



cutting through complexity™

Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

Zincir Yapı A.Ş. Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye Kurumsal Finansman

13 Şubat 2015



Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetimine,

Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Müşteri”, veya “Yeşil GYO”) tarafından Zincir Yapı A.Ş. (“Zincir Yapı” veya “Şirket”)’nin 30 Eylül 2014 (“Değerleme Tarihi”) tarihli değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu (“Rapor”) Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri Tic. A.Ş. (“Yeşil İnşaat”) Yönetimi’nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Yeşil GYO’nun ortağı Yeşil İnşaat aynı zamanda Zincir Yapı’nın da ortağıdır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Zincir Yapı’ya ait geçmiş dönem finansal tabloları ile Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından hazırlanan ilgili projeler için 2015-2018 yılları arası tahmini dönem verilerini içeren fizibilite çalışmaları 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 ile gelecek döneme ait projeksiyonlar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz. Rapor’da sunulan tahmini döneme ait finansal veriler, tarafımıza Yeşil İnşaat 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.

Şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu sadece Zincir Yapı Yönetimi’ne aittir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfa ile birlikte Rapor’un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu Rapor, Zincir Yapı değerinin belirlenmesi doğrultusunda, fikir vermek dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp, düzenleyici otoritelerin, ticaret mahkemelerinin, Sermaye Piyasası Kurulu’nun, Borsa İstanbul A.Ş.’nin dışında yalnızca Yeşil GYO’nun dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Bulgularımızın, Zincir Yapı için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

İstanbul, 13 Şubat 2015

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirketi
BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
Değerleme	Zincir Yapı Değerlemesi
Değerleme Tarihi	30 Eylül 2014
Fako Projesi	Zincir Yapı Fako İş Kuleleri Projesi
Ispartakule Projesi	Zincir Yapı Ispartakule Konut ve Ticari Çarşı Projesi
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KPMG	KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.
Müşteri/Yeşil GYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
NAD	Net Aktif Değer
Raporlama Tarihi	13 Şubat 2015
ŞD	Şirket Değeri
Şirket/Zincir Yapı	Zincir Yapı A.Ş.
TL	Türk Lirası
USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
VUK	Vergi Usul Kanunu
Yeşil İnşaat	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri Tic. A.Ş.

Hazırlanış temeli

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Müşteri” veya “Yeşil GYO”) tarafından Zincir Yapı A.Ş. (“Zincir Yapı” veya “Şirket”)’nin 30 Eylül 2014 (“Değerleme Tarihi”) tarihli değerlerinin tespitinde görevlendirilmiştir.

Bu değerlendirme raporu Yeşil İnşaat Yönetimi’nin KPMG’ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geleceğe yönelik finansal tahminler, Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar baz alınarak hazırlandığı varsayılmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp fiyat aralığı olarak sunulmaktadır.

Sözleşme şartları

Bu rapor (“Rapor”) KPMG ile Yeşil GYO arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 15 Ocak 2015 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 Zincir Yapı operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp düzenleyici otoritelerin, ticaret mahkemelerinin, Sermaye Piyasası Kurulu’nun, Borsa İstanbul A.Ş.’nin dışında yalnızca Yeşil GYO’nun dahili kullanımı ile sınırlıdır.

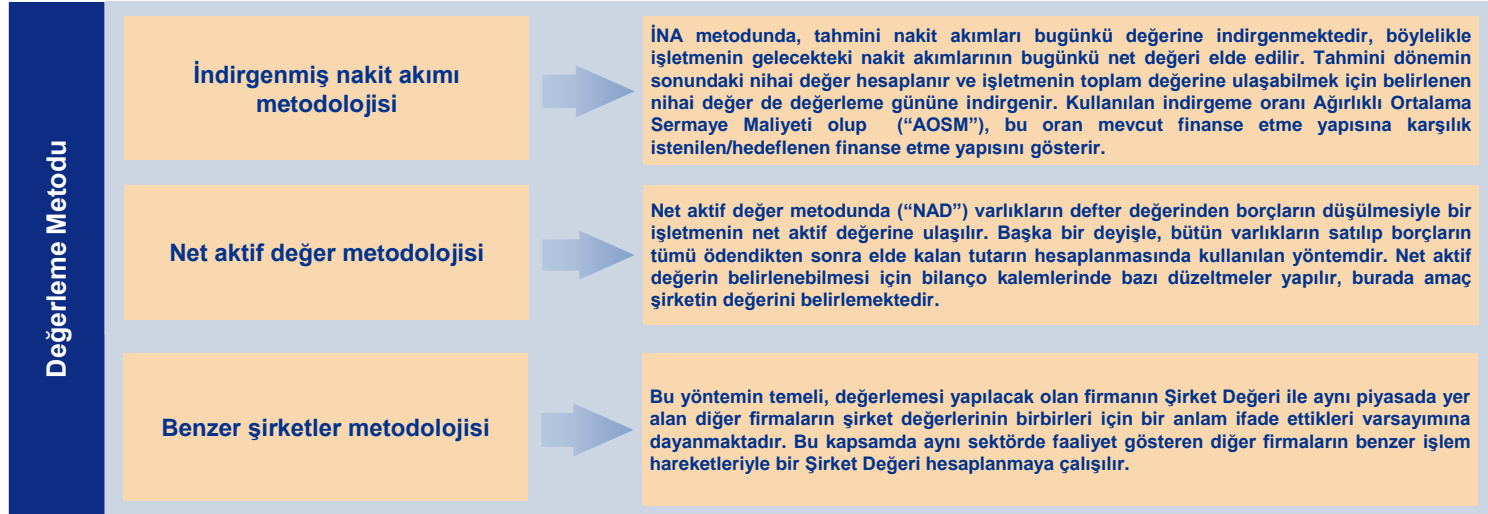
Yazılanlar dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor’un muhatabı Yeşil GYO olarak kalacaktır.

Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

- KPMG Veri Tabanı
- Capital IQ
- ISI Securities / Dealwatch
- Economist Intelligence Unit (“EIU”)

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler



KPMG Kurumsal Finansman tarafından Zincir Yapı'nın Şirket Değer aralığının belirlenmesi için İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") metodolojisi dikkate alınmıştır. Ayrıca test amaçlı Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpanları (Benzer Şirketler) metodolojileri de uygulanmıştır. Şirket Değeri'nin ("ŞD") genellikle kabul edilen tanımı, bir işletmenin (varlığın), istekli alıcı ve satıcı arasında, iki tarafın da almak ya da satmak için etki altında kalmadan ve Değerleme Tarihi itibarıyla makul düzeyde gerekli bilgiye sahip olarak, el değiştireceği fiyattır.

Yukarıda tanımlanan metodolojilerin her biri işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilir; ancak, bu metodların uygunluğu değerlendirilen şirketin özelliklerine göre değişir.

Uygun bir değerlendirme metodunun seçilmesinde aşağıdaki unsurlar etkili olmuştur.

- Şirket'in operasyonlarının içeriği,
- Geçmiş ve tahmini mali bilgilerin hazır bulunması
- Gelecek beklentilerinin değere etkisini yansıtan en etkin analizin İNA olması
- İNA analizinin tahmini dönem için Şirket'in kendine özgü karakteristik özelliklerini yansıtmaması
- İNA analizinin operasyonel ve finansal riskleri göz önüne alması

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

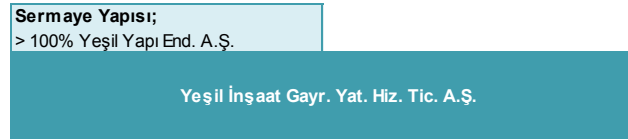
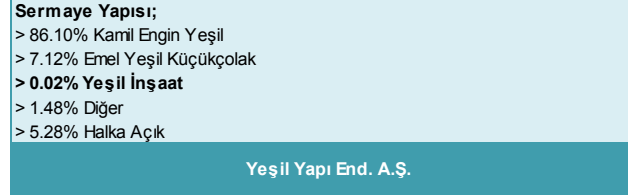
Zincir Yapı A.Ş.	
Değerleme Tarihi	<ul style="list-style-type: none"> 30 Eylül 2014
Değerleme analizi yaklaşımları	<ul style="list-style-type: none"> Uygulanan değerlendirme yöntemleri: İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Analizi, Net Aktif Değer Analizi (“NAD”, Piyasa Çarpanları Analizi Tarafımıza 31 Aralık 2013 – 30 Eylül 2014 tarihli geçmiş dönem bilanço ve gelir tabloları ile tahmini dönem projeksiyonları Yeşil İnşaat Yönetimi’nce tarafımıza temin edilmiştir. Zincir Yapı’nın değer aralığı mevcut iki projesi olan Fako ve İspartakule projelerinin değer aralıkları doğrultusunda belirlenmiştir. Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından halihazırda değerlemeye konu başka bir proje olmadığı tarafımıza bildirilmiştir.
İNA Analizi	<ul style="list-style-type: none"> İNA metoduna göre, Fako ve İspartakule projelerinin tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmiş, böylelikle projelerin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilmiştir. Zincir Yapı’nın Değerleme Tarihi’nde başka aktif projesi olmadığı için, mevcut projelerin değeri Şirket Değeri hesaplaması olarak kabul edilmiştir. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Fako Projesi için ABD Doları bazlı %10.9, İspartakule Projesi için ise TL bazlı %14.6 olarak hesaplanmıştır.
Piyasa Çarpanları Analizi	<ul style="list-style-type: none"> Piyasa Çarpanları Analizinde yurtiçi ve yurtdışında inşaat sektöründe faaliyet gösteren halka açık benzer şirketler analiz edilmiştir. Benzer şirketlerin Fiyat/Defter Değeri çarpanları incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Zincir Yapı’nın Değerleme Tarihi itibari ile performansını doğru yansıtamadığı görüşü ile Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.
Net Aktif Değer Analizi	<ul style="list-style-type: none"> Net Aktif Değer Analizinde 30 Eylül 2014 tarihli VUK ile uyumlu bilançosunda yer alan varlıkların ve kaynakların defter değerleri ile Şirket’in aktif projelerinden doğacak değerler göz önüne alınmıştır. Proje bazında bilanço kalemlerinin detaylandırılmaması ve VUK ile uyumlu finansallar dışında bilgi bulunmaması nedeniyle, NAD analizi test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.
Sonuç	<ul style="list-style-type: none"> Bu çalışma kapsamında birincil yöntem olarak gelir yaklaşımı olan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. İNA yöntemi Şirket’e özel yatırımları, gelecek performansı ve beklentilerini dikkate aldığı için gelecekteki potansiyelini değerlemeye en iyi yansıtan metodolojidir. Bu nedenle İNA yöntemi Zincir Yapı değerlendirilmesinde en uygun yaklaşım olarak belirlenmiştir. Şirket’in %100’ü için hesaplanan Şirket Değeri 718 milyon TL ile 730 milyon TL, Değerleme Tarihi itibari ile net borç ve nakit durumları göz önüne alınarak hesaplanan Özsermaye Değeri’nin ise 646 milyon TL ile 657 milyon TL aralığında olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

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 İnşaat") Yeşil Plaza'nın yanı sıra Türkiye'nin özel sektörde gerçekleştirilen en büyük projelerinden biri olan Innovia'nın da yaratıcısıdır.

