Gedikyatırım

Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Peker GYO")

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

08 Şubat 2018

Gedikyatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Ortaklık Hakkında Bilgiler 3
1.1. Kuruluş ve Ortaklık Yapısı 3
1.1.1. Ortaklık Yapısı 3
1.2. Faaliyet Konusu 3
1.3. Temel Gelir ve Gider Yapısı 3
1.3.1. Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti 3
1.3.2. Faaliyet Giderleri 3
1.3.3. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler: 4
1.3.4. Finansal Gelir ve Giderler: 4
1.3.5. Ertelenmiş Vergi Geliri 5
1.4. Temel Bilanço Yapısı 5
1.4.1. Nakit ve Nakit Benzerleri 5
1.4.2. Ticari Alacaklar 5
1.4.3. Stoklar 6
1.4.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller 6
1.4.5. Kısa Vadeli Borçlanmalar 6
1.4.6. Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları 6
1.4.7. Ertelenmiş Gelirler 7
1.4.8. İlişkili Taraflara Diğer Borçlar 7
1.4.9. Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler 7
1.4.10. Uzun Vadeli Borçlanmalar 7
1.5. Gayrimenkul Portföy Bilgileri 7
1.5.1. Ataköy NEF 22 Projesi 7
1.5.2. Sultanmakamı Konutları 7
1.5.3. Peker Proje Geliştirme ve Danışmanlık A.Ş. 7
2. Değerleme Yaklaşımı 7
2.1. Net Aktif Değer (NAD) Analizi 8
2.2. Çarpan Analizi 8
2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi 9
2.3.1. Ataköy NEF 22 Projesi 9
2.3.2. Sultanmakamı Konutları 10
2.3.3. Diğer Yatırımlar 11
2.3.3.1. Çamlıca Arsası 11
2.3.3.2. Heinsberg 11
2.3.5. Net İşletme sermayesi 11
2.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması: 12
3. Sonuç 13

Gedikyatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. Ortaklık Hakkında Bilgiler

1.1. Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Peker Investment Gayrimenkul A.Ş., Kurul iznini takiben 28.09.2017 tarihinde "Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." ünvanı adı altında ("Peker GYO", "Şirket" veya "Ortaklık") Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na ("GYO") dönüşmüş olup, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulmuş bir anonim ortaklıktır.

Şirketin 30.000.000 TL tutarındaki mevcut çıkarılmış sermayesi içindeki ve toplam ve dolaylı payı %5 ve daha fazlası olan ortakların pay oranı ve grubu aşağıda verildiği gibidir.

1.1.1. Ortaklık Yapısı

Peker GYO'nun ortaklık yapısı Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Hasan Peker	A	666.000	%2.22
Ayşegül Peker	A	334.000	%1.11
Hasan Peker	B	19.314.000	%64.38
Ayşegül Peker	B	9.686.000	%32.29
Toplam		**30.000.000**	**100%**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

Şirketin mevcut sermayesini temsil eden paylar A ve B grubu olarak ayrılmış olup, A grubu paylar imtiyazlıdır. İmtiyazlı A grubu payların nominal tutarı 1.000.000 TL'dir.

A Grubu payların Yönetim Kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim Kurulu'nun 5 kişiden oluşması durumunda 3 adedi, 6 veya 7 kişiden oluşması durumunda 4 adedi A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilir.

1.2. Faaliyet Konusu

Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli anonim ortaklıktır.

Ortaklık 30 Eylül 2017 finansal tablo dönemi itibarıyla, portföyünde Ataköy Nef 22 projesinin arsası, Sultanmakamı Konutları sitesinden bağımsız bölümler ve Peker Proje Geliştirme ve Danışmanlık A.Ş. unvanlı şirketin %100 payları bulunmaktadır.

1.3. Temel Gelir ve Gider Yapısı

1.3.1. Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti

Şirket 25 Nisan - 30 Eylül 2017 döneminde 149,0 milyon TL satış geliri elde etmiştir. Satış gelirleri 148,9 milyon TL yurtiçi satışlar ve 120 bin TL diğer gelirler kalemlerinden oluşmaktadır.

Yurtiçi satışlar Ataköy Projesi'nden yapılan gayrimenkul stoklarının (arsa payı) satışını ifade etmektedir. Şirketin 25 Nisan – 30 Eylül 2017 döneminde 142,9 milyon TL satışların maliyeti bulunmaktadır. Satışların maliyetinin büyük bölümü, satılan Ataköy NEF 22 arsa paylarının maliyetinden oluşmaktadır.

1.3.2. Faaliyet Giderleri

Şirketin 25 Nisan - 30 Eylül 2017 döneminde faaliyet giderleri 1,70 milyon TL'lik genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderlerinin %41'ini personel giderleri, %18'ini kira giderleri ve %13'ünü de danışmanlık giderleri oluşturmaktadır. Genel yönetim giderleri kırılımı Tablo 2'de gösterilmiştir.

