



cutting through complexity™

Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi

Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

13 Eylül 2013



Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi'ne,

Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi ("Şirket" veya "Ertuna") tarafından, Şirket'in 31 Ağustos 2013 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") Ertuna Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Ertuna'ya ait geçmiş dönem finansal tabloları ile Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan tahmini dönem verilerini içeren projeksiyonlar esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş ve gelecek döneme ait mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Rapor'da sunulan tahmini döneme ait finansal veriler, tarafımıza Şirket Yönetimi tarafından temin edilmiş olup bu verilerin ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleşme sorumluluğu sadece Şirket'e 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, 31 Ağustos 2013 tarihi itibarıyla Ertuna'nın değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme raporumuz Ertuna'nın operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Ertuna'nın dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Gerekli olduğu durumlarda, Ertuna Yönetimi değerlendirme raporumuzu üçüncü taraflara ancak gizlilik sözleşmesi dahilinde iletmek hakkına sahiptir.

Bulgularımızın, Ertuna için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Şirket tarafından verilecektir. Bu raporun muhatabı Ertuna olacaktır.

İstanbul, 13 Eylül 2013

KPMG, Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

A.Ş.	Anonim Şirketi	ÖD	Özsermaye Değeri
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	Rapor	Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi Değerleme Raporu
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.	ŞD	Şirket Değeri
Capital IQ	Standard & Poor's Capital IQ	TL	Türk Lirası
Enflasyon	Türkiye TÜFE ve ÜFE göstergeleri	TEFE	Toptan Eşya Fiyatları Endeksi – ÜFE
Ertuna	Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi	TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı	ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
KPMG	KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.	VAFÖK	Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kazanç
NAD	Net Aktif Değeri	VFÖK	Vergi ve Faiz Öncesi Kazanç
		VUK	Vergi Usul Kanunu

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

Hande Şenova

Kurumsal Finansman
Ortak, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 90 00
Dahili: 9015
Faks: + 90 216 681 90 90
hsenova@kpmg.com

Onur Önk

Kurumsal Finansman
Danışman, KPMG Türkiye
Tel: + 90 216 681 90 00
Dahili: 9667
Faks: + 90 216 681 90 90
onuronk@kpmg.com

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
- Sonuç
- Ekler

Hazırlanış temeli

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz"), Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi ("Ertuna", veya "Şirket") tarafından Şirket'in 31 Ağustos 2013 ("Değerleme Tarihi") itibariyle değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Bu değerleme raporu Şirket Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geleceğe yönelik finansal tahminler Şirket Yönetimi tarafından belirlenen hedefler ve stratejiler doğrultusunda oluşturulmuştur. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Değerlemede kullanılan mali tahminlerin, Şirket Yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp fiyat aralığı olarak sunulmaktadır.

Sözleşme şartları

Bu rapor ("Rapor") KPMG ile Ertuna arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 2 Temmuz 2013 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, Şirket'in değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Ertuna'nın 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 Ertuna olarak kalacaktır.

Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

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

Ertuna 1995 yılında kurulmuştur. Şirket ana sözleşmesinde faaliyet konusu İnşaat Sanayi, Turizm Konfeksiyon ve Gıda Maddeleri satışı diye yazılı olmasına karşın şirket inşaat sanayisinde faaliyet göstermiş, konut ve işyerleri üretmiştir.

2010 yılında şirket ortaklarından Berat Tunakan'ın talebi üzerine Bursa 2. Asliye Ticaret Mahkemesinde Fesih ve tasfiye davası açılmış, bunun üzerine mahkeme, şirket yönetimine kayyum atamıştır. Berat Tunakan'ın 6 Haziran 2013 tarihinde davasından feragat etmesi üzerine Bursa 5. Asliye Ticaret Mahkemesi, 2013/ 204 K. sayılı kararıyla fesih ve tasfiye işlemlerini durdurmuş ve şirket normal yaşantısına devam etmiştir.

Değerleme tarihi itibarıyla Ertuna'nın ana ortakları Selim Sayılğan ve Berad Tunakan'dır. Şirket sermaye yapısı sağ tarafta yer alan tabloda göstermiştir.

Değerleme Tarihi itibarıyla, Ertuna'nın satış gelirleri sadece kiraya verdikleri Doğanbey Mahallesi 4450 Ada 1 Parsel Osmangazi, Bursa'da yer alan gayrimenkulden elde ettikleri kira gelirlerinden oluşmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla bahsi geçen gayrimenkulün Ertuna'nın sahip olduğu hissesinin kira geliri aylık 105,370.73TL'dir. Kira başlangıç tarihi 01.06.2006 olup sözleşme süresi 15 yıldır. Ayrıca sözleşme hükümlerine göre 15 yıl sonunda kiracı devam etmek istediği takdirde kira bedeli karşılıklı anlaşmak kaydıyla kira sözleşmesi devam eder. Kira bedeli artışı, kira başlangıç tarihinden itibaren her yıl (TEFE + TÜFE + ENFLASYON + EURO artışının) ortalaması alınarak tespit edilmektedir.