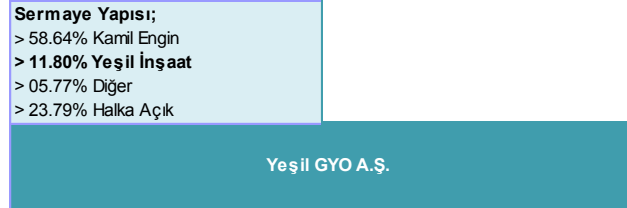
Yeşil İnşaat'ın fiili faaliyet konusu müteahhitlik hizmeti olup inşaat ve taahhüt işi yapmaktadır.



Sermaye Yapısı; > 74.00% Metal Yapı > 25.00% Yeşil İnşaat > 1.00% Diğer	Kullanılan Değerleme Yöntemleri; İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Benzer Şirketler Yöntemi Net Aktif Değer Yöntemi
--	--

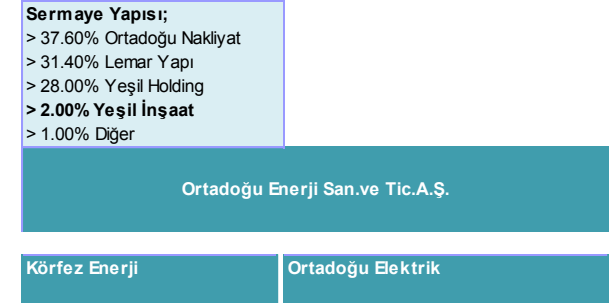
Zincir Yapı A.Ş.

Fako Projesi Ispartakule Projesi



Yeşil İnşaat ayrıca iştiraki olan Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Yeşil GYO") taahhüt işlerini yapmaktadır.

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



Fako Proje Karnesi

Proje Adı:	Fako İş Kuleleri Projesi
Başlama Tarihi:	2012 yılı
Öngörülen Bitiş Tarihi:	2018 yılı
İş Veren / Arsa Maliki:	Turgut İlaçları A.Ş.
Yüklenici Taraf:	Zincir Yapı ve Proje Geliştirme Sanay. ve Tic. Ltd. Şti. Gayrimenkul satış vaadi ve kat karşılığı inşaat yapım ve paylaşım sözleşmesi
Sözleşme:	Halen "Fako İlaç Tesisleri" olarak bilinen gayrimenkullerin tamamını ifade etmektedir. 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 paylaşılacaktır
Arsa:	
İnşaat Alanı (m2)	224,403
Kule Ofis Alanı (m2):	46,091
Podyum Ofis Alanı (m2):	25,911
Zincir Yapı Öngörülen Giderler Toplamı ('000 USD):	235,695
Zincir Yapı Öngörülen Gelirler Toplamı ('000 USD):	576,745

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Ispartakule Proje Karnesi

Proje Adı:	Ispartakule Projesi/ Konut -Ticari Çarşı Projesi
Başlama Tarihi:	2012
Öngörülen Bitiş Tarihi:	2015
Bölge:	Avcılar Ispartakule Mevkii-İstanbul
Firma Ortaklık Yapısı:	Metal Yapı A.Ş. 3/4 ve Yeşil İnşaat Tic. A.Ş. 1/4
Konut Sayısı:	340
Dükkan Sayısı	167
Toplam Daire Alanı (m2):	29,776
Toplam Dükkan Alanı (m2):	22,152
İnşaat İmalat Toplam Alanı (m2)	88,914
Zincir Yapı Öngörülen Giderler Toplamı ('000 TL)	73,123
Zincir Yapı Öngörülen Gelirler Toplamı ('000 TL)	163,882

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Zincir Yapı, Metal Yapı ve Yeşil İnşaat ortaklığı ile kurulmuş hali hazırda iki projeye sahiptir. Bunlar Fako ve Ispartakule Projeleridir.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

Genel varsayımlar

Zincir Yapı'nın geçmiş dönem finansal tabloları ile Fako ve Ispartakule Projelerinin projeksiyonları Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından tarafımıza temin edilmiştir ve halihazırda değerlemeye konu başka bir proje olmadığı tarafımıza bildirilmiştir. Bu varsayımlar Şirket Yönetimi ile iletişim içinde, tarafımızca halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

Zincir Yapı'nın değer aralığı mevcut iki projesi olan Fako ve Ispartakule projelerinin değer aralıkları doğrultusunda belirlenmiştir.