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 2: Genel yönetim gider kırılımı

Genel Yönetim Giderleri	25.04.2017 – 30.09.2017 (TL)
Personel giderleri	699.002
Kira giderleri	304.049
Danışmanlık giderleri	228.908
Seyahat giderleri	169.566
Vergi, resim ve harçlar	28.219
Sigorta giderleri	21.314
Enerji giderleri	10.032
Bağış ve yardım giderleri	3.943
Haberleşme giderleri	1.553
Motorlu taşıt giderleri	2.080
Amortisman giderleri ve itfa payları	452
Taşıma Giderleri	179
Diğer	227.813
Toplam	**1.697.110**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

1.3.3. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler:

Şirketin 25 Nisan - 30 Eylül 2017 döneminde esas faaliyetlerinden diğer gelirleri ve giderleri ağırlıklı olarak kur farkı gelirleri ve giderlerinden oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer gelirler / (giderler) Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3: Esas faaliyetlerden diğer gelirler / (giderler) kırılımı

Esas faaliyetlerden diğer gelirler / (giderler)	25.04.2017 – 30.09.2017 (TL)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	
Kur farkı gelirleri	6.064.370
Diğer	190.242
Toplam	**6.254.612**
Esas faaliyetlerden diğer giderler	
Kambiyo zararı	(1.508.416)
Toplam	**(1.508.416)**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

1.3.4. Finansal Gelir ve Giderler:

25 Nisan-30 Eylül 2017 döneminde şirketin finansman gelirleri ağırlıklı olarak kur farkı gelirlerinden, finansman giderleri de kur farkı giderlerinden oluşmuştur. Finansal gelirler / (giderler) kırılımı Tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 4: Finansal gelirler / (giderler) kırılımı

Finansal gelirler / (giderler)	25.04.2017 – 30.09.2017 (TL)
Finansal gelirler	
Kur farkı gelirleri	22.174.860
Yatırım fonları gerçeğe uygun değer farkı	640.159
Faiz gelirleri	547.443
Forward işlemleri gerçeğe uygun değer farkı	124.180
Toplam	**23.486.642**
Finansal giderler	
Kur farkı giderleri	41.218.007
Faiz giderleri	6.627.284
Banka komisyon giderleri	10.736
Toplam	**47.856.027**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

Gedikyatırım Menkul Değerler A.Ş.

1.3.5. Ertelenmiş Vergi Geliri

25 Nisan - 30 Eylül 2017 döneminde şirketin 71,1 milyon TL ertelenmiş vergi geliri bulunmaktadır.

1.4. Temel Bilanço Yapısı

25 Nisan 2017 ve 30 Eylül 2017 dönemlerine ait karşılaştırmalı bilanço Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5: Karşılaştırmalı bilanço

Varlıklar (TL)	25.04.17	30.09.17
Nakit ve nakit benzerleri	58.878.218	1.317.734
Finansal yatırımlar	156.896.676	-
Ticari alacaklar	1.750.028	25.189.386
Diğer alacaklar	970.306	926.216
Türev araçlar	472.736	-
Stoklar	623.743.040	480.968.075
Peşin ödenmiş giderler	10.483.097	241.509
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	80.351	172.571
Diğer dönen varlıklar	5.681.510	383.272
Toplam dönen varlıklar	**858.955.962**	**509.198.763**
Ticari Alacaklar	0	241.507.124
Stoklar	38.477.537	38.477.537
Diğer alacaklar	529	529
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	152.337.761	13.239.180
Maddi duran varlıklar	1.736.518	592
Ertelenmiş vergi varlığı	771.481	1.507.100
Toplam duran varlıklar	**193.323.826**	**294.732.062**
Toplam varlıklar	**1.052.279.788**	**803.930.825**

Kaynaklar (TL)	25.04.17	30.09.17
Kısa vadeli borçlanmalar	70.338.565	38.293.255
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	107.410.741	79.736.068
Ticari borçlar	3.116.420	330.047
Ertelenmiş gelirler	357.293.057	249.881.648
Diğer borçlar	38.015.192	28.219.460
Türev araçlar	1.871	
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar	11.584	133.793
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	20.468	22.336.700
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	**576.207.898**	**418.930.971**
Uzun vadeli borçlanmalar	148.692.803	64.009.359
Ticari Borçlar	127.582	-
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	28.854	28.292
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	70.048.601	-
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	**218.897.840**	**64.037.651**
Ödenmiş sermaye	17.000.000	30.000.000
Diğer kapsamlı gelir / (gider)	6.112.000	-2.826
Geçmiş yıllar karları	234.062.050	234.062.050
Net dönem karı / (zararı)	-	56.902.979
Toplam özkaynaklar	**257.174.050**	**320.962.203**
Toplam kaynaklar	**1.052.279.788**	**803.930.825**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

1.4.1. Nakit ve Nakit Benzerleri

Şirketin 25 Nisan 2017 itibarıyla nakit ve nakit benzerleri tutarı 58,8 milyon TL olup 30 Eylül 2017 itibariyle 1,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Nakit azalışının en büyük sebebi kısa vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli borçlanmaların ödenmesinden kaynaklanmaktadır. Şirketin banka mevduatları nakit ihtiyacına bağlı olarak tutulan ve vadesi 3 aydan az olan mevduatlardan oluşmaktadır ve bu mevduatlar için piyasadaki kısa vadeli faiz oranlarına bağlı olarak faiz elde edilmektedir. 30 Eylül 2017 tarihi itibarıyla Şirketin 867.303 TL tutarında blokeli mevduatı mevcuttur.

1.4.2. Ticari Alacaklar

Kısa vadeli ticari alacaklar: Ortaklık'ın 25 Nisan 2017 itibariyle 1,7 milyon TL olan ticari alacağı, 30 Eylül 2017 itibariyle

Ağaoğlu Yatırım
İdeal Dağıtım A.Ş.

