

**JOINT STOCK COMPANY JOY HOTEL  
BATUMİ GAYRİMENKUL YATIRIM  
ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ**

**ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU**

**25.02.2020**

# İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
1. RAPORUN AMACI	1
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER	1
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR	1
4. YETKİNLİK BEYANI	2
5. RAPORA DAYANAK VERİLER	2
6. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ	3
7. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
8. FİNANSAL TABLOLAR	4
9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	5
9.1. Defter Değeri Yöntemi	5
9.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi	6
10. SONUÇ	8



## 1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Avrasya Gayrimenkul") ile Invest-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("InvestAZ") arasında 19.02.2020 tarihinde imzalanmış olan değerlendirme sözleşmesi kapsamında Avrasya Gayrimenkul'ün talebi doğrultusunda Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" veya "Şirket") pazar değerini tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

## 2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER

- ✓ Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları bağlamında yerine getirilmiştir.
- ✓ Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- ✓ Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- ✓ Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- ✓ Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- ✓ Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hakim ortağına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- ✓ Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- ✓ Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- ✓ Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- ✓ Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

## 3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- ✓ Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- ✓ Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- ✓ Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- ✓ Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere InvestAZ'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- ✓ Şirketin hakim ortağının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- ✓ Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.



**INVEST AZ**  
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

#### 4. YETKİNLİK BEYANI

JSC Joy Otel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 25.02.2020 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı doğrultusunda gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmetinin;

- ✓ *Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip,*
- ✓ *Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürleri bulunan,*
- ✓ *Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,*
- ✓ *Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,*
- ✓ *Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,*
- ✓ *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan,*
- ✓ *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,*

niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını, beyan ederiz.

#### 5. RAPORA DAYANAK VERİLER

Bu şirket değerlendirme raporunda aşağıda maddeler halinde belirtilen kurum ve belgelere dayanılarak değerlendirme yapılmıştır. Belirtilen dayanak veriler;

- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) denetimine tabi Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporu,
- Gürcistan merkezli olduğu belirtilen ancak yasal bir otoriteye ulaşılamaması nedeniyle teyit edilemeyen Audit & Business Law International Corporation adlı bağımsız denetim firmasının hazırladığı mali tablolar,
- 20 Aralık 2019 tarihinde kurulan değerlemeye konu olan Gürcistan merkezli Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından şirkete dair tarafımıza sunulan gerek bağımsız denetim, gerekse gayrimenkul değerlendirme raporunun doğruluğuna dair Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından tarafımıza sunulan beyan yazısı,
- Denetim raporu ile gayrimenkul değerlendirme raporu arasında oluşan tutar farklılığının nedenine ilişkin olarak JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı tarafından gelen beyan yazısı. (Gerekçe olarak Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ye yaptırılan değerlendirme raporunun sicil, çeviri ve apostil işlemlerinin 06.01.2020 tarihinde tamamlanabilmesi ve kur farkı belirtilmiştir.) Bu beyan çerçevesinde yapılan değerlendirmede Gürcistan para birimi ile hazırlanan, yine Gürcistan merkezli olduğu belirtilen bağımsız denetim firmasının raporu yerine SPK'dan gayrimenkul değerlendirme konusunda izinli Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan veriler dikkate alınmıştır.

## 6. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

Türkiye’de gayrimenkul sektörü incelendiğinde; GYODER tarafından hazırlanan 2019 yılı 3. çeyrek Gayrimenkul Sektörü Raporuna göre Türkiye’de inşaat sektörü son 20 yılda ekonomideki büyümeye paralel olarak genişlemiştir. 2017 yılında konut satışı sayısı 1,4 milyon adet iken 2018 yılında konut satışları 1,3 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk 9 aylık döneminde ise gerçekleşen rakamlar bir önceki yıla göre düşüş göstermiştir. 2019 yılının ilk 9 ayında satılan konut sayısı 865 binin üzerindedir.

Rapor kapsamında 2019 yılının Eylül ayında ipotekli satışların geçen yılın aynı dönemine göre 5 kat artış gösterdiği vurgulanırken, yabancılara yapılan konut satışlarında geçen yılın 3. çeyreğine göre yaklaşık yüzde 3 oranında bir daralma olduğu belirtilmektedir.