Raporlama Tarihi itibari ile Zincir Yapı'nın sene sonu mali tabloları henüz hazırlanmamış olduğu için değerlendirme çalışmamızda 30 Eylül 2014 tarihli Vergi Usul Kanunu'na (VUK) uygun olarak hazırlanmış mali tablolar dikkate alınmıştır. 31 Aralık 2014 tarihli mali tablolarda değerlendirme çalışmamızın sonuçlarını etkileyecek önemli bir husus olmadığı Şirket Yönetimce tarafımıza bildirilmiştir..

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi – Varsayımlar

Fako Projesi

Zincir Yapı Fako projesi için İNA analizine baz olan tahmini dönem 1 Ekim 2014 - 31 Aralık 2018 tarihlerini kapsamaktadır.

Fako projesinde nakit girişlerinin 2015 yılında %40, 2016 yılında %40 ve 2017 yılında %20'sinin yapılacağı Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından öngörülmüştür.

İNA analizinde USD bazlı %10.9'luk ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmıştır.

İNA analizi USD bazlı gerçekleştirilmiştir ve Özsermaye Değerine ulaşırken Değerleme Tarihi 2.28'lik USD/TL kur oranı kullanılmıştır.

Ispartakule Projesi

Ispartakule Projesi'nin kalan ticari alan stok satışlarının 2015 yılı içinde yapılacağı ve projenin 2015 yılında sona ereceği Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından öngörülmüştür.

İNA analizinde TL bazlı %14.6'lık ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi – Varsayımlar

Fako ve Ispartakule projeleri henüz inşaat aşamasında oldukları ve yatırımlarının tamamlanmadığı, ancak benzer şirketlerin yurt içinde ve yurt dışında faaliyetlerine devam eden şirketler oldukları için ulaşılan Benzer Şirketler portföyü sadece beta hesaplaması için kullanılmıştır.

Net Aktif Değer Analizi – Varsayımlar

Proje bazında bilanço kalemlerinin detaylandırılmaması ve VUK ile uyumlu finansallar dışında bilgi bulunmaması nedeni ile Net Aktif Değer analizi test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
 - Fako Projesi
 - Ispartakule Projesi
 - Sonuç
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/D+E)$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f = risksiz getiri oranı

R_m = beklenen ortalama piyasa getirisi

$(R_m - R_f)$ = bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi

β = bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı

α = şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (“FED”) 30 Eylül 2014 itibari ile 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibariyle %3.2’dir. Ispartakule projesi için TL bazlı AOSM hesaplandığından ötürü, uzun vadeli TL-USD enflasyon farkı olan %4 risksiz faiz oranına eklenmiştir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.5 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk çarpanı, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %3.8 şirkete özgü risk çarpanı uygulanmıştır.

Zincir Yapı Fako projesinin USD bazlı borç alma oranı %9.6 olarak, Ispartakule projesinin TL bazlı borçlanma oranı %13.6 olarak hesaplanmıştır.

Beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul’da ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Zincir Yapı’ya benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiştir. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalamaları göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.42’dir. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Zincir Yapı’ya benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %32.3 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, Fako projesi serbest nakit akımları USD bazlı %10.9’luk AOSM indirgeme oranı, Ispartakule projesi serbest nakit akımları TL bazlı %14.6’lık AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir.

Beta analizi ve Fako ve Ispartakule ile AOSM hesaplamalarının detayları Ekler bölümünde yer almaktadır.

Fako Projesi İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi										
('000 USD)	Maliyet/m2	30.09.2014 Gerçekleşme			3A 2014	2015	2016	2017	2018	2019
		Planlanan	Gerçekleşen	Yüzdesi						
Nakit Girişleri		576,745	-			227,814	227,814	121,117	-	
Nakit Çıktıları		(235,695)	(57,742)	24.5%		(42,972)	(66,751)	(61,939)	(6,291)	
Kule Ofis (Shell & Core)	698.6	(64,395)	(31)	0.0%		(23,807)	(27,832)	(12,725)	-	
Podyum Mağaza (Shell & Core)	567.0	(24,610)	-	0.0%		-	(12,532)	(12,078)	-	
Podyum (Müze-Toplantı ve Konferans Salonu-Sosyal Tesis)	1,001.0	(12,932)	-	0.0%		-	(1,325)	(8,621)	(2,986)	
Otopark Alanı	253.0	(16,613)	-	0.0%		(4,081)	(10,361)	(2,171)	-	
Ortak Maliyetler	172.0	(38,594)	(6,988)	18.1%		(936)	(8,405)	(20,907)	(1,359)	
Çevre Altyapı ve Peyzaj İşleri	127.0	(2,665)	-	0.0%		(448)	(319)	(1,485)	(413)	
Diğer Maliyetler	338.2	(75,885)	(50,722)	66.8%		(13,700)	(5,977)	(3,952)	(1,534)	
Kurumlar Vergisi (%20)		-	-							(68,210)
Net Nakit Akışları						-	184,843	161,063	59,178	(6,291)
AOSM						10.9%				
Bugünkü değer katsayısı						0.99	0.93	0.83	0.75	0.68
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı						-	171,055	134,412	44,536	(4,270)
Fako proje değeri - USD						303,987				

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, KPMG Analizi

Fako Projesi'nde yüklenici taraf olarak görev alan Zincir Yapı, arsa maliki Turgut İlaçları A.Ş. ile %50 - %50 oranında Gayrimenkul Satış Vaadi ve Kat Karşılıklı İnşaat Yapım ve Paylaşım Sözleşmesi imzalamıştır.