Ertuna Sermaye Yapısı		
(TL)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Selim Sayılğan	10,000	50%
Berad Tunakan	10,000	50%
Toplam	20,000	100%

Kaynak: Şirket Yönetimi

Değerleme tarihi itibarıyla, "Alıcılar " ve "Maddi duran varlıklar " kalemleri Bilanço 'da toplam varlıkların %89.84'ünü oluşturmaktadır. Alıcılar kalemi Medical Park Sağlık Hizmetlerinden kira alacağı ile birlikte Begüm Yapı Ltd. Şti. ve Kervansaray Yatırım Holding'e (Birleşme öncesi Sis Sayılğan İplik Teks. Tur. İnş. A.Ş.) verilen borçlar ve bu borçlar için elde edilecek olan faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

Değerleme tarihi itibarıyla Şirket'in uzun vadeli yabancı kaynağı bulunmamaktadır ve kısa vadeli yabancı kaynakları ödenecek vergi ve yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Ertuna'nın finansal durumuna ilişkin detaylı bilgiler raporun ilerleyen sayfalarında verilmiştir.

- Giriş
- **Değerleme analizi yaklaşımları**
- Değerleme Analizi
- Sonuç
- Ekler

Değerleme Metodu		
İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi	→	<p>İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir, böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.</p> <p>Kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("AOSM"), bu oran mevcut finansman yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finansman yapısını gösterir.</p>
Piyasa çarpanları metodolojisi	→	<p>Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç ("sürdürülebilir kazanç") öngörür ve bu kazançlara uygun benzer şirketlerin çarpanlarını uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç faktörleri Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar ("VAFÖK") ve Vergi Faiz Öncesi Kar ("VFÖK")'dır.</p> <p>Birebir benzer şirket bulunarak karşılaştırma yapılması ve istisnai durumların elimine edilmesi gerekir.</p>
Net aktif değer metodolojisi	→	<p>Net aktif değer metodunda ("NAD") varlıkların defter değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır. Başka bir deyişle, bütün varlıkların satılıp borçların tümü ödendikten sonra elde kalan tutarın hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Net aktif değer belirlenebilmesi için bilanço kalemlerinde bazı düzeltmeler yapılır, burada amaç şirketin değerini belirlemektir.</p>

Uygulanan Metotlar

Şirket için yukarıda verilen tabloda yer alan yöntemlerden şirketin özellikleri doğrultusunda uygun olanlar kullanılmıştır. Ertuna değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi (İNA), Piyasa çarpanları metodolojisi ve Net aktif değer metodolojisi (NAD) kullanılmıştır.

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
- Sonuç
- Ekler

Genel Varsayımlar

Bu Rapor, 31 Ağustos 2013 tarihi itibarıyla Ertuna operasyonlarının %100' ünün değerlerini belirlemek için hazırlanmıştır.

Şirket'in son 3 yıllık ve değerlendirme tarihi itibarı ile olan geçmiş dönem finansal tabloları Şirket Yönetimince tarafımıza sağlanmıştır.

Şirket'in önümüzdeki 5 yıllık dönemine ait tahmini finansal tabloları Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan finansal tablolardır. Bu varsayımlar Şirket Yönetimi ile iletişim içinde ve tarafımızca halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı analizi – Varsayımlar

Ertuna Değerlemesi için uygulanan İNA analizine baz olan tahmini dönem 2013 ile 2017 yıllarını kapsamaktadır. Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.

2017 yılından itibaren Ertuna'nın kira gelirlerinin sabit bir nihai dönem büyüme oranı ile büyümesi beklenmektedir. Bu büyüme oranı tarafımızca, Şirketler'in faaliyette bulunduğu sektör, tahmini dönemdeki beklentisi ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak, %5 olarak uygulanmıştır.

Değerleme tarihi itibarıyla Şirket'in tek geliri Doğanbey Mahallesi Haşim İşcan Caddesi, Özel Medikal Park Hastanesi, Osmangazi / Bursa adresinde yer alan binanın (Fomara Binası) Medical Park Sağlık Hizmetleri A.Ş.'ye kiralanması ile elde edilen kira gelirleridir.

Çalışmalarımızda dikkate aldığımız Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanmış geçmiş dönem finansal verileri Ertuna Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanmıştır.

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Metotları – Varsayımlar

Ertuna için uygulanan Benzer Şirketler metodunda, şirket değerine ulaşabilmek için ŞD/Satışlar, ŞD/FVÖK, ŞD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları incelenmiş ve ŞD/Satışlar ve ŞD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer Metodu – varsayımlar

Ertuna için net aktif değerlerinin tespitinde, Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan 31 Ağustos 2013 tarihli finansal tablolar ve Çınar Taşınmaz Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. tarafından Nisan 2013'de hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporu kullanılmıştır.

Özsermaye Değeri Metodu – varsayımlar

Ertuna değerlendirme çalışmasında Özsermaye Değerlerinin tespitinde, Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan 31 Ağustos 2013 tarihli finansal tablolar kullanılmıştır.