TÜİK verilerine göre ise 2019 yılı ilk çeyreğinde yapı ruhsatı verilen daire sayısı 76.883 iken 2. çeyrekte 45.354 ve 3. çeyrekte 57.529 olarak gerçekleşmiştir. Yapı ruhsatı sayısının 3. çeyrekte bir önceki çeyreğe göre yüzde 26,8 oranında artış gösterdiği dikkat çekmekte. Yine TÜİK verilerine göre 2019 yılının ilk çeyreğinde yapı kullanma izin belgesi sayısı 250.258 iken 2. çeyrekte 145.768’e düştüğü ve 3. çeyrekte ise 147.775 adet olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Diğer yandan şirketin Batum/Gürcistan’da yer alması nedeniyle ilgili ülke ve bölgenin yapısına baktığımızda Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.’nin 27.12.2019 tarihli raporunda bölge için izin verilen gayrimenkul (binalar/ünite) türleri; parklar, bahçeler, meydanlar, bulvarlar, çocuk oyun alanları, çok dairesel ve müstakil binalar, çok fonksiyonlu binalar (konut, ofisler v.s), ana okullar ve okul öncesi eğitim kurumları, ilkokul binaları, ortaokul binaları, meslek-teknik okulları, yüksek öğretim kurumları, poliklinikler, dispanserler, eczaneler, spor salonları, yüzme havuzları, kulüpler, sinemalar, tiyatrolar, şehir kütüphaneleri, arşivler, bilgi merkezleri, müzeler, sergi salonları, dans salonları – diskotekler, endüstriyel ürünleri satış yerleri, bakkallar, evrensel mağazalar, barlar, kafeler, restoranlar, hazır yemek (fast food) satış yerleri, ev hizmetleri, posta ve haberleşme müdürlükleri, banka şubeleri, bölümleri, bankalar, yönetim daireleri ve kurumları, ofisler ve bürolar, bilim ve proje kurumları, mahkemeler hukuki danışmanlık müesseseleri, oteller, müstakil çok katlı otoparklar, genel kullanım amaçlı açık yer üstü ve/veya yer altı otoparklar, benzin istasyonları ve/veya araç servis yerleri, belediye hizmetleri ve mühendislik-teknik yerleri, çok fonksiyonlu binalar (konutlar, ofisler v.s.), alış-veriş merkezleri, gazete büfesi, perakende satış ve hizmetler için geçici pavyonlar, polis merkezleri/ karakollar şeklindedir.

Gürcistan’da konut piyasasının bilinen özelliği ise bürokrasinin oldukça az olmasıdır. Nitekim, tapunun alınmasının 1 günde tamamlandığı, tapu masrafları için 100 dolar civarında tutarların belirtildiği, yabancıların arsa hariç tüm gayrimenkullerde alıcı olma hakkı olduğu bilgisi sunulmaktadır. Özetle, gayrimenkul pazarının yabancılara açık ve hızlı el değiştirebilen karakteristikte olduğu görülebilmektedir.

## 7. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 20 Aralık 2019 tarihinde Batum/Gürcistan’da kurulmuştur. Şirketin esas faaliyet konusu emlak ve emlakla ilişkili faaliyetlerdir. Bu kapsamda şirket emlak satışı ve yatırımı yapmaktadır. Şirket adresi tarafımıza sunulan belgelerde Lenh and Maria Kaczynski caddesi, No.: 1a, Kat: 2, C102 Apartmanı, C Girişi olarak belirtilmektedir. JSC Asia Software şirketi Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nın %100 oranında ortağı konumundadır. JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı’nın mevcut durum itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Şirket Ünvanı	Sermaye Payı (%)
JSC Asia Software	100,00
<b>TOPLAM</b>	<b>100,00</b>

*Kaynak: Audit & Business Law International Corporation, Gürcistan*

Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporuna göre JSC Asia Software şirketinin bağlı ortağı olan JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Gürcistan'ın başkenti Batum sınırları içerisinde 05.32.12.222 kadastro kodlu 54 adet rezidans daireye sahiptir. Şirketin verdiği bilgiye göre şirketin tüm varlıkları bu 54 adet rezidans daireden oluşmaktadır. Kurumumuza ulaştırılan bilgilerde şirketin bunun dışında varlık ya da borcu bulunmamaktadır.