Projeksiyonlar ABD Doları bazında temin edilmiş, dolayısı ile ABD Doları bazında indirgeme oranı hesaplanmıştır.

Proje revizyonu sebebiyle 2014 yılında projenin durdurulduğu tarafımıza iletilmiş, dolayısıyla 2014'de nakit girişi gerçekleşmediği Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza paylaşılmıştır.

Değerleme çalışmasında yer alan Fako Projesi nakit girişleri ve çıkışları Yeşil İnşaat Yönetimi tarafınca hazırlanan projeksiyonları baz almaktadır.

%10.9'luk indirgeme oranı ile gerçekleştirilen İNA analizine göre Fako Projesi'nin değeri 304.0 milyon USD olarak hesaplanmıştır.

ABD Doları bazında hesaplanan Fako Projesi'nin değeri Raporumuzda 30.09.2014 tarihli Dolar/TL alış kuru (2.28) üzerinden TL'ye çevrilmiştir.

Ispartakule Projesi İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi						
('000 TL)	30.09.2014 Gerçekleşme			3A 2014	2015	2016
	Maliyet/m2	Planlanan	Gerçekleşen			
Nakit Girişleri		163,882	95,908	59%	13,050	54,924
Konut Blokları Satış Gelirleri		68,730	67,094	98%	293	1,343
Dükkan ve Mağaza Satış Gelirleri		95,153	28,814	30%	12,758	53,581
Nakit Çıktıları (Gelir Vergisi Hariç)	(793)	(73,123)	(53,719)	73%	(9,539)	(9,866)
İnşaat İmalatlar Öncesi ve Harici Giderler	(169)	(17,614)	(13,019)	74%	(1,279)	(3,316)
İnşaat İmalat Giderleri	(624)	(55,510)	(40,700)	73%	(8,259)	(6,550)
Kurumlar Vergisi (%20)		(16,328)	-	0%		(16,328)
Net Nakit Akışları					3,511	45,058
AOSM					14.6%	
Bugünkü değer katsayısı					0.98	0.90
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı					3,452	40,672
Ispartakule proje değeri					31,267	(12,858)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, KPMG Analizi

%14.6'lık indirgeme oranı ile gerçekleştirilen İNA analizine göre Ispartakule Projesi'nin değeri **31.3 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Ispartakule Projesi Zincir Yapı'nın yüklenici taraf olarak görev aldığı bir projedir.

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 30 Eylül 2014 tarihi itibarı ile Ispartakule Proje'sinin gerçekleşen nakit girişleri ve çıkışları ile tahmini dönem projeksiyonları sol tarafta yer alan tabloda özetlenmiştir.

Zincir Yapı - Değerleme Özeti

('000 TL)	
Fako Projesi	
AOSM - USD	10.89%
Fako Proje Değeri - İNA - USD	303,987
USD/TL (30.09.2014)	2.28
Fako proje değeri - İNA - TL	692,755
Ispartakule Projesi	
AOSM - TL	14.63%
Ispartakule proje değeri - İNA - TL	31,267
Sonuç	
Zincir Yapı Şirket Değeri	724,022
Net Borç (30.09.2014)	(72,693)
Zincir Yapı Özsermaye Değeri	651,329

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, KPMG Analizi

Zincir Yapı - Net Borç

('000 TL)		30.09.2014
Nakit ve nakit benzerleri		
Kasa		12,572
Bankalar		666
Ortaklardan Alacaklar		43,004
		56,242
Faize tabi borç		
Mali Borçlar-Kısa Vadeli		(7,981)
Mali Borçlar-Uzun Vadeli		(120,953)
		(128,934)
Net Borç		(72,693)

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Not: Zincir Yapı bilançosu sayfa 25'de yer almaktadır.

Zincir Yapı - Özsermaye Değer Analizi

('000 TL)	Düşük	Yüksek
Fako Projesi	687,183	698,348
Ispartakule Projesi	31,193	31,340
Zincir Yapı Şirket Değeri	718,376	729,688
Net Borç (30.09.2014)	(72,693)	(72,693)
Zincir Yapı Özsermaye Değeri	645,684	656,996

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, KPMG Analizi

Fako Projesi - Duyarlılık Analizi

('000 TL)	Proje Değeri
9.9%	698,348
İndirgeme Oranı 10.9%	692,755
11.9%	687,183

Kaynak: KPMG Analizi

Ispartakule Projesi - Duyarlılık Analizi

('000 TL)	Proje Değeri
13.6%	31,340
İndirgeme Oranı 14.6%	31,267
15.6%	31,193

Kaynak: KPMG Analizi

Zincir Yapı'nın 30 Eylül 2014 itibari ile aktif projeleri olan Fako ve Ispartakule projelerinin değerleri indirgenmiş Nakit Akımları "İNA" analizi kullanılarak hesaplanmıştır.

Her iki projenin İNA analizi ile hesaplanan proje değerleri toplamından Zincir Yapı'nın Değerleme Tarihi itibari ile net borç düşülerek Özsermaye Değeri sol tarafta yer alan tabloda gösterildiği üzere **651.3 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Projelerin, indirgenmiş nakit akımları analizlerinde kullanılan AOSM'ye olan duyarlılıkları dikkate alınarak Zincir Şirket Değeri 718.4 milyon TL ile 729.7 milyon TL, net borç durumu göz önüne alınarak hesaplanan Özsermaye Değeri ise **645.7 milyon TL ile 657.0 milyon TL** aralığında hesaplanmıştır.