25,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli ticari alacaklarda gözlemlenen artışın sebebi NEF 22 projesinde teslim edilen arsa payları karşılığında mali tablo tarihi itibariyle henüz tahsil edilmemiş tutarların alacak olarak mali tablolara yansımasıdır. Kısa vadeli ticari alacakların tamamı "ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar" oluşmakta olup, kısa vadeli ticari alacakların 24,3 milyon TL'si ticari alacaklardan, 816 bin TL'si alınan çek ve senetlerden oluşmaktadır

Uzun vadeli ticari alacaklar: Uzun vadeli ticari alacaklar şirketin ilişkili taraflarından olan ticari alacaklarından oluşmaktadır Ortaklık'ın 25 Nisan 2017 itibariyle ilişkili taraflardan ticari alacağı bulunmayıp, bu tutar 30 Eylül 2017 itibariyle 241,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İlişkili taraflardan ticari alacak tutarı, ilişkili taraf olan UK Imperial Investment Limited'e ait olup, Şirketin 25 Eylül 2017 tarihinde İngiltere ve Almanya'da faaliyet gösteren bağlı ortaklıklarını ilişkili taraflara ait olan UK Imperial Investment Limited'e satışına ilişkin doğan alacaktır.

İzahname tarihi itibariyle satış bedelinin 50.000 Euro ve 1.157.474 GBP tutarındaki kısmı tahsil edilmiş olup, kalan GBP alacak tutarı ve ödeme takvimi aşağıda yer almaktadır:

31.12.2018 - 4.142.526 GBP
31.12.2019 - 5.300.000 GBP
31.12.2020 - 5.300.000 GBP
31.12.2021 - 5.300.000 GBP
31.12.2022 - 5.300.000 GBP
31.12.2023 - 5.300.000 GBP
31.12.2024 - 5.300.000 GBP
31.12.2025 - 5.300.000 GBP
31.12.2026 - 5.300.000 GBP
31.12.2027 - 5.300.000 GBP

Bu işlem nedeniyle Şirkete borçlu durumda olan UK Imperial Investment Limited'in ana faaliyet konusu sınıflandırılmamış holding şirketi olarak sicilde belirtilmiş olmaklar beraber mevcut faaliyeti Şirket'ten satın aldığı şirketlerin paylarına yatırım yapmaktır. Bu şirketler ise doğrudan veya dolaylı olarak İngiltere ve Almanya'da gayrimenkul yatırımları yapmış olan şirketlerdir. Bu yatırımlardan elde edilecek gelirler, aşağıdan yukarıya doğru temettü olarak ödenmek suretiyle UK Imperial Investment Limited'e aktarılacaktır. UK Imperial Investment Limited'in Şirket'e karşı olan borçlarının söz konusu temettü gelirleri ile ödenmesi planlanmaktadır. Bununla birlikte söz konusu borç üzerinde Hasan Peker'in şahsi kefaleti bulunmaktadır.

30.09.2017 itibarıyla şirketin ticari alacaklarında tahsil edilmesi güç görünen veya davalı bir alacağı bulunmamaktadır.

1.4.3. Stoklar

Kısa vadeli stoklar: Ortaklık'ın 25 Nisan 2017 itibariyle 623,7 milyon TL olan stoklar kalemi, 30 Eylül 2017 itibariyle 480,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ataköy projesi kapsamında, Şirket'e ait İstanbul İli, Bakırköy İlçesi, Ataköy Mahallesi'nde bulunan arsada Nef ile Şirket arasında akdedilen sözleşme ile Arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı (ASKGP) projesi yapılmaktadır. Satış hasılatı, arsa sahibi Peker ile yüklenici Nef arasında %50 arsa sahibi, %50 yükleniciye ait olacak şekilde paylaşılmaktadır. Projede 1438 adet konut ve 125 adet işyeri bulunmaktadır. Nef tarafından satışı yapılan bağımsız bölümlerin teslimine başlanmış olup, teslimi yapılan bağımsız bölümlere (558 adet konut ve 1 adet işyeri) ait arsa payı faturaları Nef'e düzenlenmiştir. 30 Eylül 2017 tarihi itibariyle teslimi yapılmayan bağımsız bölümlere (880 adet konut ve 124 adet işyeri) ilişkin arsa payları stoklarda yer almaktadır.

Uzun vadeli stoklar: Ortaklık'ın 25 Nisan 2017 itibariyle 38,4 milyon TL olan stoklar kalemi, 30 Eylül 2017 itibariyle değişim göstermeyerek 38,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Sultan Makamı Konutları, İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Çengelköy Mahallesi 879 ada, 51 parsel üzerinde yer alan "Sultan Makamı Sitesi" içinde yer alan 13 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. Şirket bu 13 bağımsız bölümün 3 tanesinde tek malik olup, kalan 10 bağımsız bölümde muhtelif oranlarda hisse sahibidir. Söz konusu bağımsız bölümlerin satışlarının kısa vadede gerçekleşmeyebileceği değerlendirildiğinden uzun vadeli stoklar olarak sınıflanmıştır.

1.4.4. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Şirketin konsolide finansal tablolarında 25 Nisan 2017 itibarıyla 152,2 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkulü olup, 30 Eylül 2017 itibariyle 13,2 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmaktadır. 30 Eylül 2017 itibariyle yatırım amaçlı gayrimenkuller Çamlıca Arsa'sından oluşmakta olup, İstanbul Üsküdar ilçesinde bulunan arsanın intifa hakları Hasan Peker'e ait olup Şirketin bağlı ortaklıklarından Peker Proje, kuru mülkiyet haklarına sahiptir. Şirket mali tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkuller olarak sınıflanan tutar, bu arsanındeğer kuru mülkiyet hakkının alış maliyetini yansıtmaktadır. Taşınmaz hisseleri üzerinde tesis edilmiş intifa hakkı kalkmadığı sürece Şirket söz konusu arsadan yararlanma hakkına sahip değildir. Söz konusu arsa henüz projelendirilmemiştir.