Ertuna - Gelir Tablosu										
('000 TL)	Gerçekleşen				Tahmini Dönem					
	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	8/31/2013	4 Ay 2013	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Kira Gelirleri	1,012.5	1,093.1	1,179.8	847.0	393.1	1,240.0	1,301.3	1,366.4	1,434.7	1,506.5
Net Satışlar	1,012.5	1,093.1	1,179.8	847.0	393.1	1,240.0	1,301.3	1,366.4	1,434.7	1,506.5
<i>büyüme oranı (%)</i>		8%	8%	na	na	5%	5%	5%	5%	5%
Satışların Maliyeti (-)	(162.6)	-	-	(33.5)	-	(33.5)	-	-	-	-
Brüt Satış Karı veya Zararı	849.9	1,093.1	1,179.8	813.5	393.1	1,206.5	1,301.3	1,366.4	1,434.7	1,506.5
Faaliyet Giderleri (-)	(89.9)	(333.2)	(218.3)	(105.9)	(64.7)	(170.6)	(214.2)	(224.9)	(236.2)	(248.0)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(89.9)	(333.2)	(218.3)	(105.9)	(64.7)	(170.6)	(214.2)	(224.9)	(236.2)	(248.0)
Faaliyet Karı veya Zararı (FVÖK)	760.0	759.8	961.5	707.5	328.4	1,035.9	1,087.1	1,141.5	1,198.5	1,258.5
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>75%</i>	<i>70%</i>	<i>81%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>	<i>84%</i>
Amortisman Gideri	143.9	143.9	143.9	95.9	48.0	143.9	143.9	143.9	143.9	143.9
FAVÖK	903.9	903.7	1,105.3	803.5	376.3	1,179.8	1,231.0	1,285.4	1,342.4	1,402.4
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>89%</i>	<i>83%</i>	<i>94%</i>	<i>95%</i>	<i>96%</i>	<i>95%</i>	<i>95%</i>	<i>94%</i>	<i>94%</i>	<i>93%</i>
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Kar	390.8	84.0	206.8	126.6						
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zarar (-)	(0.0)	-	-	-						
Finansman Giderleri (-)	(721.1)	-	-	-						
Olağan Kar veya Zarar	429.7	843.8	1,168.2	834.1						
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	6.2	0.0	0.0	0.0						
Olağan Dışı Gider ve Zararlar (-)	(41.6)	(16.4)	-	(89.8)						
Dönem Karı ve Zararı	394.3	827.4	1,168.2	744.3						
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler Karşılığı (-)	(87.2)	(168.8)	(233.6)	-						
Dönem Net Karı (Zararı)	307.1	658.7	934.6	744.3						

Kaynak: Şirket Yönetimi

Değerleme Tarihi itibarıyla, Ertuna'nın satış gelirleri sadece kiraya verdikleri Doğanbey Mahallesi 4450 Ada 1 Parsel Osmangazi, Bursa'da yer alan gayrimenkulden elde ettikleri kira gelirlerinden oluşmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla bahsi geçen gayrimenkulün Ertuna'nın sahip olduğu hissesinin kira geliri aylık 105,370.73TL'dir. Kira başlangıç tarihi 01.06.2006 olup sözleşme süresi 15 yıldır. Ayrıca sözleşme hükümlerine göre 15 yıl sonunda kiracı devam etmek istediği takdirde kira bedeli karşılıklı anlaşmak kaydıyla kira sözleşmesi devam eder. Kira bedeli artışı, kira başlangıç tarihinden itibaren her yıl (TEFE + TÜFE + ENFLASYON + EURO artışının) ortalaması alınarak tespit edilmektedir.

Ertuna Gelir Tablosunda yer alan faaliyet giderlerinin tamamı genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır ve genel yönetim giderlerinin 31 Ağustos 2013 itibarıyla yıllık 143,888TL'si amortisman giderlerinden oluşmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla Şirket gelir tablosunda görülen 33.5 bin TL'lik satışların maliyeti rakamı ise Selvili İnşaatı Daire'si ile ilgili masraflardır.

Tahmini dönem kira gelirleri ve amortisman tahminleri Şirket Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanmıştır. 2012-2013 yılları FVÖK Marjı sabit tutularak tahmini dönem projeksiyonları oluşturulmuştur.

Ertuna - Bilanço - VUK				
('000 TL)	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	8/31/2013
Varlıklar				
Dönen Varlıklar				
Kasa	0.8	0.5	0.0	0.7
Bankalar	-	1,496.0	2,586.6	5.1
Alınan Çekler	541.9	-	-	-
Alıcılar	172.9	173.1	173.2	3,312.5
Stoklar	371.1	371.1	371.1	-
Gelecek aylara ait gider/gelir tahakkukları	3.5	3.1	3.1	-
Peşin ödenen vergi ve fonlar	96.1	9.1	9.1	124.5
Diğer dönen varlıklar	132.3	132.3	132.3	-
	1,318.7	2,185.2	3,275.5	3,442.9
Duran Varlıklar				
Bağlı Ortaklıklar	-	-	-	10.8
Mali Duran Varlıklar	10.8	10.8	10.8	-
Maddi duran varlıklar	3,903.2	3,747.1	3,597.2	3,525.3
	3,914.0	3,757.8	3,608.0	3,536.0
Toplam Varlıklar	5,232.7	5,943.1	6,883.4	6,978.9

Kaynak: Şirket Yönetimi

Değerleme tarihi itibarıyla, "Alıcılar" ve "Maddi duran varlıklar" kalemleri Bilanço'da toplam varlıkların %89.84'ünü oluşturmaktadır. Alıcılar kalemi Medical Park Sağlık Hizmetlerinden kira alacağı ile birlikte Begüm Yapı Ltd. Şti. ve Kervansaray Yatırım Holding'e (Birleşme öncesi Sis Sayılı İplik Teks. Tur. İnş. A.Ş.) verilen borçlar ve bu borçlar için elde edilecek olan faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

Maddi duran varlıklar kalemi ise Bursa Fomara'da yer alan ve Medical Park'a kiralanmış olan bina ile tamamen amorti olmuş demirbaşlardan oluşmaktadır. Fomara Binası'nın kiraya verilmesi sonucu elde edilen gelirler şirketin tek gelir kaynağını oluşturduğu için, bu binadan elde edilen kira gelirleri gelir tablosunda detaylı incelenmiştir. Ayrıca binaya ait güncel değerlendirme raporu Net Aktif Değer hesaplamamızda dikkate alınmıştır.