Net Borç tutarının hesaplandığı 30.09.2014 tarihli finansal tablolar VUK bazlı olup Şirket Yönetimi'nce tarafımıza iletilmiştir. Değerleme çalışmamız tarafımıza iletilen finansal tabloları üzerinde herhangi bir görüş bildirmemekteyiz ve tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

Zincir Yapı - Net Aktif Değer Analizi			
('000 TL)	VUK 30.09.2014	Düzeltilme	Düzeltilmiş Değerler
Dönen Varlıklar			
Hazır Değerler	2,055	-	2,055
Menkul Kıymetler	102	-	102
Ticari Alacaklar	11,789	-	11,789
Diğer Alacaklar	44,622	-	44,622
Stoklar	132,391	(132,391)	-
Aktif Projeler 1	-	724,022	724,022
<i>Fako Projesi</i>	-	692,755	692,755
<i>Ispartakule Projesi</i>	-	31,267	31,267
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	1,038	-	1,038
Diğer Dönen Varlıklar	16,632	-	16,632
	208,628	591,631	800,259
Duran Varlıklar			
Ticari Alacaklar	47,753	-	47,753
Maddi Duran Varlıklar 2	50,857	(48,802)	2,055
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22	-	22
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	3,380	-	3,380
	102,012	(48,802)	53,210
Toplam Aktifler	310,640	542,829	853,469
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar	7,981	-	7,981
Ticari Borçlar	3,796	-	3,796
Diğer Borçlar	54	-	54
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlükler	307	-	307
Gelecek Aylara Ait Gelir ve Gider Tahakkukları	1,777	-	1,777
	13,915	-	13,915
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar	120,953	-	120,953
Alınan Avanslar	97,787	-	97,787
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Tahakkukları	3,000	-	3,000
	221,740	-	221,740
Toplam Yükümlükler	235,655	-	235,655
Net Aktif Değer	74,985	542,829	617,814

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi, KPMG Analizi

Zincir Yapı'nın Net Aktif Değer (NAD) yöntemine göre Özsermaye Değeri tespitinde, 30 Eylül 2014 tarihli VUK ile uyumlu bilançosunda yer alan varlıkların ve kaynakların defter değerleri ile aktif projelerinden doğacak değerler göz önüne alınmıştır.

- 30.09.2014 tarihli Zincir yapı bilançosunda yer almayan/gözükmeyen mevcut projeler tarafımızca değerlendirilmiş NAD çalışmasında Aktif Projeler olarak dahil edilmiştir. 30.09.2014 tarihli bilançoda çoğunluğu «Yarı Mamul» olarak belirtilen «Stoklar» kalemi NAD çalışmamızda proje ile ilişkili satışı gerçekleşecek konut, ofis ve dükkanları temsil ettiği ve projelerin değeri içerisinde ele alındığı varsayılarak mükerrer hesaplamadan sakınmak için NAD çalışmasında dışarıda tutulmuştur.
- «Verilen Avanslar» değerlemesi yapılan projelerde nakit akımlarda hesaba katıldığı için NAD çalışmasında «Maddi Duran Varlıklar» kalemi içerisine dahil edilmemiştir.

Net Aktif Değer analizine göre Zincir Yapı Özsermaye Değeri **617.8 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Doğru bir NAD analizi uygulayabilmek için bilanço kalemleri ile projelerin nakit akım tahminleri arasındaki geçişmeleri detaylı analiz edebilmek gereklidir. Ancak tarafımıza temin edilen finansalların VUK bazlı olması itibarıyla, bilanço kalemlerinin aktif proje değerlemesinde kullanılan nakit akımları analiziyle karşılaştırılması detaylı olarak yapılamamıştır. Dolayısıyla, NAD analizi test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

Zincir Yapı - Piyasa Çarpanları Analizi				
('000 TL)	Piyasa Değeri	Fiyat/Defter Değeri		
		2012	2013	LTM
Grup 1 - Yurtiçi				
ENKA Insaat ve Sanayi AS	18,720,000	2.1x	1.6x	1.5x
Yesil Yapı Endustrisi A.S.	116,354	NM	0.9x	0.8x
Grup 2 - Yurtdışı				
Skanska AB (publ)	19,386,398	5.0x	3.6x	3.2x
NCC AB	8,148,867	5.3x	3.7x	3.5x
Compagnie d' Entreprises CFE SA	5,950,683	5.3x	2.3x	1.7x
SRV Group Plc	375,860	0.8x	0.6x	0.6x
Morgan Sindall Group plc	1,295,504	NM	NM	1.3x
Heijmans NV	702,633	1.5x	1.2x	0.8x
Polnord Spolka Akcyjna	181,163	0.3x	0.2x	0.2x
P.A. Nova Spólka Akcyjna	43,010	0.3x	0.2x	0.6x
MSX Resources SA	19,388	0.5x	0.2x	0.2x
UNIBEP SA	180,944	2.0x	1.5x	1.4x
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	158,459	0.6x	0.5x	0.5x
Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises Société Anonyme	186,443	1.0x	0.8x	0.8x
CD Deutsche Eigenheim AG	17,620	0.4x	0.3x	0.3x
Moury Construction SA	133,304	1.9x	1.5x	1.1x
Tüm Şirketler				
Ortalama		1.9x	1.3x	1.1x
Medyan		1.3x	0.9x	0.8x

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Zincir Yapı - Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Fiyat/Defter Değeri	
	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	0.9x	1.3x
Parametre (30.09.2014)	74,985	
Özsermaye Değeri	69,159	94,915

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Zincir Yapı değerlendirme çalışması Piyasa Çarpanları Analizinde Borsa İstanbul A.Ş.'de ve yurtdışı borsalarda işlem gören ve faaliyetleri açısından Zincir Yapı ile benzerlik gösteren şirketler incelenmiştir.