1.4.5. Kısa Vadeli Borçlanmalar

Ortaklık'ın 25 Nisan 2017 itibariyle 70,3 milyon TL olan kısa vadeli borçlanamalar, 30 Eylül 2017 itibariyle 38,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçlanmalar banka kredilerinden oluşmaktadır.

1.4.6. Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları

Şirketin 25 Nisan 2017 itibariyle 107,4 milyon TL olan uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları, 30 Eylül 2017 itibariyle 79,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımlarının tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır.

Garanti Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

1.4.7. Ertelenmiş Gelirler

Şirketin 25 Nisan 2017 itibariyle 357,2 milyon TL olan ertelenmiş gelirleri, 30 Eylül 2017 itibariyle 249,8 milyon TL olarak gerçeklemiştir. Ertelenmiş gelirler, alınan avanslardan oluşmaktadır. Alınan avanslar, Ataköy arsa üzerinde geliştirilen Nef 22 konut/işyeri projesi kapsamında satış vaadi sözleşmeleri yapılmış ve nakit tahsil edilmiş tutarları ifade etmektedir. Nef 22 projesi ile ilgili alınan avanslar, projede bağımsız bölüm teslimlerinin kısa vadede tamamlanması öngörüldüğü için kısa vadeli olarak sunulmuştur.

1.4.8. İlişkili Taraflara Diğer Borçlar

Şirketin 25 Nisan 2017 itibariyle 37,0 milyon TL olan ilişkili taraflara diğer borçları, 30 Eylül 2017 itibariyle 28,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İlişkili taraflara diğer borçların 21,1 milyon TL'si Peker Proje Geliştirme Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin Çamlıca arsasının alımı için ilişkili taraflarından aldığı borçtan oluşmaktadır. Kalan 7 milyon TL'si ise Şirketin ortakları Ayşegül Peker ve Hasan Peker'den devraldığı Peker Proje Geliştirme Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. payları nedeniyle kalan borçlarıdır.

1.4.9. Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirketin 25 Nisan 2017 itibariyle 20 bin TL olan diğer kısa vadeli yükümlülükleri, 30 Eylül 2017 itibariyle 22,3 milyon TL olarak gerçeklemiştir. Diğer kısa vadeli yükümlülüklerin 22,3 milyon TL'si KDV borçları ve 6 bin TL'si ödenecek vergi ve harçlardan oluşmaktadır.

1.4.10. Uzun Vadeli Borçlanmalar

Şirketin 25 Nisan 2017 itibariyle 148,6 milyon TL olan uzun vadeli borçlanmaları, 30 Eylül 2017 itibariyle 64 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli borçlanmalarda gözlemlenen düşüşün sebebi borç geri ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır.

1.5. Gayrimenkul Portföy Bilgileri

Şirketin portföyündeki varlıklar hakkında kısa bilgiye aşağıda yer verilmiştir.

1.5.1. Ataköy NEF 22 Projesi

Şirket İstanbul İli, Bakırköy İlçesi, Kartaltepe Mahallesi, 62 Ada 116 Parsel nolu arsanın maliki olarak Timur Gayrimenkul Geliştirme Yapı ve Yatırım A.Ş. (Timur Gayrimenkul) ile hasılat paylaşımlı inşaat ve kat karşılığı gayrimenkul satışı sözleşmesi imzalamış olup, anılan sözleşmeye istinaden Timur Gayrimenkul söz konusu arsa üzerinde Ataköy NEF 22 isimli gayrimenkul projesini geliştirmektedir. Sözleşmeye göre tüm proje geliştirme ve inşaat maliyetleri Timur Gayrimenkul tarafından karşılanmakta, ayrıca projede yer alan bağımsız bölümlerin satış ve pazarlama faaliyetleri ve bunlarla ilgili oluşan masraflar da yine Timur Gayrimenkul tarafından üstlenilmektedir. Şirket ise geliştirme masraflarının hiçbirine katılmamakta ve arsa karşılığında projede oluşan gelirden %50 oranında pay almaktadır.

6 adet blokta yer alan 1438 adet konut ve 125 adet mağazadan oluşan projenin inşaatına ve projede yer alan bağımsız bölümlerin ön satışlarına 2014 yılı içerisinde başlanmıştır. 2018 yılının ilk yarısında projenin tamamlanması ve ön satışı gerçekleşen bağımsız bölümlerin alıcılara teslim edilmesi planlanmaktadır.

1.5.2. Sultanmakamı Konutları

Şirket İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Çengelköy Mahallesi 879 ada, 51 parsel üzerinde yer alan "Sultan Makamı Sitesi" içindeki konutlardan 3 tanesinde (B29 Blok 1 ve 2 Nolu Bağımsız Bölümler ile C4 Blok 3 Nolu Bağımsız Bölüm) tek malik olup, 10 tanesinde (A20 Blok 1 ve 2 Nolu Bağımsız Bölümler, A21 Blok 1 ve 2 Nolu Bağımsız Bölümler, C1 Blok 2 Nolu Bağımsız Bölüm, C2 Blok 1 ve 3 Nolu Bağımsız Bölümler, C5 Blok 2 Nolu Bağımsız Bölüm, C32 Blok 3 Nolu Bağımsız Bölüm ve C33 Blok 3 Nolu Bağımsız Bölüm) ise muhtelif oranlarda hisse sahibidir.