## 8. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket 20 Aralık 2019 tarihinde kurulması nedeniyle şirketin geçmiş dönem finansal tabloları bulunmamaktadır. Hali hazırda Şirketin 31.12.2019 ve 17.01.2020 tarihli bilanço değerleri mevcut olup, şirketin ilgili tarihler arasında satış faaliyeti olmadığından gelir tablosu oluşmamıştır. Ayrıca şirketin bağımsız denetim raporlarında borcunun bulunduğu dair bir ibare de bulunmamaktadır. Şirketin Audit & Business Law International Corporation isimli kurum tarafından bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları aşağıda yer almaktadır. **Bu tabloda yer alan verilerin, Audit & Business Law International Corporation tarafından hazırlandığı ifade edilmiş, şirket yetkilileri tarafından doğruluğuna ilişkin beyanda bulunulmuştur. Tarafımıza şirket tarafından sunulan bu verilerle ilgili olarak şirketin yurtdışında faaliyet göstermesi nedeniyle ayrıca bir inceleme yapılamamıştır.**

Finansal Durum Tablosu (TL)	17/01/2020	31/12/2019
<b>Dönen Varlıklar</b>	-	<b>18.189.500</b>
Hazır Değerler	-	18.189.500
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>22.596.521</b>	-
Maddi Duran Varlıklar	22.596.521	-
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>22.596.521</b>	<b>18.189.500</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>22.596.521</b>	<b>18.189.500</b>
Ödenmiş Sermaye	22.596.521	18.189.500
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>22.596.521</b>	<b>18.189.500</b>

*Kaynak: Audit & Business Law International Corporation, Gürcistan*

Şirketin, 31.12.2019 tarihindeki bağımsız denetim raporlarında yer alan bilanço rakamları TCMB'nin aynı tarihli GEL kuruyula değerlendirildiğinde şirket özkaynaklarının 18.189.500 TL olduğu görülmektedir. 17.01.2020 tarihli özkaynaklarının ise 17.01.2020 tarihindeki yine TCMB'nin GEL kuruyula değerlendirildiğinde 22.596.521 TL'ye yükseldiği görülmektedir. Aradaki 17 günlük sürede oluşan farkın nedeni olarak ise Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın tarafımıza ilettiği beyanda Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ye yaptırılan değerlendirme raporunun sicil, çeviri ve apostil işlemlerinin 06.01.2020 tarihinde tamamlanabilmesi ve kur farkından kaynaklandığı belirtilmiştir. Buna göre şirket değerlendirme raporu sonucunda mali tablolarını güncellediğini ifade etmiştir. İlgili tarihlerdeki TCMB GEL kuruları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tarih	GEL Kuru
31.12.2019	2.0788
17.01.2020	2.0424

**Kaynak: TCMB**

Şirketin yukarıda yer alan bağımsız denetim raporları verilerine göre 17.01.2020 tarihinde borcu bulunmayıp, aktif toplamı 22.596.521 TL iken, şirketin, Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ye hazırlattığı 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporunda şirkete ait 54 adet rezidans daire için KDV hariç 21.919.835 TL, KDV dahil 25.865.428 TL değer olarak ortaya koyulmuştur.

Hem JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın yurtdışında faaliyet göstermesi, hem de bağımsız denetim şirketinin Gürcistan'ın yerel bir bağımsız denetim şirketi olması ve SPK üyesi olmaması belge ve bilgilerin yasal olarak teyidini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle Audit & Business Law International Corporation şirketine hazırlatılan JSC Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na ait mali tabloların gerçeği doğru bir şekilde yansıttığına dair Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'den 18.02.2020 tarihinde beyan yazısı alınmıştır. Ek olarak, değerlemenin objektif ve daha tutarlı olması amacıyla, şirketin, SPK'dan gayrimenkul değerlendirme konusunda izinli Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'ye hazırlattığı 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporu da şirketin değerlemesinde dikkate alınmıştır. Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporunda şirkete ait 54 adet rezidans daire için KDV hariç 21.919.835 TL, KDV dahil 25.865.428 TL değer hesaplanmıştır.

