4,12	0,85	100.000.000	84.917.667	97.506.479	0,21	-79,4%	0,87
ALARKO GYO	Ofis, Konut, Otel	376.136.114	386.235.049	36,26	19,76	10.650.794	210.437.771	349.434.849	0,54	-45,5%	0,60
VAKIF GYO	Ofis	279.597.985	277.943.892	2,62	11,52	106.200.000	1.223.306.074	196.312.180	4,40	340,1%	6,23
MARTI GYO	Konut, Otel	244.023.431	191.048.243	1,74	0,36	110.000.000	39.369.066	119.501.499	0,21	-79,4%	0,33
ATAKULE GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	242.900.398	241.617.356	2,88	1,30	84.000.000	109.053.144	244.324.712	0,45	-54,9%	0,45
DOGUS GYO	Ticari, Konut, Ofis	235.355.777	234.675.439	2,50	4,49	93.780.000	420.963.144	235.341.730	1,79	79,4%	1,79
TSKB GYO	Ofis, Konut, Otel	348.266.270	223.550.537	1,49	0,70	150.000.000	104.453.492	223.577.275	0,47	-53,3%	0,47
YESIL GYO	Ticari, Konut	861.689.642	658.185.722	-	0,40	235.115.706	94.634.636	227.044.113	0,14	-85,6%	0,42
SERVET GYO	Ticari	201.831.560	186.924.907	3,59	2,03	52.000.000	105.815.547	187.007.826	0,57	-43,4%	0,57
PERA GYO	Ticari, Otel, Ofis	212.534.563	173.257.116	1,94	0,40	89.100.000	35.875.652	155.366.117	0,21	-79,3%	0,23
AVRASYA GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	86.817.881	87.221.736	1,21	0,80	72.000.000	57.898.106	81.171.759	0,66	-33,6%	0,71
YAPI KREDİ KORAY GYO	Ofis, Konut	134.798.074	67.893.601	1,70	1,14	40.000.000	45.598.734	29.449.945	0,67	-32,8%	1,55
NURUL GYO	Ticari, Konut, Ofis	620.715.738	60.394.915	1,51	4,32	40.000.000	172.883.202	62.495.484	2,86	186,3%	2,77
ATA GYO	Ticari	26.774.778	27.460.244	1,16	1,62	23.750.000	38.388.375	27.464.706	1,40	39,8%	1,40
IDEALIST GYO	Ticari	13.181.873	13.811.574	1,38	1,88	10.000.000	13.779.652	8.924.091	1,00	-0,2%	1,54
SEKTÖR TOPLAM/ORTALAMA		56.605.965.564	27.911.124.040			9.241.301.714	17.684.555.895	19.884.018.519	0,63	-36,6%	0,89
EKGYO Haric Değerler		35.450.699.819	16.360.173.417			5.441.301.714	9.409.255.545	11.564.296.896	0,58	-42,5%	0,81
Turizm Benzer Şirketler		2.853.720.584	2.001.418.835			550.750.794	799.139.542	1.900.723.565	0,40	-60,1%	0,42
Benzer Şirketler-Konut		5.873.592.838	4.283.493.570			1.223.817.341	1.786.736.665	2.897.797.175	0,42	-58,3%	0,62

\*Net Aktif Değerleri ve bilanço verileri 30/09/2013 mali tabloları ile hazırlanmıştır. Piyasa Değerleri ise 2014 yılı (1 Ocak-28 Şubat 2014) günlük ortalama fiyatlarına göre belirlenmiştir.