Ertuna - Bilanço - VUK				
('000 TL)	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	8/31/2013
Kaynaklar				
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali borçlar	62.5	62.5	62.5	-
Ticari borçlar	3.5	4.0	4.3	-
Ortaklara borçlar	152.6	152.6	152.6	-
Personele borçlar	-	1.3	1.3	-
Alınan avanslar	713.5	713.5	713.5	-
Ödenecek vergi ve yükümlülükler	17.8	67.8	73.3	25.6
Dönem karı vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	87.2	168.8	233.6	-
Peşin ödenen vergi ve yükümlülükler	(87.2)	(168.8)	(233.6)	-
	949.9	1,001.6	1,007.4	25.6
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar				
	-	-	-	-
Özkaynaklar				
Yasal ödenmiş sermaye	20.0	20.0	20.0	20.0
Sermaye düzeltmesi olumlu farkları	73.5	73.5	73.5	73.5
Yasal yedekler	18.7	18.7	18.7	352.0
Olağanüstü yedekler	2,793.2	2,793.2	2,793.2	2,793.2
Geçmiş yıllar karları	1,070.3	1,377.4	2,036.0	2,970.6
Dönem net karı	307.1	658.7	934.6	744.0
	4,282.8	4,941.5	5,876.0	6,953.3
Toplam Kaynaklar ve Özkaynaklar	5,232.7	5,943.1	6,883.4	6,978.9

Kaynak: Şirket Yönetimi

Değerleme tarihi itibarıyla Şirket'in uzun vadeli yabancı kaynağı bulunmamaktadır ve kısa vadeli yabancı kaynakları ödenecek vergi ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Özkaynaklar altında yer alan Yasal Yedekler kaleminde yer alan yükselmenin sebebi ise daha önce farklı bir kaleme sınıflandırılan Enflasyon düzeltme rakamlarının Yasal Yedekler kalemine virmanlanmasıdır. Yine özkaynaklar altında sınıflandırılan olağanüstü yedekler kalemini ise önceki dönemlerde yapılan enflasyon değerlemesi oluşturmaktadır.

Ertuna - NAD - VUK			
('000 TL)	8/31/2013	Düzeltilmeler	Düzeltilmiş 8/31/2013
Varlıklar			
Dönen Varlıklar			
Kasa	0.7		0.7
Bankalar	5.1		5.1
Alınan Çekler	-		-
Alicılar	3,312.5		3,312.5
Stoklar	-		-
Gelecek aylara ait gider/gelir tahakkukları	-		-
Peşin ödenen vergi ve fonlar	124.5		124.5
Diğer dönen varlıklar	-		-
	3,442.9		3,442.9
Duran Varlıklar			
Bağlı Ortaklıklar	10.8	-	10.8
Maddi duran varlıklar	3,525.3	5,929.2	9,454.5
	3,536.0		9,465.2
Toplam Varlıklar	6,978.9		12,908.1

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

Net Aktif Değer ("NAD") hesaplamasında Ertuna'nın, değerlendirme tarihi itibarıyla, Özsermaye Değeri hesaplanmıştır. Hesaplama detayları yukarıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Düzeltilme olarak verilen değer Çınar Taşınmaz Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. tarafından 12 Nisan 2013 tarihinde Doğanbey Mahallesi, Haşim İşcan Caddesi, Özel Medikal Park Hastanesi, Osmangazi/Bursa'da yer alan Fomara Binası için yapılmış olan değerlendirme çalışması sonucu oluşan değer artışını yansıtmaktadır.

Çınar Taşınmaz Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. tarafından Nisan 2013'de yapılan değerlendirme sonucunda binanın değeri 9.5 milyon TL olarak belirlenmiştir ve binanın defter değeri olan 3.5 milyon TL ile makul değeri olan 9.5 milyon TL ile arasında oluşan fark düzeltme kaydı olarak Net Aktif Değer hesaplamasına konu edilmiştir.

Ertuna - NAD - VUK			
('000 TL)	8/31/2013	Düzeltilmeler	Düzeltilmiş 8/31/2013
Kaynaklar			
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali borçlar	-		-
Ticari borçlar	-		-
Ortaklara borçlar	-		-
Personele borçlar	-		-
Alınan avanslar	-		-
Ödenecek vergi ve yükümlülükler	25.6		25.6
Dönem karı vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	-		-
Peşin ödenen vergi ve yükümlülükler	-		-
	25.6		25.6
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar			
	-		-
Toplam Kaynaklar	25.6		25.6

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

Ertuna - NAD Özet Tablosu			
('000 TL)	8/31/2013	Düzeltilmeler	Düzeltilmiş 8/31/2013
Toplam Varlıklar	6,979	5,929	12,908
Toplam Yüklümlülükler	26		26
Ertuna Net Aktif Değer	6,953		12,883

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

Çınar Taşınmaz Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme çalışması "Bölge ve Mahalle Analizi", "Gayrimenkullerin Tanımı ve Analizi" ve "Pazar Datası Programı Analizi" metodolojilerini kapsamaktadır.