Söz konusu bağımsız bölümlerin satışları devam etmekte olup, bağımsız bölümler satıldıkça elde edilen gelir malikler arasında paylaşılmaktadır.

1.5.3. Peker Proje Geliştirme ve Danışmanlık A.Ş.

Şirket, Peker Proje'nin %100 oranında sahibi olup, Peker Proje Geliştirme ve Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. (Peker Proje)'nin sermayesi 100.000 TL'dir. Peker Proje, İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Altunizade Mahallesi, 1127 Ada 1 Parsel, 1127 Ada 2 Parsel, 1127 Ada 3 Parsel, 1139 Ada 3 Parsel, 1139 Ada 4 Parsel ve 1139 Ada 5 Parsellerde bulunan arsaların yaklaşık %95 oranındaki hisselerinin maliki durumundadır.

2. Değerleme Yaklaşımı

Peker GYO'nun sadece ortak satışı ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki üç temel yöntem kullanılmıştır.

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

1. Net Aktif Değer ("NAD") Analizi
2. Çarpan Analizi
3. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Değerleme metodolojileri sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir ve sözkonusu dünyaca kabul görmüş yöntemlerin şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Değerlendirmemizde kullanılan finansal bilgiler, Peker GYO tarafından hazırlanan denetlenmiş konsolide finansal tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Peker GYO yönetimi tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine esas alınarak kullanılmıştır.

2.1. Net Aktif Değer (NAD) Analizi

Net aktif değer, şirketin portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan değerdir. Buna göre, Peker GYO'ya ait gayrimenkullerin Eylül 2017 itibariyle portföy değerleri 584,1 milyon TL'dir. Anılan işlemlerin gerçekleştirilmesi sonucunda şirketin net aktif değeri 372,4 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

Söz konusu değerlere ulaşılırken SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerleme şirketlerince hazırlanan Kasım 2017 itibarıyla tamamlanan gayrimenkul değerleme/ekspertiz raporları ile 30 Eylül 2017 tarihli bağımsız denetim raporunda belirtilen finansal veriler dikkate alınmıştır. (Çamlıca Arsası hariç –1.4.4'te belirttiği üzere Çamlıca Arsası finansal tablolarda defter değerinden kaydedilmiştir, Net Aktif Değerin hesaplanmasında arsanın SPK tarafından değerleme hizmeti vermek üzere yetkilendirilmiş değerleme şirketi tarafından hazırlanan değerleme raporunda belirtilen 62 milyon TL esas alınmıştır. Buna göre (bkz. Tablo 6) şirketin pay başına düşen net aktif değeri 12.41 TL'dir.

Tablo 6: Pay Başına Net Aktif Değer Hesaplaması

Portföy ve Pay Başına Net Aktif Değer	Toplam Rayiç Değer (TL)
Ataköy Projesi	483.477.803
Sultan Makamı Konutları	38.665.221
Çamlıca Arsa - Peker Proje A.Ş.	62.000.000
Hazır Değerler	1.317.734
Alacaklar	266.696.510
Diğer Varlıklar	3.231.789
Varlıklar Toplamı (a)	**855.389.057**
Finansal Borçlar	182.038.682
Alınan Avanslar	249.881.648
İlişkili Tarafa Diğer Borçlar	28.219.460
Diğer Borçlar	22.828.832
Yükümülükler Toplamı (b)	**482.968.622**
Net Aktif Değer (a-b)	**372.420.435**
Toplam Pay Sayısı	**30.000.000**
Pay Başına Net Aktif Değer	**12,41**

Kaynak: Peker GYO denetlenmiş finansallar ve dipnotlar

2.2. Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlenecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Çarpan analizinde kullanılacak Peker GYO'nun finansal verilerine Tablo 7'de yer verilmiştir.

Çarpan analizinde, BIST'te işlem göre GYO'ların PD/NAD (iskonto)/prim ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Seçilen GYO'ların çarpan analizi yönteminde kullanılan finansal verileri Tablo 8'de yer almaktadır.

Tablo 7: Temel Finansal Göstergeler

Peker GYO Temel Finansal Göstergeler (TL mn)	30 Eylül 2017
Özkaynaklar	321.0
Net Aktif Değeri*	372.4

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.0

Kaynak: Peker GYO Bağımsız Denetim Raporu, Gayrimenkul Değerleme Raporları
** Kasım 2017 itibariyle Gayrimenkul Değerleme Raporları ve 30 Eylül 2017 tarihi itibariyle Bağımsız Denetim Raporu esas alınmıştır.*

Tablo 8: PD/NAD (iskonto)/prim oranına göre Peker GYO'nun pay başına değeri

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı		Piyasa Değeri (TL mn)	Özkaynak (TLmn)	Net Aktif Değeri (TL mn)	PD/NAD (İskonto)/Prim	PD/DD
Sınıf 1 (Piyasa Değeri >1,000mnTL)						
Torunlar GYO		3.350	6.038	6.091	-45%	0,55
Akiş GYO		1.333	2.287	1.831	-27%	0,58
Emlak GYO		9.424	11.796	20.051	-53%	0,8
İş GYO		1.160	3.191	2.253	-49%	0,36
Yeni GİMAT GYO		1.387	1.853	1.878	-26%	0,75
Toplam		**16.654**	**25.165**	**32.104**	**-48%**	**0,66**
Sınıf 2 (Piyasa Değeri <1,000mnTL)						
Halk GYO		722	1664	1.719	-58%	0,43
Özak GYO		573	1197	1.302	-56%	0,48
Vakıf GYO		546	874	712	-23%	0,62
Alarko GYO		470	740	772	-39%	0,64
Toplam		**2.311**	**4.475**	**4.505**	**-49%**	**0,52**
Sınıf 1 Ağırlıklandırılmış	30%	4.996	7.550	9.631		
Sınıf 2 Ağırlıklandırılmış	70%	1.618	3.133	3.154		
Ağırlıklandırılmış Toplam		**6.614**	**10.682**	**12.785**	**-48%**	**0,62**