Zincir Yapı Piyasa Çarpanları Analizinde inşaat sektöründe sıkça uygulanan ve şirketlerin mali performansını en iyi yansıttığı düşünülen Fiyat/Defter Değeri çarpanları analiz edilmiştir.

Zincir Yapı'nın mevcut finansal tablolarındaki karlılık ve aktif projelerinin gelecekteki performansı direk defter değerine yansımamaktadır. Zincir Yapı benzer sektörlerdeki şirketlerden inşaat faaliyetleri ve gayrimenkul geliştirme projeleri açısından farklılıklar göstermektedir.

Fako ve Ispartakule projeleri henüz inşaat aşamasında oldukları ve yatırımlarının tamamlanmadığı, ancak benzer şirketlerin yurt içinde ve yurt dışında faaliyetlerine devam eden şirketler oldukları için Piyasa Çarpanları Analizi test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

Bu değerleme raporu Yeşil İnşaat 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.

Bu değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Değerlemede kullanılan mali tahminlerin, Yeşil İnşaat Yönetimi tarafından, Zincir Yapı'nın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır. Halka açık bilgilere erişim dışında ayrıca detaylı finansal inceleme veya durum tespit çalışması (due-diligence) gerçekleştirilmemiştir.

Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşme ve uygulama sorumluluğu Zincir Yapı Yönetimi'ne aittir. Bulgularımızın Şirket'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Bu çalışma kapsamında birincil yöntem olarak gelir yaklaşımı olan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. İNA yöntemi Şirket'e özel yatırımları, gelecek performansı ve beklentilerini dikkate aldığı için gelecekteki potansiyelini değerlemeye en iyi yansıtan metodolojidir. Bu sebeple değerleme analizinde İNA Yöntemi dikkate alınmıştır. Net aktif değer ve piyasa çarpanları analizleri test amaçlı uygulanmıştır. İNA analizinin sonucu Sayfa 17'de belirtildiği üzere, 651.3 milyon TL'dir.

Sonuç:

Zincir Yapı'nın %100'ü için hesaplanan Şirket Değeri 718 milyon TL ile 730 milyon TL, net borç ve nakit durumları göz önüne alınarak hesaplanan Özsermaye Değeri'nin ise **646 milyon TL ile 657 milyon TL** aralığında olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

- Giriş
 - Değerleme Analizi Yaklaşımları
 - Zincir Yapı Değerleme Özeti
 - Yeşil Grup Profili ve Zincir Yapı Projeleri
- Zincir Yapı Değerleme Analizi
 - Varsayımlar
 - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
 - Net Aktif Değer Analizi
 - Piyasa Çarpanları Analizi
- Sonuç
- Ekler

Zincir Yapı - VUK Bilanço		
('000 TL)	31.12.2013	30.09.2014
Dönen Varlıklar		
Hazır Değerler	39,847	2,055
Kasa	9,909	12,572
Alınan Çekler	67	-
Bankalar	29,870	666
Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri	0	(11,184)
Diğer Hazır Değerler	-	1
Menkul Kıymetler	325	102
Ticari Alacaklar	15,354	11,789
Diğer Alacaklar	555	44,622
Ortaklardan Alacaklar	-	43,004
Diğer Çeşitli Alacaklar	555	1,617
Stoklar	91,506	132,391
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	316	1,038
Diğer Dönen Varlıklar	9,499	16,632
	157,402	208,628
Duran Varlıklar		
Ticari Alacaklar	19,913	47,753
Maddi Duran Varlıklar	86,193	50,857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	26	22
Gelecek Yıllara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	304	3,380
	106,436	102,012
Aktif (Varlıklar)	263,838	310,640

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Zincir Yapı - VUK Bilanço		
('000 TL)	31.12.2013	30.09.2014
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar		
Mali Borçlar	25,671	7,981
Ticari Borçlar	8,995	3,796
Diğer Borçlar	66	54
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlükler	124	307
Gelecek Aylara Ait Gelir ve Gider Tahakkukları	146	1,777
	35,003	13,915
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar		
Mali Borçlar	88,843	120,953
Alınan Avanslar	57,126	97,787
Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Tahakkukları	-	3,000
	145,969	221,740
Özkaynaklar		
Ödenmiş Sermaye	83,761	84,102
Gecmiş Yıllar Karları	261	1,147
Gecmiş Yıllar Zararları	(2,042)	(2,042)
Dönem Net Karı (Zararı)	886	(8,222)
	82,866	74,985
Pasif (Kaynaklar)	263,838	310,640