Maddi Duran Varlıklar	Tutar (KDV Hariç)
54 Adet Rezidans Daire	21.919.835

## 9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre pazar değeri; bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Temel değerlendirme yaklaşımları;

- Pazar (Piyasa) Yaklaşımı,
- Gelir Yaklaşımı ve
- Maliyet (Aktif) Yaklaşımı

olup, Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın değer belirlenmesi amacıyla Defter Değeri ve Pazar (Piyasa) yaklaşımı olarak Piyasa Çarpanları değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

### 9.1. Defter Değeri

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Aktif Toplamı – Borç Toplamı

Pay başına defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir.

Şirketin 17.01.2020 dönemi itibariyle Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı tarafından sağlanan belgelere göre şirket finansal tablolarında özkaynakları 22.596.521 TL'dir.

## 9.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi yöntemi, değerlendirilmesi yapılan şirkete ait finansal verilerden hareketle aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsalarda işlem gören benzer nitelikteki şirketlerin çarpanlarından hareketle yapılan değer tespit çalışmasıdır.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken, Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın benzeri olabilecek Borsada işlem gören bilişim şirketlerinin çarpanlarını kullanma konusu irdelenmiştir. Şirket'in gayrimenkul alanında faaliyet göstermesi nedeniyle, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO) Endeksi içerisinde işlem gören şirketlerin ortalamalarının kullanılmasının daha uygun bir sonuç vereceği kanaatine varılmıştır. Bu çarpanlar hesaplanırken şirketlerin toplam değerleri üzerinden hesaplanan ortalama büyüklüklerden yararlanılmıştır.

Çarpanlar Yöntemi	Piyasa Değerinin Hesaplanması
PD/DD	PD/DD Çarpanı * Özkaynaklar

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI SEKTÖRÜ		Açıklanan Dönem	Piyasa Değeri	Özkaynaklar	PD/DD
AGYO	Atakule Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	316.470.000	458.997.185	0,69
AKFGY	Akfen Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	745.200.000	934.583.308	0,80
AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	730.374.400	227.104.035	3,22
AKSGY	Akis Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	1.131.141.565	3.895.352.232	0,29
ALGYO	Alarko Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	549.580.970	1.207.910.304	0,45
ATAGY	Ata Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	97.137.500	36.483.253	2,66
AVGYO	Avrasya Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	108.720.000	206.125.172	0,53
DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	1.503.995.270	979.262.620	1,54
DZGYO	Deniz Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	252.500.000	264.843.978	0,95
EKGYO	Emlak Konut Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	5.282.000.000	13.178.433.000	0,40
HLGYO	Halk Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	1.132.160.000	2.578.219.682	0,44
IDGYO	İdealist Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	29.300.000	6.074.662	4,82
ISGYO	İş Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	1.687.400.000	3.860.227.078	0,44
KLGYO	Kiler Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	248.000.000	1.096.062.000	0,23
KRGYO	Körfez Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	157.740.000	113.842.447	1,39
MARGYO	Martı Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	111.100.000	314.180.317	0,35
MSGYO	Mistral Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	181.196.274	218.267.521	0,83
NUGYO	Nurol Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	537.100.000	40.661.705	13,21
OZGYO	Özderici Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	290.000.000	433.836.547	0,67
OZKGY	Özak Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	618.800.000	1.910.240.784	0,32
PAGYO	Panora Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	402.810.000	941.466.721	0,43
PEGYO	Pera Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	65.934.000	82.522.735	0,80
PEKGY	Peker Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	227.341.000	299.369.162	0,76
RYGYO	Reysaş Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	1.129.140.004	1.698.535.301	0,66
SNGYO	Sinpaş Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	768.410.219	394.658.039	1,95
SRVGY	Servet Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	275.600.000	452.436.743	0,61
TDGYO	Trend Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	66.000.000	52.460.108	1,26
TRGYO	Torunlar Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	1.890.000.000	7.550.524.000	0,25



TSGYO	TSKB Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	402.000.000	310.106.668	1,30
VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	568.100.000	1.063.660.615	0,53
YGGYO	Yeni Gimat Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	2.098.252.800	2.267.562.306	0,93
YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/09	75.237.025	130.086.129	0,58
YKGYO	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yat. Ort.	2019/12	96.800.000	80.791.661	1,20
<b>TOPLAM</b>			<b>23.775.541.031</b>	<b>47.284.888.072</b>	<b>0,50</b>

**Kaynak: Bloomberg Veri Terminali**

Tabloda, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektöründe yer alan şirketlerin son açıklanan bilanço dönemleri ile piyasa değeri, özkaynakları ve PD/DD çarpan değeri yer almaktadır. Yine tablodaki veriler kullanılarak BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörü için PD/DD değerinin 0,50 olarak hesaplandığı görülmektedir.