Yapılan analizler sonucunda Net Aktif Değer yöntemine göre Ertuna'nın özsermaye değeri **12.9 milyon TL** olarak hesaplanmıştır. Özet net aktif değer hesaplama tablosu yukarıda gösterilmiştir.

Ertuna - Piyasa Çarpanları										
('000 TL)	Şirket Değeri	ŞD/Satışlar		ŞD/FAVÖK		ŞD/FVÖK		Fiyat/Kazanç		
		2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
AGROB Immobilien AG Inhaber-Stammaktien o.N.	279,746	10.1x	10.6x	13.8x	14.7x	23.1x	24.8x	26.1x	27.8x	
Alrov Properties and Lodgings Ltd.	2,950,351	7.9x	6.5x	18.8x	15.8x	23.2x	18.5x	13.1x	14.1x	
Eiendomsspar AS	3,682,848	21.7x	NA	17.7x	NA	19.3x	NA	18.5x	NA	
Hasen-Immobilien AG	162,317	1.0x	na	6.7x	6.3x	6.8x	6.3x	6.6x	7.5x	
IMW Immobilien SE	566,626	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
Practic SA Bucuresti	111,154	6.1x	6.7x	NA	NA	9.3x	9.4x	5.5x	5.4x	
VGP NV	936,113	26.4x	na	30.7x	na	31.2x	na	27.7x	32.4x	
Ortalama	1,086,362	12.2x	7.9x	17.6x	12.2x	18.8x	14.8x	16.3x	6.9x	
Medyan		9.0x	6.7x	17.7x	14.7x	21.2x	14.0x	15.8x	10.8x	
Maksimum		26.4x	10.6x	30.7x	15.8x	31.2x	24.8x	27.7x	32.4x	
Minimum		1.0x	6.5x	6.7x	6.3x	6.8x	6.3x	5.5x	-45.5x	
Seçilen Parametre			7.9x		12.2x		14.8x		6.9x	
Ertuna Finansallar			1,180		1,105		961		935	
Şirket Değeri			9,354		13,520		14,185		6,466	
Artı: Nakit fazlası (31 Ağustos 2013 itibari ile)			3,318		3,318		3,318		3,318	
Eksi: Faize tabi borç (31 Ağustos 2013 itibari ile)			0		0		0		0	
Özsermaye Değeri ('000 TL)			12,671		16,837		17,503		9,784	
Seçilen Parametre			7.9x		12.2x		14.8x		6.9x	
Ertuna Finansallar			1,240		1,240		1,240		1,116	
Şirket Değeri			9,832		15,173		18,300		7,724	
Artı: Nakit fazlası (31 Ağustos 2013 itibari ile)			3,318		3,318		3,318		3,318	
Eksi: Faize tabi borç (31 Ağustos 2013 itibari ile)			0		0		0		0	
Özsermaye Değeri ('000 TL)			13,149		18,490		21,618		11,042	
Değer Aralığı			12,671 - 13,149		16,837 - 18,490		17,503 - 21,618		9,784 - 11,042	

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizleri

Benzer Şirketler Yöntemi uygulamak adına faaliyetleri açısından Ertuna ile benzerlik gösteren, halka açık şirketler analiz edilmiştir.

Ertuna gayrimenkul faaliyetlerine devam etmemektedir ve Şirket'in tek gelir kaynağı kira gelirleridir. Dolayısıyla Ertuna ile operasyonları açısından benzer olan halka açık şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle benzer şirket seçiminde gelir kaynakları arasında kira geliri de olan halka açık şirketler seçilmiştir. Yukarıda yer alan tabloda da görüleceği üzere benzer olarak seçtiğimiz şirketlerin şirket değerleri 100 milyon TL ile 3 milyar TL aralığındadır. Faaliyetleri açısından ve şirket büyüklüğü açısından Ertuna'ya birebir benzerlik gösteren şirketler bulunmadığı için Benzer Şirketler analizimiz hesaplanan Ertuna Şirket Değerine direkt etki etmemiş, kontrol amaçlı uygulanmıştır.

Analizlerimizde, Ertuna ile benzer faaliyet gösteren şirketlerin performanslarını analiz edebilmek adına ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK, ŞD/FVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları analiz edilmiştir.

Değerleme tarihi itibarıyla yeterli sayıda şirketin yeterli düzeyde tahmini finansallarına ulaşılamadığından Benzer Şirket çarpanları için 31.12.2012 tarihi kullanılmıştır. Ayrıca Ertuna finansal bilgileri 31.12.2012 tarihli gelir tablosu rakamları kullanılarak ve 31.08.2013 tarihli gelir tablosu rakamları 1 tam yıla tamamlanarak hesaplama yapılmıştır.

Benzer Şirketler analizleri sonucunda belirlenen değer aralığı sonuç sayfasında gösterilmiştir.

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”) 2013 yılı Ağustos ayı 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibariyle 3.70%’dir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.8 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.

Ertuna’ya uygun beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul A.Ş.’de (“BİST” veya Borsa İstanbul) ve dünya borsalarında işlem gören, faaliyetleri açısından Ertuna’ya benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiş ve beta çarpanını hesaplamak için kullanılmıştır. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalaması göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.50 ve borçlanma oranı %12.4’tür. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Ertuna’ya benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %40 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, ve Ertuna’nın değerlendirme tarihi itibariyle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %13.7 olarak hesaplanmıştır.

Ertuna- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")			
Riskten Arındırılmış Oran	3.70%	Borç Alma Oranı	12.4%
Ülke risk primi	2.8%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%		
Enflasyon farkı	2.1%		
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.8%		
İşlem görmemiş aktif beta	0.50		
Borç/ öz kaynak piyasa değeri- benzer şirketler	67%		
İşlem görmüş aktif beta	0.77		
Özsermaye Maliyeti	16.3%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9.9%
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	60%	Toplam finansmandaki borç oranı	40%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	13.7%		

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizleri

Ertuna - Beta Hesaplaması										
Milyon TL										
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Borsa	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Özsermaye Piyasa Değeri	Borç/ Öz kaynak	Borç/ (Borç + Öz kaynak)	2013 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmüş Beta	
Alrov Properties and Lodgings Ltd.	İsrail	TASE	1.14	1,491	1,123	133%	57%	25.0%	0.57	
Eiendomsspar AS	Norveç	OTCNO	0.18	1,677	2,084	80%	45%	28.0%	0.11	
Practic SA Bucuresti	Romanya	RASDAQ	0.99	21	87	23%	19%	16.0%	0.83	
		Ortalama	0.77			79%	40%		0.50	
		Medyan	0.99			80%	45%		0.57	
		Maksimum	1.14			133%	57%		0.83	
		Minimum	0.18			23%	19%		0.11	

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizleri

İNA yönteminde kullanılan finansal tablolar, Şirket Yönetimi tarafından temin edilen projeksiyonlara dayanmaktadır. Ertuna'nın değerlendirme tarihi itibarıyla şirket ve özsermaye değerleri sağ tarafta yer alan İNA analizi tablosundaki gibi hesaplanmıştır. Ayrıca şirketin Nihai Büyüme oranı ve AOSM'ye olan duyarlılığı aşağıda yer alan tabloda gösterilmiştir.

Ertuna değerlendirme tarihi itibarıyla nakit girişlerini Bursa, Fomara Meydanı, Haşim İşcan Cad. No:1'de bulunan Ertuna İşmerkezi'nin Saray Sağlık Hizmetleri Ticaret ve Sanayi A.Ş.'ye kiralanması ile elde etmektedir.

Sözleşme doğrultusunda, kısmi kullanma izni alınan ve işletilmekte olan 1. Bodrum ve Zemin katta bulunan market hariç, binanın tümünün (otopark dahil) aylık kira bedeli 150,000 TL olup, 01.06.2006 - 01.06.2007 tarihleri için geçerlidir. 150,000 TL aylık kira bedeli net olup, stopaj ve KDV kiracıya aittir. Ayrıca yine sözleşme doğrultusunda 01.06.2007 tarihinden itibaren aylık kira bedeli (TEFE+TÜFE+ENFLASYON+EURO) artışının ortalaması alınarak tespit edilecektir. Aylık kira bedeli bu yöntemle bulunacak ve bu işlem her yıl tekrarlanacaktır.

İlerleyen dönemlerde, gayrimenkulün tamamı için aylık kira bedeli olan 150,000TL, tapuların bölünmesi ile 2013 yılı için Ertuna'nın payına isabet eden aylık kira bedeli 105,370.73TL olarak belirlenmektedir.

Değerleme tarihi itibarıyla, şirketin faize tabi finansal borcu bulunmamaktadır ve nakit olarak sınıflandırılan rakamın içerisinde Bağüm Yapı Ltd. Şti.'ye borç olarak verilen 1,645,000 TL (değerleme tarihi itibarıyla birikmiş olan faizle birlikte toplam 1,652,522.5 TL) ve Kervansaray Yatırım Holding'e (Birleşme öncesi Sis Sayılı İplik Teks. Tur. İnş. A.Ş.) borç olarak verilen 1,645,000 TL (değerleme tarihi itibarıyla birikmiş olan faizle birlikte toplam 1,659,160 TL) de bulunmaktadır.