Kaynak: Yeşil İnşaat Yönetimi

Zincir Yapı - Beta Hesaplaması									
TL Milyon									30.09.2014
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Özkaynak Piyasa Değeri	Borç/Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta
Grup 1 - Yurtiçi									
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	Türkiye	IBSE	0.72	882	18,720	5%	5%	20.0%	0.69
Yesil Yapı Endustrisi A.S.	Türkiye	IBSE	0.96	40	116	35%	26%	20.0%	0.75
Grup 2 - Yurtdışı									
Skanska AB (publ)	İsveç	OM	0.72	3,819	19,386	20%	16%	22.0%	0.62
NCC AB	İsveç	OM	0.71	3,281	8,149	40%	29%	22.0%	0.54
Compagnie d' Entreprises CFE SA	Belçika	ENXTBR	1.02	2,917	5,951	49%	33%	34.0%	0.77
SRV Group Plc	Finlandiya	HLSE	0.52	796	376	212%	68%	20.0%	0.19
Morgan Sindall Group plc	Birleşik Krallık	LSE	0.55	156	1,296	12%	11%	21.0%	0.51
Heijmans NV	Hollanda	ENXTAM	1.30	606	703	86%	46%	25.0%	0.79
Polnord Spolka Akcyjna	Polonya	WSE	1.12	346	181	191%	66%	19.0%	0.44
P.A. Nova Spólka Akcyjna	Polonya	WSE	0.28	167	43	389%	80%	19.0%	0.07
MSX Resources SA	Polonya	WSE	0.65	3	19	15%	13%	19.0%	0.58
UNIBEP SA	Polonya	WSE	0.17	65	181	36%	26%	19.0%	0.13
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	Birleşik Krallık	LSE	0.15	32	158	20%	17%	21.0%	0.13
Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises	Fransa	ENXTPA	0.35	34	186	18%	15%	33.3%	0.31
CD Deutsche Eigenheim AG	Almanya	XTRA	0.24	34	18	191%	66%	29.6%	0.10
Moury Construction SA	Belçika	ENXTBR	0.07	1	133	1%	1%	34.0%	0.07
Tüm Şirketler			Ortalama	0.59		82%	32%		0.42
			Medyan	0.60		35%	26%		0.48

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")- Fako Projesi (USD)

30/09/2014

Veriler

Risksiz faiz oranı	3.2%	30 Eylül 2014 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.5%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 30 Eylül 2014 itibariyle KPMG veritabanı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmemiş aktif beta	0.42	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	47.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki borç oranı	32.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	67.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

İşlem görmüş aktif beta

İşlem görmemiş aktif beta	0.42	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri	47.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

İşlem görmüş aktif beta **0.58** İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)

CAPM

Risksiz faiz oranı	3.2%	30 Eylül 2014 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.5%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 30 Eylül 2014 itibariyle KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	0.0%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmüş aktif beta	0.58	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

Özsermaye maliyeti **12.4%** Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*düzeltilmiş ülke risk primi)+şirkete özel risk primi

AOSM

Özsermaye maliyeti	12.4%	Yukarda hesaplanan CAPM
Borç alma oranı	9.6%	Risksiz faiz oranı, ülke risk primi ve şirkete özel risk primi göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.
Toplam finansmandaki borç oranı	32.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	67.7%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") **10.9%** (% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: KPMG Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") - Ispartakule Projesi (TL)

30/09/2014

Veriler

Risksiz faiz oranı	3.2%	30 Eylül 2014 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.5%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 30 Eylül 2014 itibariyle KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	4.0%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmemiş aktif beta	0.42	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	47.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki borç oranı	32.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki öz kaynak oranı	67.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

İşlem görmüş aktif beta

İşlem görmemiş aktif beta	0.42	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri	47.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

İşlem görmüş aktif beta **0.58** İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)

CAPM

Risksiz faiz oranı	3.2%	30 Eylül 2014 itibariyle 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.5%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 30 Eylül 2014 itibariyle KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	4.0%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmüş aktif beta	0.58	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

Özsermaye maliyeti **16.4%** Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*düzeltilmiş ülke risk primi)+şirkete özel risk primi

AOSM

Özsermaye maliyeti	16.4%	Yukarıda hesaplanan CAPM
Borç alma oranı	13.6%	Risksiz faiz oranı, ülke risk primi, enflasyon farkı ve şirkete özel risk primi göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.
Toplam finansmandaki borç oranı	32.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	67.7%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") **14.6%** (% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)

Kaynak: KPMG Analizi



**Akis Bağımsız Denetim ve Serbest
Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.**
Kavacık Rüzgârlı Bahçe Mah.
Kavak Sok. No: 29
Beşiktaş 34095 İstanbul

Telefon: +90 (216) 681 90 90
Fax: +90 (216) 681 90 90
İnternet: www.kpmg.com.tr

10 Şubat 2015

Sayın Yetkili,

2003/34 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Bölgeninde düzenlenen 17.07.2003 tarih ve 37.875 sayılı kararda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımla,



Hande Şenova
KPMG İstanbul
Kurumsal Finansman
Ortak

Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) tarafından Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Müşteri” veya “Yeşil GYO”) için 30 Eylül 2014 (“Değerleme Tarihi”) itibariyle Zincir Yapı A.Ş.’nin (“Zincir Yapı” veya “Şirket”) Şirket Değerlerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında Yeşil GYO’nun kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı izniniz olmadan verilemez.

KPMG veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Yeşil İnşaat Yönetimi’nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.



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.