Kaynak: Bloomberg

Seçilen GYO'ların (iskonto)/prim oranları ile Peker GYO'nun net aktif değeri kullanılarak, Peker GYO'nun PD/NAD (iskonto)/prim oranına göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Bulunan değer Peker GYO'nun halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 30 milyon TL'ye bölünerek pay başına değer hesaplanmıştır.

PD/DD çarpanına göre Peker GYO'nun pay başına değeri: Seçilen GYO'ların PD/DD hesaplanmıştır. Bulunan değerler ile Peker GYO'nun 30 Eylül 2017 tarihi itibariyle Özkaynak değeri kullanılarak, Peker GYO'nun PD/DD çarpanına göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Bulunan değer Peker GYO'nun halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 30 milyon TL'ye bölünerek pay başına değer hesaplanmıştır.

Bu iki analizin sonucuna göre Peker GYO'nun pay başına değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 9: Çarpan Analizi Yöntemine Göre Hesaplanan Pay Değeri

Peker GYO	PD/NAD (İskonto) / Prim	PD/DD	Ortalama Pay Değeri
Çarpan Analizine Göre Pay Değeri (TL)	6,42	6,63	**6,52**

PD/NAD (iskonto)/prim ve PD/DD analizleri sonucu, Peker GYO için hesaplanan pay başına değerlerin aritmetik ortalaması alınmıştır.
Çarpan analizine göre Peker GYO için hesaplanan pay değeri **6.52 TL** olarak değerlendirilmektedir.

2.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA yönteminde şirketin sahip olduğu Yatırım amaçlı gayrimenkul varlıklar ile devam eden projeler, projelendirilmesi beklenen arsalar ve binaların değeri, yaratacakları potansiyel nakit akımları göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir. Değerlemelerde mevcut binalara ait kira bedelleri ile devam eden projelerin ve proje geliştirilmesi planlanan arsaların izleyen dönem içersinde tahmin edilen kira/satış bedelleri tahmin edilmiştir.

Nakit akım tahminleri tüm mevcut projelerin geleceğe yönelik projeksiyonlarının toplamı ile hesaplanmıştır. Projelerin nakit akım projeksiyonları aşağıda verilmiştir;

Gedikyatırım Menkul Değerler A.Ş.

2.3.1. Ataköy NEF 22 Projesi

Ataköy Nef 22 projesinin birim satış fiyatının yıllık ortalama %10 artacağı varsayılmıştır. Satış tamamlanma oranlarının 2017 yılında %5 olarak gerçekleşmiş, 2018 yılı için %75 ve 2019 yılı için %25 olması varsayılmıştır. Stoklardaki değişimin satışların maliyeti kadar gerçekleştiği varsayılmıştır. Birim satış fiyatının 2018 yılında 15.411 TL/m2 olacağı ve her yıl %10 artacağı öngörülmüştür. 2017 yılında gerçekleştirilecen satışların tahsilatlarının 2018 yılında %20'si, 2019 yılında %60'ı ve 2020 yılında %20'sinin tahsil edileceği öngörülmektedir. 2018 yılı satışlarının tahsilatının 2019 – 2021 yılları arasında eşit

vadelerde tahsil edileceği, 2019 yılında yapılacak satış tahsilatlarının ise 2020 – 2021 yılları arasında eşit vadelerde tahsil edileceği varsayılmıştır. Elde edilecek tahislatların %50'si Peker GYO'ya ait olacaktır.

Tablo 10: Ataköy Nef 22 Projesi Nakit Akım Projeksiyonu

Ataköy Nef 22 (TL)	MY18	MY19	Toplam
Birim Satış Fiyatı (TL/m2)	15.411	16.952	
Satış Tamamlanma Oranı	75%	20%	100%
Satılan m2	12.546	3.345	16.727
Proje Satış Tutarı	**193.343.219**	**56.714.011**	**250.057.230**
Satılacaklardan Peker GYO Payı (%50)	96.671.610	28.357.005	-
Ön Satışı Yapılanlardan Hasılat	177.480.501	-	-
Hasılat	**274.152.111**	**28.357.005**	**-**
Satışların Maliyeti	(259.087.305)	(26.798.773)	-
Brüt Kar	**15.064.805**	**1.558.233**	**-**

Kaynak: Şirket

Tablo 11: Ataköy Nef 22 Projesi Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

TL	MY18	MY19	MY20	MY21
Tahsilat (Toplam Proje)	**73.281.796**	**94.675.302**	**92.160.268**	**-**
Tahsilat (Peker Payı - %50)	**36.640.898**	**47.337.651**	**46.080.134**	**-**
Bilanço dışı senetlerden[1] tahsilat	68.618.232	21.670.723	12.755.080	4.520.404
Toplam Tahsilat (a)	**105.259.130**	**69.008.374**	**58.835.214**	**4.520.404**
Ertelenmiş Gelirler[2] (b)	(64.885.994)	-	-	-
Hasılat (c)	274.152.111	28.357.005	-	-
Ticari Alacaklar (c-a+b)	**104.006.986**	**40.651.368**	**58.835.214**	**4.520.404**

(1) Bilanço dışı senetlerden alacaklar, VUK'a göre alacak senetler hesabında bulunmasına rağmen UFRS gereğince bilanço dışına sınıflandırılmış senetleri ifade etmektedir.

(2) Ertelenmiş gelirler alınan avanslardan oluşmakta ve projeler kapsamında yapılacak satış vaadi sözleşmeleri kapsamında nakit tahsil edilen ve edilecek tutarları ifade etmektedir.

Diğer yandan 28.12.2017 tarihinde Şirket ile yüklenici firma Timur Gayrimenkul arasında yapılan ek protokol ile, Şirket NEF 22 projesinde yer alan ve toplam satışa esas alanı 6.405 m2 olan 23 adet işyerini toplam KDV hariç 74.898.337 TL bedelle satın almıştır. Söz konusu satın alım işlemi tutarı muhasebe kayıtlarına borç olarak yansıtılmıştır. İlgili borç tutarının yarısı Timur Gayrimenkul'e düzenlenen arsa payı fatura bedeli ile mahsuben ödenmiş olup, taraflar anılan bağımsız bölümlerin satışına yine Timur Gayrimenkul'ün aracılık yapmasında ve Şirket'in söz konusu satın alma işlemi nedeniyle oluşan borcunun kalan yarısının anılan bağımsız bölümlerin satışından elde edilecek gelirlerle ödenmesinde mutabık kalmıştır. Satın almaya konu olan işyerlerinin Adres Değerleme tarafından 29.11.2017 Tarih ve OZL201700242 Sayılı rapor ile tespit edilen bağımsız bölüm satış bedelleri ekspertiz değeri toplamı 108.602.800 TL'dir.

2.3.2. Sultanmakamı Konutları

Sultanmakamı konutlarının birim satış fiyatının yıllık ortalama %10 artacağı varsayılmıştır. Satış tamamlanma oranlarının projenin tüm satışının tamamlandığı öngörülen 2021 yılına kadar varsayılan dağılımı tabloda verilmiştir. Bu projenin satışı müteahit firma ile yapıldığı için proje için herhangi bir ticari alacak ve ertelenmiş gelir öngörülmemiştir. Stoklardaki değişimin satışların maliyeti kadar gerçekleştiği varsayılmıştır.

Tablo 12: Sultanmakamı Konutları Nakit Akım Projeksiyonu

Sultanmakamı Konutları (TL)	MY18	MY19	MY20	MY21
Birim Satış Fiyatı (TL/m2)	23.507	25.858	28.444	31.288
Satış Tamamlanma Oranı	20%	20%	40%	20%
Satılan m2	371	371	742	371
Hasılat	**8.719.008**	**9.590.908**	**21.099.998**	**11.604.999**
Satışların maliyeti (-)	(7.695.507)	(7.695.507)	(15.391.015)	(7.695.507)
Brüt kar	**1.023.500**	**1.895.401**	**5.708.983**	**3.909.492**

Kaynak: Şirket

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

2.3.3. Diğer Yatırımlar

Şirketin SPK'nın III-48.1 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar" tebliği 22. Maddesi d fıkrası uyarınca Şirketin gerçekleştirilecek veya yatırım yapacağı projelere ilişkin gerekli tüm izinlerin alınmış, projelerinin hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olması sebebiyle şirketin aktifinde yer alan Çamlıca arsası ve yatırımı planlanan Heinsberg bina yatırımı, diğer yatırımlar olarak sınıflandırılmıştır ve gelecek nakit akımları etkileyecek unsurlar olarak aşağıda belirtilmiştir.

2.3.3.1. Çamlıca Arsası

Çamlıca Arsa'da toplam satılabilir 18.000 m2'lik bir konut projesi geliştirilmesi öngrülmüş olup, projede şatışların 2019 yılında başlayacağı ve ön satışı yapılan bağımsız bölüm teslimlerin 2021 yılında yapılması planlanmaktadır. Satışların 2021 yılında %75, 2022 yılında %20 ve 2023 yılında %5 olacağı varsayılmıştır. Satış birim fiyatının 2019 yılında 24.185 TL olacağı ve her yıl yıllık ortalama %10 artacağı varsayılmıştır. İnşaat birim maliyetlerin her sene ortalama %12 artacağı varsayılmıştır. Tahsilatların ise, 2019 ve 2020 yıllarında %22, 2021 ve 2023 yıllarında %18 ve kalan %3'lük bölümünğn 2024 yılında yapılacağı varsayılmıştır.

2.3.3.2. Heinsberg

Almanya'nın Heinsberg şehrinde 48 daire ve 4.038 m2 kiralama alanına sahip 8 katlı bina yatırımı yapılmıştır. Bu binanın renevasyonunun tamamlanarak kiralanması planlanmaktadır.

Heinsberg M2 birim kira fiyatının 6,5 euro olacağı ve birim kira fiyatının yıllık %1 artacağı, EUR/TL kurunun ise yıllık %10 artacağı varsayılmıştır. İndirgenmiş nakit tablosunda gözlemlenen nihai değer ileriye yönelik devam etmesi beklenen kira gelirleri sebebiyle sadece Heinsberg projesinden oluşmaktadır. Nihai değerin hesaplanmasında hasılatın EUR cinsinden ve Almanya'da elde edilmesinden mütevellit iskonto oranı %7,25 olarak hesaplanmış, sonsuz büyüme oranı yıllık kira artışı öngörüsü olan %1 ile hesaplanmıştır.

2.3.5. Net İşletme sermayesi

Brüt kar hesaplamasının altında yer alan genel yönetim giderleri yıllık %10 oranında artırılmıştır. Net İşletme Sermayesi'nde gözlemlenen değişiklikler detay tabloda belirtilmiştir.

Tablo 13: Net İşletme Sermayesi Tablosu

Net İşletme Sermayesi ("NİŞ") (mn TL)	MY17[1]	MY18	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	MY24	MY25	MY26	MY27
Ticari Alacaklar	20,2	109,2	63,4	4,5	59,3	77,7	15,9	-	-	-	-
Stoklar	285,9	162,0	166,9	220,0	55,0	11,0	0,0	-	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	64,9	0,0	118,5	237,0	-	-	-	-	-	-	-
Net işletme Sermayesi	**371,0**	**271,2**	**348,7**	**461,5**	**114,2**	**88,7**	**15,9**	**-**	**-**	**-**	**-**
Ticari Alacaklar Değişimi		89,0	(45,8)	(58,8)	54,7	18,4	(61,8)	(15,9)	-	-	-
Stoklar Değişimi		(123,8)	4,8	53,1	(165,0)	(44,0)	(11,0)	-	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler Değişimi		64,9	(118,5)	(118,5)	237,0	-	-	-	-	-	-
NİŞ Değişimi		**30,0**	**(159,5)**	**(124,2)**	**126,8**	**(25,6)**	**(72,8)**	**(15,9)**	-	-	-

Kaynak: Şirket, 1. YS=Yıl sonu

İNA yönteminin yapısı gereği kullanılan projeksiyonlar, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak ve pay değerlerine ulaşılabilir.

Gedik yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tablo 14: İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu 2018T-2027T										
(TLmn)	**2018T**	**2019T**	**2020T**	**2021T**	**2022T**	**2023T**	**2024T**	**2025T**	**2026T**	**2027T**
Satış Gelirleri	282,9	39,5	22,8	408,5	117,9	34,2	2,5	2,8	3,1	3,5
Satışların Maliyeti	(266,8)	(34,5)	(15,4)	(172,7)	(44,0)	(11,0)	-	-	-	-
Brüt Kar	16,1	5,0	7,4	235,9	74,0	23,2	2,5	2,8	3,1	3,5
Faaliyet Giderleri	(2,6)	(2,8)	(3,1)	(3,4)	(3,7)	(4,1)	(4,5)	(5,0)	(5,5)	(6,0)
FVÖK	13,5	2,2	4,3	232,5	70,2	19,1	(2,0)	(2,1)	(2,3)	(2,5)
Amortismanlar (+)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVAÖK	13,5	2,2	4,3	232,5	70,2	19,1	(2,0)	(2,1)	(2,3)	(2,5)
FVAÖK marjı	4,8%	5,5%	18,9%	56,9%	59,5%	55,8%	-77,2%	-75,5%	-73,7%	-72,0%
FVÖK vergi karşılığı (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net İşletme Sermayesinde Değişim	(30)	160	124	(127)	26	73	16	-	-	-
Uzun vadeli ticari alacaklardan nakit girişleri	24	33	36	40	44	48	53	59	64	71
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları	**7.0**	**194.7**	**164.9**	**145.6**	**139.7**	**140.2**	**67.2**	**56.4**	**62.0**	**68,5**
AOSM	15,6%	15,9%	15,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Ortalama dönem etkisi	1,2	1,3	1,5	1,8	2,2	2,5	3,0	3,5	4,2	4,9
İskonto faktörü	0,87	0,75	0,65	0,55	0,46	0,39	0,33	0,28	0,24	0,20
İndirgenmiş nakit akımları	**6,1**	**145,3**	**106,4**	**79,6**	**64,8**	**55,1**	**22,4**	**15,9**	**14,8**	**13,8**
İndirgenmiş nakit akımları toplamı	524									
İndirgenmiş devam eden değer	27									
Firma değeri	551									
Net borç	(182)									
Toplam Özsermaye Değeri	369									
Pay adedi (mn)	30,0									
Pay başına değer (TL)	12,31									

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

2.4. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması:

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 15: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Parametreler	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz faiz oranı	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Piyasa risk primi	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye maliyeti	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**
Borç maliyeti	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**	**11,6%**
Özsermaye/Toplam Varlıklar	63%	67%	64%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	37%	33%	36%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AOSM	**15,6%**	**15,9%**	**15,7%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**	**18,0%**

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

Gedik yatırım

3. Sonuç

Yukarıda belirtilen üç analiz yöntemine göre ayrı ayrı tespit edilen birim pay değerlerini rayiç değerine en yakın sonuç verdiğini düşündüğümüz net aktif değer yöntemine %50 ağırlık, İNA ve çarpan değeri yöntemlerine ise kalan ağırlıklandırmayı eşitlendirerek % 25 ağırlık vererek ve %49,6 halka arz iskontosu sonrasında, halka arz birim pay değeri olan 5.50 TL'ye ulaşılmıştır.

Tablo 16: Değerleme Sonucu Özeti

Değerleme Yöntemi	Pay Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)
Net Aktif Değer	12,41	50%	6,21
İNA Değeri	12,31	25%	3,08
Çarpan Değerleri	6,52	25%	1,63
Ağırlıklandırılmış Değer			**10,92**
Halka Arz İskontosu			49,6%
Halka Arz Pay Değeri			**5,50**
Net Aktif Değere Göre İskonto			55,7%

Kaynak: Gedik Yatırım tahminleri

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.