Piyasa Çarpanları analizinde kullanılan Borsa İstanbul endekslerine ilişkin çarpanlar, Borsada işlem gören şirketlerin Bloomberg veri terminalinden temin edilen 31.12.2019 tarihli Borsa İstanbul kapanış verileri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları	PD/DD
BİST – Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	0,50

Şirket değerlendirme analizinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) olarak tek bir çarpan yöntemi kullanılmış olup, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörünün PD/DD oranı kullanılmıştır.

Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın piyasa değeri hesaplanırken, hem defter hem de çarpan yöntemine göre aşağıdaki tabloda gösterilen hesaplamalar yapılarak şirket değerine ulaşılmıştır.

Şirket Değeri					
	Baz Değer*	Çarpan (PD/DD)	Sonuç Değer	Ağırlık	Şirket Değeri
Defter Değeri	21.919.835	-	21.919.835	100%	21.919.835
Çarpan Yöntemi (PD/DD)	21.919.835	0,50	10.959.917	0%	-
<b>Şirket Değeri</b>					<b>21.919.835</b>

*\*"Rapora Dayanak Veriler" başlığında belirtildiği çerçevede Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 27.12.2019 tarih ve MD-SP240 no'lu raporunda yer alan tutar dikkate alınmıştır.*

Şirketin herhangi bir faaliyetinin olmaması ve sadece duran varlıklardan oluşan bir aktif yapısının olması nedeniyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın PD/DD oranının kullanılmasının uygun olmayacağı düşünülmüştür. Bu nedenle 21.919.835 TL üzerinden hesaplanan defter değeri ve çarpan analizi yöntemlerinden defter değerine %100 ağırlık verilirken, PD/DD oranı üzerinden hesaplanan çarpan analizi yöntemine 0 (yüzde sıfır) ağırlık verilmiştir. Şirket değeri, defter değeri yöntemine göre 21.919.835 TL olarak hesaplanmıştır.

**Bu noktada değerlemeye baz olan "Rapora Dayanak Veriler" başlığındaki hususlar oldukça önem arz etmektedir. Nitekim, şirketin sadece duran varlıklardan oluşması nedeniyle gayrimenkul değerlemesi doğrudan fiyatı belirlemektedir. Yine farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceğinin mümkün olduğu, buna ek olarak özellikle farklı tarihlerdeki gayrimenkul değerlendirme raporlarında da farklı değerlerin tespit edilmesinin olası olduğu göz önünde bulundurulmalıdır.**

## 10. SONUÇ

Joint Stock Company Joy Hotel Batumi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın şirket değeri hesaplanırken; başka ülkede olması nedeniyle veri kaynakları üzerinde özellikle durulmuştur. Bu noktada şirket değeri dikkate alınırken mutlaka "**Rapora Dayanak Veriler**" bölümü incelenmelidir. Nitekim, bu başlık altındaki açıklamalar değerlemeyi doğrudan etkileyen verilere ilişkin hususları içermektedir.

Şirketin herhangi bir faaliyetinin olmaması ve sadece duran varlıklardan oluşan bir aktif yapısının olması nedeniyle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın PD/DD oranının kullanılmasının uygun olmayacağı düşünülmüştür. Yine dayanak veri olarak SPK'dan gayrimenkul değerlendirme konusunda izinli Makro Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin 27.12.2019 tarihli ve MD-SP240 no'lu gayrimenkul değerlendirme raporu dikkate alınmıştır. Buna göre 21.919.835 TL üzerinden hesaplanan defter değeri ve çarpan analizi yöntemlerinden defter değerine %100 ağırlık verilirken, PD/DD oranı üzerinden hesaplanan çarpan analizi yöntemine 0 (yüzde sıfır) ağırlık verilmiştir. Şirket değeri, defter değeri yöntemine göre 21.919.835 TL olarak hesaplanmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerin kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Yine farklı tarihlerdeki gayrimenkul değerlendirme raporlarında da farklı değerlerin tespit edilmesi olasıdır.

**25.02.2020**

**INVEST AZ**  
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.