Ertuna - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Analizi						
8/31/2013 ('000 TL)	4 Ay 2013	2014	2015	2016	2017	Nihai Dönem
Net Satışlar	393	1,301	1,366	1,435	1,506	1,582
Büyüme (%)	na	70%	5%	5%	5%	5%
VAFÖK	376	1,231	1,285	1,342	1,402	1,472
VAFÖK / Net Hizmet Geliri (%)	96%	95%	94%	94%	93%	93%
Nihai büyüme oranı (%)					5.0%	
Amortisman (-)	(144)	(144)	(144)	(144)	(144)	(144)
VFÖK	232	1,087	1,141	1,199	1,258	1,329
Vergi gideri (-)	(46)	(217)	(228)	(240)	(252)	(266)
Faiz öncesi kar	186	870	913	959	1,007	1,063
Artı: Amortisman	144	144	144	144	144	144
Artı/(Eksi):Borçtan arındırılmış net işletme sermaye	(10)	(28)	(30)	(31)	(33)	(35)
Eksi: Yatırım harcaması	(144)	(144)	(144)	(144)	(144)	(144)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	176	842	883	927	974	1,028
AOSM	13.7%					
Nihai dönem düzeltme çarpanı	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	11.46
Bugünkü değer katsayısı	0.98	0.90	0.79	0.69	0.61	0.61
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	172	756	698	644	595	7,197
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	2,865					
Bugünkü değer -- nihai dönem	7,197					
Şirket Değeri ('000 TL)	10,061					
Artı: Nakit fazlası (31 Ağustos 2013 itibarı ile)	3,318					
Eksi: Faize tabi borç (31 Ağustos 2013 itibarı ile)	-					
Özsermaye Değeri ('000 TL)	13,379					

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

İNA metodolojisine göre Ertuna'nın Özsermaye Değeri **13.4 milyon TL**'dir. Sağ tarafta gösterilen duyarlılık analizine göre Ertuna'nın Özsermaye Değeri 13 milyon TL ile 15 milyon TL aralığındadır.

Ertuna - Duyarlılık Analizi				
('000 TL)	Nihai Büyüme Oranı			
Özsermaye Değeri	4.5%	5.0%	5.5%	
	12.7%	14,124	14,682	15,318
AOSM	13.7%	12,952	13,379	13,858
	14.7%	12,036	12,374	12,748

Kaynak: KPMG Analizi

Ertuna'nın 31 Ağustos 2013 itibariyle özkaynak değeri Şirket Yönetimi tarafından tarafımıza iletilen finansallar baz alınarak hesaplanmıştır.

Şirket'in Net Aktif Değer hesaplamasında, sahip olduğu maddi duran varlıkların değerini belirlemek için Şirket Yönetimi tarafından tarafımıza iletilen Çınar Taşınmaz Değerleme ve Müşavirlik A.Ş. Nisan 2013 tarihli ekspertiz raporları baz alınmış ve incelenmiştir. Net Aktif Değer hesaplaması sayfa 11'de gösterilmiştir.

31 Ağustos 2013 tarihi itibariyle Ertuna'nın **Özsermaye Değeri net aktif değer** yöntemine göre **12.9 milyon TL** olarak belirlenmiştir.

Ertuna İNA hesaplamasına Şirket'in elde ettiği kira gelirlerinin Ertuna tarafından yapılan projeksiyonları dikkate alınmıştır. İNA çalışmasının detayları sayfa 15'te anlatılmıştır. Yapılan analizler sonucunda Ertuna'nın **Özsermaye Değeri İNA** metodolojisine göre **13 milyon TL ile 15 milyon TL** aralığında belirlenmiştir.

Ertuna benzer şirketler analizi çalışmasında, Ertuna ile benzer faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Ancak değerlendirme tarihi itibariyle Ertuna faaliyetlerini Bursa-Fomara'da kiraya verdiği gayrimenkul gelirleri oluşturduğu için benzer şirketler analizi kontrol amaçlı uygulanmıştır. Benzer Şirketler yöntemi hakkında sayfa 12'de bilgi verilmiştir.

Ertuna değerlendirme çalışmasında ayrıca şirketin özkaynak değeri incelenmiştir. Ancak Özkaynak Metodolojisi Şirket operasyonlarının çok önemli bir bölümünü oluşturan Fomara'da yer alan binanın makul değerini dikkate almamaktadır. Bu nedenle Ertuna özsermaye değer aralığı belirlenirken özkaynak metodolojisi sonucunda ortaya çıkan değer dikkate alınmamıştır.

Ertuna - NAD Özet Tablosu

('000 TL)	8/31/2013	Düzeltilmeler	Düzeltilmiş
			8/31/2013
Toplam Varlıklar	6,979	5,929	12,908
Toplam Yüümlülükler	26		26
Ertuna Net Aktif Değer	6,953		12,883

Kaynak: KPMG Analizleri

Değerleme Sonuçları (İNA - 31 Ağustos 2013)

('000 TL)	
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	2,865
Bugünkü değer -- nihai dönem	7,197
İşletme değeri	10,061
Eksi: Net Borç	3,318
Özsermaye değeri	13,379

Kaynak: KPMG Analizleri

Ertuna - Duyarlılık Analizi

('000 TL)		Nihai Büyüme Oranı		
		4.5%	5.0%	5.5%
Özsermaye Değeri				
	12.7%	14,124	14,682	15,318
AOSM	13.7%	12,952	13,379	13,858
	14.7%	12,036	12,374	12,748

Kaynak: KPMG Analizleri

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
- **Sonuç**
- Ekler

Bu değerlendirme raporu Ertuna Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geçmiş döneme ait mali tablolar ve geleceğe yönelik finansal tahminler Şirket Yönetimi'nce tarafımıza temin edilmiştir. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.

Bu değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Halka açık bilgilere erişim dışında ayrıca detaylı finansal inceleme veya durum tespit çalışması (due-diligence) gerçekleştirilmemiştir. Tarafımıza iletilen geçmiş ve gelecek döneme ait finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşme ve uygulama sorumluluğu Ertuna Yönetimi'ne aittir.

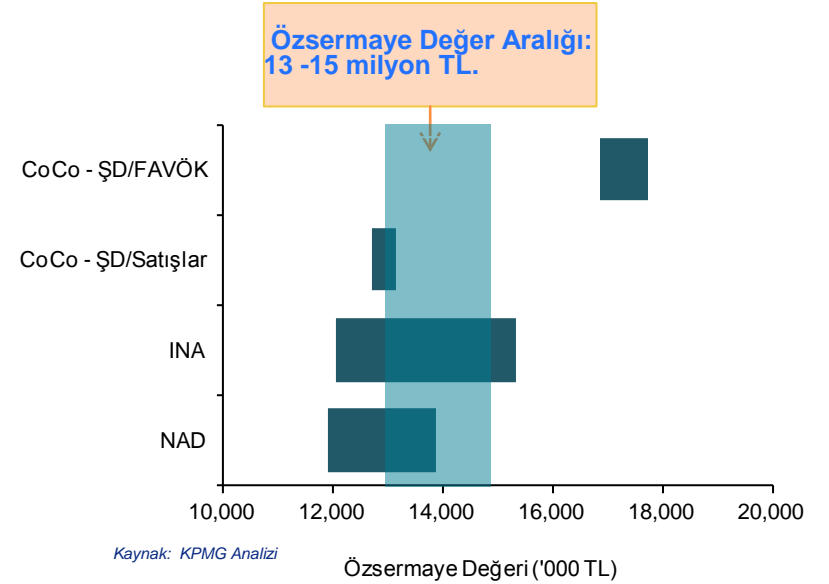
Bulgularımızın Ertuna'ya, üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Sonuç:

Sayfa 16'da açıklamaları yapılmış olan ve sağ tarafta yer alan tabloda değer aralıkları görülen değerlendirme çalışmaları sonucunda **Ertuna'nın özsermaye değer aralığı**, sağ tarafta yer alan grafikte gösterildiği gibi, **13 milyon TL-15 milyon TL** olarak belirlenmiştir.

Ertuna Özsermaye Değeri			
('000 TL)	Düşük	Yüksek	Orta Nokta
NAD	na	na	12,883
INA	12,036	15,318	13,677
CoCo - ŞD/Satışlar	12,671	13,149	12,910
CoCo - ŞD/FAVÖK	16,837	17,748	17,664

Kaynak: KPMG Analizi



- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
- Sonuç
- Ekler

AGROB Immobilien AG Inhaber-Stammaktien o.N.

AGROB Immobilien AG Inhaber-Stammaktien o.N., a real estate company, engages in the development and rental of properties in Germany. It rents buildings to companies operating in the television, radio, and media industry. The company was founded in 1867 and is based in Ismaning, Germany.

Alrov Properties and Lodgings Ltd.

Alrov Properties & Lodgings Ltd. develops, rents, sells, and manages real estates properties in Israel. Its property portfolio consists of residential buildings, office buildings, commercial properties, entertainment centers, shopping malls, and luxury hotels. The company is based in Tel Aviv, Israel. Alrov Properties & Lodgings Ltd. is a subsidiary of Alrov Group.

Eiendomsspar AS

Eiendomsspar AS operates as a real estate company in Norway. The company owns and develops residential properties; and owns, develops, and rents office buildings and space, retail premises, hotels, and warehouses. It also manages property assets. The company also operates in the rest of Scandinavia and Northern Europe. Eiendomsspar AS is based in Oslo, Norway.

Hasen-Immobilien AG

Hasen-Immobilien AG engages in the development and management of real estate properties in Germany. It develops, sells, and rents residential and commercial properties. The company is based in Augsburg, Germany.

IMW Immobilien SE

IMW Immobilien SE, a real estate investment vehicle, acquires, manages, and rents properties for residential and trade applications in Germany. It owns properties in Berlin, Hamburg, and Hannover. The company was founded in 1813 and is based in Berlin, Germany.

Practic SA Bucuresti

SC Alianta Investments Group SA engages in renting and subletting of owned or leased real estate properties in Romania. It serves food industry companies located in Bistrita. The company was formerly known as Industrializarea Laptelui Bistrita-Nasaud S.A. and changed its name to SC Alianta Investments Group SA in May 2012. The company was founded in 1991 and is headquartered in Bistrita, Romania. SC Alianta Investments Group SA operates as a subsidiary of Casa De Investitii Alianta SA.

VGP NV

VGP NV, together with its subsidiaries, engages in the acquisition, development, management, and rental of real estate properties primarily in the Czech Republic. The company constructs and rents semi-industrial real estate buildings for storing, assembling, re-conditioning, and final treatment of goods; and ancillary offices and logistics properties. It also offers facility management, property management, and leasing management services. In addition, it owns a land bank of approximately 1,090,900 square meters. VGP NV was incorporated in 2007 and is based in Brussels, Belgium.

Kaynak: Capital IQ

Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) tarafından Ertuna Yapı Ticaret ve Sanayi Limited Şirketi (“Şirket” veya “Ertuna”)’nin isteği üzerine Şirket’in 31 Ağustos 2013 (“Değerleme Tarihi”) itibariyle tüm operasyonlarının %100’ünün değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında Ertuna’nın kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı iznimiz 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 Şirket 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, Şirketlere 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.