## 6. Finansal Tablolar

- Şirket'in 2013 yıl sonu itibarıyla nakit ve nakit benzerlerinde 2012 yıl sonuna göre yaklaşık 15,6 Milyon TL artış yaşanmıştır. 2013 dönemi nakit akışları incelendiğinde öncelikle şirketin Kartal Projesi kapsamında Dumankaya A.Ş. ile yapmış olduğu anlaşma sonucunda oluşturulan ödeme planına uygun olarak ödenen toplam 26,3 Milyon TL'lik ödeme göze çarpmaktadır. Şirket bilançosunda bulunan nakit ve nakit benzerleri varlıklar %10'luk ortalama getiri oranı ile 3 ay ortalama vadeli katılım hesaplarında tutulmaktadır.
- Şirketin stokları 48,9 Milyon TL'dir. 2012 yılsonuna göre stoklarda meydana gelen artış Güre tesisinin (%80,15) şirketin portföyüne girmiş olmasından kaynaklanmaktadır (2013). 14.987.253 TL bedelle portföye dahil edilen söz konusu tesisin devre mülklere isabet eden 10.982.168 TL'lik kısmı stoklarda, ticari ünitelere (otel, sosyal tesis ve iş yerleri) isabet eden 4.005.085 TL'lik kısmı ise yatırım amaçlı gayrimenkullerde takip edilmeye başlanmıştır. Söz konusu arsanın ekspertiz şirketi tarafından 14 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirilen değerlemesine göre boş arsanın devre mülklere isabet eden kısmının gerçeğe uygun değeri 17.886.917 TL, otele ait kısmın gerçeğe uygun değeri ise 6.515.883 TL olarak tespit edilmiştir. (Stoklarda takip edilen kısım bilançoda maliyet değeri üzerinden gösterilirken, yatırım amaçlı gayrimenkullerde takip edilen kısım bilançoda rayiç değeriyle yer almaktadır.)
- 1,91 Milyon TL'lik diğer dönen varlıklar kaleminin 1,64 Milyon TL'si devreden KDV alacaklarından kaynaklanmaktadır.
- 31.12.2013 tarihi itibarıyla şirketin finansal borcu bulunmamaktadır.
- 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla ilişkili taraflara olan borçlar, Körfez Gayrimenkul İnşaat İş Ortaklığı'nın hisse devrinden (brüt 16.332.000 TL) ve İstanbul Kartal ilçesindeki Kuveyt Türk'e ait olan arsanın Şirket tarafından satın alınmasından kaynaklanan (brüt 8.758.635 TL) ve Kuveyt Türk'e olan borçlardan oluşmaktadır. Her iki borcun da vadesi 30 Eylül 2014'tür ve bilanço tarihi itibarıyla reeskonta tabi tutulmuş toplam değerleri olan 23.206.655 TL'den (31 Aralık 2012 - 20.906.896 TL) taşınmaktadır. Bu toplam tutardan Şirket'in Kartal Belediyesi ile yaptığı sulh anlaşmasından doğan yükümlülüklerinin (sulh anlaşması tarihi itibarıyla Kuveyt Türk'ün Körfez İş Ortaklığı'nın %17'sine sahip olmasından ötürü) Kuveyt Türk tarafından karşılanacak kısmı için Kuveyt Türk'ten alacak niteliğinde olan 30 Eylül 2014 vadeli 1.090.635 TL'nin 31 Aralık 2013 itibarıyla reeskonta tabi tutulmuş değeri olan 1.008.743 TL'si (31 Aralık 2012 - 908.777) düşülmüştür.
- Şirketin 48,6 Milyon TL olan kısa vadeli yükümlülüklerinin 26,3 Milyon TL'si alınan avanslar kaleminde takip edilmektedir. İlgili tutar, Kartal Projesine ilişkin olarak Dumankaya İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş ile yapılmış olan hasılat karşılığı arsa satış sözleşmesine istinaden Körfez GYO A.Ş 'ye yapılan avans ödemelerinden oluşmaktadır.
- Şirket, Dumankaya İnşaat (Yüklenici) ile 19 Mart 2012 tarihinde imzalamış olduğu arsa satış vaadi sözleşmesinin kısmen değiştirilmesine yönelik olarak, 17 Şubat 2014 tarihinde ek sözleşme imzalamıştır. Söz konusu ek sözleşme ile ana sözleşmede belirtilen ödeme dönemlerinde ve ana sözleşmede geçen bazı hükümlerde değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Yeni ödeme planına göre Yüklenicinin, Şirket'e ödeyeceği asgari tutar, bugüne kadar ödediği bedeller de dâhil olmak üzere, ana sözleşmedeki bedele ilave olarak 4.500.000 TL artmıştır. Dumankaya şirketi tarafından yapılan ödemeler yapılan sözleşmenin öngördüğü ödeme planına uygun olarak devam etmektedir. Yeni sözleşme gereği ödemelere 3 ay ara verilmiş olup, ödemeler 15 Mayıs 2014 tarihinde yeniden başlayacak ve Aralık 2015'te son bulacaktır.

VARLIKLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>73.806.649</b>	<b>58.766.785</b>	<b>53.127.740</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	22.965.025	7.303.684	16.936.523
Gerçeğe Uygun Değer Farkı	-	13.463.508	-
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Stoklar	48.929.330	37.144.362	35.440.424
Diğer Alacaklar	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.912.294	855.231	750.793
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>6.528.925</b>	<b>27.718</b>	<b>24.068</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.515.883	-	-
Maddi Duran Varlıklar	13.042	11.958	8.308
Diğer Duran Varlıklar	-	15.760	15.760
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>80.335.574</b>	<b>58.794.503</b>	<b>53.151.808</b>

YÜKÜMLÜLÜKLER	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>48.631.607</b>	<b>6.718.936</b>	<b>1.633.946</b>
Finansal Borçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	22.199.574	-	-
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	22.197.913	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara	-	-	-
Ticari Borçlar	1.661	-	-
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	-	381.316	1.567.840
Kısa Vadeli Karşılıklar	10.867	4.376	14.500
Çalışanlara Sağlanan Faydalara	-	-	-
İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	10.867	4.376	14.500
Alınan Avanslar	26.343.593	6.299.603	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	77.573	33.641	51.606
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>49.643</b>	<b>20.040.438</b>	<b>17.122.337</b>
Ticari Borçlar	-	19.998.119	16.737.243
-Diğer Ticari Borçlar	-	-	-
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	19.998.119	16.737.243
Uzun Vadeli Karşılıklar	49.643	42.319	65.727
Çalışanlara Sağlanan Faydalara	-	-	-
İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	49.643	42.319	65.727
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	-	-	319.367
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>48.681.250</b>	<b>26.759.374</b>	<b>18.756.283</b>

ÖZKAYNAKLAR	31.654.324	32.035.129	34.395.525
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>31.654.324</b>	<b>32.035.129</b>	<b>34.395.525</b>
Ödenmiş Sermaye	49.500.000	65.822.000	65.822.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	2.373.208	2.373.208	2.373.208
Kar veya Zararda Yeniden	-	-	-
Sınıflandırılmayacak Birikmiş	-	-	-
Diğer Kapsamlı	-	-	-
Gelirler veya Giderler	1.510	-	-
Geçmiş Yıllar (Zararları)	(19.838.079)	(33.799.683)	(33.724.951)
Net Dönem Karı / (Zararı)	(382.315)	(2.360.396)	(74.732)
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>80.335.574</b>	<b>58.794.503</b>	<b>53.151.808</b>

- Şirket 2010 yılından sonra satış geliri elde etmemiştir.
- Bu döneme kadar şirket genel yönetim giderleri dolayısıyla faaliyet giderlerine katlanırken, kasasında bulunan mevcut nakdin finansal yatırımlar yoluyla değerlendirilmesi suretiyle finansal gelir/gider elde etmiştir.
- 31.12.2013 tarihli Gelir Tablosundaki Genel Yönetim Giderleri; personel giderleri (946.371-TL), danışmanlık ve avukatlık giderleri (625.521-TL), vergi resim ve harçlar (364.634-TL), kira giderleri (28.841-TL), haberleşme giderleri (8.828-TL), amortisman ve itfa payları giderleri (7.578-TL) ve diğer giderlerden (113.005-TL) oluşmaktadır.
- Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler hesabında, Altın fonu değerlendirme geliri, Türev finansal araçlardan gelirler, Katılım payı geliri ve Kur farkı geliri yer almaktadır. Yatırım Faaliyetlerinden Giderler hesabı, Kısa vadeli borçlanma giderleri, Altın fonu satış zararı, Reeskont giderleri, Türev finansal araçlardan giderler ve Kur farkı giderlerinden oluşmaktadır.

<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>31 Aralık 2013</b>	<b>31 Aralık 2012</b>	<b>31 Aralık 2011</b>
Hasılat	-	-	-
Satışların Maliyeti (-)	-	-	-
<b>TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR</b>	-	-	-
Pazarlama Giderleri (-)	( 3.595)	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.094.778)	(2.342.114)	( 1.098.959)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.557.606	41.627	77.627
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(32.894)	(1.003)	(2.884)
<b>ESAS FAALİYET KARI / ZARARI</b>	<b>426.339</b>	<b>(2.301.490)</b>	<b>(1.024.216)</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4.941.714	2.013.500	1.585.920
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(5.750.368)	( 2.072.406)	( 927.524)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>(382.315)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(365.820)</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri</b>			
Dönem Vergi Gideri (-)	-	-	291.088
Ertelenmiş Vergi Geliri	-	-	-
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>(382.315)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(74.732)</b>
Diğer Kapsamlı Gelirler	1.510	-	-
<b>TOPLAM KAPSAMLI (GİDER) / GELİR</b>	<b>(380.805)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(74.732)</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket