

EMLAK KONUT GYO Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Fiyatın Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

Emlak Konut GYO (şirket) halka arzında fiyat tespiti için aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır:

- 1- Parçaların toplamı yöntemi
- 2- Net Aktif Değer Yöntemi (NAD)

1- Parçaların toplamı yöntemi

Parçaların toplamı yönteminde şirketin sahip olduğu varlıklardan devam eden projeler, ihalelendirilmiş arsalar ile binaların değeri indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile tahmin edilmiştir. 30 Eylül 2010 itibarıyla üstünde bir proje geliştirilmemiş ve geliştirilmesi için bir ihaleye konu olmamış boş arsaların değeri olarak ise bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri olan TSKB Gayrimenkul Değerleme ve Elit Gayrimenkul Değerleme şirketlerinin öngördüğü ekspertiz değeri kullanılmıştır.

Değerlemelerde devam eden projeler, ihalelendirilmiş arsalar ve binalar için 30 Haziran 2010 tarihli satılmamış bölüm ve m² verileri baz alınmıştır. Ayrıca 30 Haziran 2010 sonrasında sonuçlanan ihaleler ve bu ihalelere bağlı olarak geliştirilecek projelerden beklenen nakit akışları da değerlemeye katılmıştır.

TL bazında nakit akımları tahmin edilmiş, sadece mevcut varlıklar değerlendirilmiştir. 2010 yılı ikinci yarısı ve 2011-2014 yıllarında gerçekleşmesi beklenen nakit akımları değerlemeye katılmış ve bir uç değer hesaplanmamıştır. İndirgeme oranı hesaplanırken, risksiz faiz oranı %8, hisse senedi risk primi %5, beta 1.0 olarak kabul edilmiştir. Şirketin 30 Eylül 2010 tarihli mali tablosunda yer alan finansal borçlarının etkisi dahil edilmiş ve değişken faizli borcun son dönemde geçerli olan faizi borçlanma maliyeti olarak kullanılmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	
Risksiz faiz oranı	8.00%
Hisse senedi risk primi	5.00%
Beta	1.00
Sermaye maliyeti	13.00%
Sermaye payı	78%
Borçlanma maliyeti	7.69%
Finansal borç payı	22%
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	11.81 %

Üstünde bir proje geliştirilmemiş ve geliştirilmesi için bir ihaleye konu olmamış boş arsalar hariç şirket varlıkları için yapılan tahminler aşağıdaki tabloda verilmektedir. Binalar arasında yer alan ancak satışı düşünülmeyen bölümler ile devam eden projeler arasındaki bir varlık hariç tabloda varlık bazında ve yıllık olarak tahmin edilen net nakit akımları ve indirgeme oranına göre indirgenmiş toplam net nakit akımları yer almaktadır. Satışı düşünülmeyen bölümler ve bir proje için bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin öngördüğü ekspertiz değeri verilmiştir.

Şirketin yukarıda tanımlanan şekilde boş arsalarının değeri 30 Eylül 2010 tarihli portföy tablosunda yer alan ekspertiz değerlerine göre toplam 1,776.4 milyon TL'dir.

Tahmin edilen net nakit akımları (milyon TL)						Toplam indirgenmiş net nakit akımları (milyon TL)
	2010 Haziran - Aralık (T)	2011 (T)	2012 (T)	2013 (T)	2014 (T)	
Devam eden projeler						
Varyap Meridian	25.7	58.5	69.2	49.3	19.3	181.0
My Towerland	29.7	64.6	43.2	8.8		128.4
Üsküdar Burhaniye Projesi	13.0	98.8	39.8	13.0	11.8	150.0
Ağaoğlu My Town Ispartakule	1.2	1.5	0.6	0.6	0.3	3.6
Bizimevler 2, Ispartakule	7.0	9.2	3.5	3.5	1.8	21.8
Bizimevler 3, Ispartakule	3.6	8.7	11.1	13.5	6.0	33.7
Artaş Güner Avrupa Konutları 1, Ispartakule	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.4
Kuzu Spradon Quartz	7.7	18.3	14.6	8.0	6.1	45.4
My shop	2.1	5.0	6.3	5.2	2.8	17.1
Alemdağ Çekmeköy Projesi	114.7	-21.3	-24.8	36.4	-8.1	101.8
Körfezkent Emlak Konutları 2	0.4	7.8	4.2	12.2	9.5	25.9
Emlak Konut Mavişehir Evleri	-1.3	87.2	78.7	41.1	31.8	190.6
Gebze 1. Etap	-2.7	2.2	0.2	15.9	9.8	17.0
Gebze 2. Etap	-4.0	3.2	0.3	23.6	14.6	25.3
Tuzla Emlak Konutları 1. Etap	-5.6	3.8	1.3	13.6	8.4	14.0
Tuzla Emlak Konutları 2. Etap	-14.0	9.4	3.4	34.0	21.0	34.9
Tulip Turkuaz Site, Ispartakule		69.5	50.6	41.5	13.4	140.9
1 adet ticari merkez projesi (*)						0.8
Ergene Vadisi	11.4	26.7	19.9	9.5	6.6	62.7
Novus Residence Ataköy	9.5	22.3	16.6	7.9	5.5	52.3
Devam eden projeler toplamı	198.7	475.5	338.9	337.7	160.9	1,247.6
İhalelendirilmiş Arsalar						
Maslak Ayazağa		606.4	420.4	326.8	72.3	1,158.7
Varyap-GAP Ataşehir Doğu 2. Etap		315.6	218.8	170.1	37.7	603.0
Ağaoğlu My World Europe Ayazma	251.8	55.4	38.5	3.3		334.5
Eski likör fabrikası arazisi, Mecidiyeköy			185.1	127.2	98.9	302.3
Sultangazi Habibler Istoc		231.5	160.5	124.8	27.6	442.3
Şua İnşaat Halkalı 1. Etap		51.7	19.3	1.5		62.8
Soyak Halkalı 3. Etap	78.3	29.1	2.2			106.1
Artaş Avrupa Konutları, Ispartakule		16.6	6.2	0.5		20.2
Etap 1 Bölüm 3						
Ispartakule Etap 1 Bölüm 4		21.0	7.8	0.6		25.5
Ispartakule Etap 1 Bölüm 5		12.9	4.8	0.4		15.7
Bizimevler 4. Etap, Ispartakule Etap 2 Bölüm 3		51.4	19.2	1.5		62.4
Ispartakule Etap 2 Bölüm 4		34.6	12.9	1.0		42.0
Türkerler İzmir Mavişehir Etap 4		45.7	31.7	24.6	5.5	87.3
Gergül Modern Mavişehir		18.1	12.6	9.8	2.2	34.7
Ümraniye 1. Etap projesi		46.5	32.2	25.1	5.5	88.8
Halkalı 4. Etap projesi		122.0	84.6	65.7	14.6	233.0
Kayabaşı Etap 1		20.2	14.0	10.9	2.4	38.5
İhalelendirilmiş Arsalar toplamı	330.1	1,678.7	1,270.9	893.7	266.6	3,657.9
Binalar						
My World Ataşehir	13.3	16.8	5.3	5.3	2.1	38.1
Misistanbul	24.1	30.4	9.6	9.6	3.7	69.1
Kentplus Mimarşinan	10.1	12.8	4.1	4.1	1.6	29.1
Albayrak Mavişehir Pelikan Sitesi	14.5	33.9	25.3	12.0	8.4	79.6
Çerkezköy Dream City	5.0	6.3	2.0	2.0	0.8	14.2
Burgazkent Emlak Konutları	7.1	16.6	20.5	24.4	26.8	73.2
Selimpaşa Emlak Konutları	1.8	4.2	5.2	6.2	6.8	18.7
Ataşehir'de 64 ticari ünite (*)						23.8
Ankara Keçiören'de bağ evi (*)						0.5
Tekirdağ Çorlu 2 ticari ünite (*)						0.4
Karşıyaka İzmir sosyal tesis (*)						7.3
Körfezkent Etap 1 (*)						0.2
Binalar toplamı	76.0	121.1	72.0	63.6	50.2	354.3

(*) işaretili varlıklar için nakit akım tahmini yapılmamış, gayrimenkul ekspertiz değeri verilmiştir.

Şirket değerini hesaplariken, bağımsız bölümlerde 30 Haziran 2010 sonrasında gerçekleşen satışlardan elde edilen hasılat ve vadesi gelmemiş alacaklar hariç tutularak nakit ve nakit benzeri değerler ve alacak tutarları kullanılmıştır. Ayrıca indirgenmiş nakit akımları yöntemi için yapılan projeksiyonlarda sadece 30 Haziran 2010 itibariyle satışı yapılmamış bağımsız bölümler ile devam eden projeler ve ihalelendirilmiş arsaların gayrimenkul satış vaadi sözleşmesine konu olmamış kısımları için nakit akışı hesaplandığından daha önce gayrimenkul satış vaadi sözleşmesine tabi olan ünitelerden elde edilen ve şirketin finansallarında ertelenmiş gelir ve kamu ihale kanununa göre geliştirilen proje satışlarından alınan avans olarak kayıt edilen diğer kısa vadeli yükümlülükler de borç olarak düşülmemiştir.

Parçaların toplamı yöntemine göre şirket değeri (milyon TL)		
	Değer	Değerleme yöntemi
Devam eden projeler	1,247.6	İNA
İhalelendirilmiş Arsalar	3,657.9	İNA
Binalar	354.3	İNA
Arsalar	1,776.4	Portföy değeri
Toplam gayrimenkul portföyü	7,036.1	
Nakit ve nakit benzerleri	297.9	
Alacaklar	673.9	
Diğer aktifler	496.2	
Borçlar	3,198.9	
Toplam şirket değeri	5,305.2	

Yapılan nakit akımları tahminlerinde m² bazında satış fiyatlarında olabilecek değişikliklerin etkisini göstermek için baz senaryoda kullanılan tahminler %10 düşürülerek ve %10 artırılarak alternatif değerler hesaplanmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki (AOSM) değişikliklerin etkisi de aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Farklı senaryo ve AOSM seviyelerine göre şirket değeri (milyon TL)				
		Satış fiyatlarındaki değişiklikler		
		Satış fiyatları %10 düşerse	Baz senaryo	Satış fiyatları %10 artarsa
AOSM	12.81%	4,706	5,228	5,750
	11.81%	4,775	5,305	5,835
	10.81%	4,847	5,385	5,923

2- Net Aktif Değer Yöntemi:

Net aktif değer, genel olarak portföydeki varlıkların ekspertiz değerlerinden, net borçların düşülüp diğer nakde dönüşebilen aktiflerin eklenmesi sonucu varılan değeri ifade etmektedir.

Şirketin net aktif değer tablosunda portföy değerlerinin hesaplanmasında binalar açısından şirket tarafından henüz gayrimenkul satış vaadi sözleşmesine konu olmamış ve satılabilir bağımsız bölümlerin toplam değerleri belirtilmiştir. Satışı gerçekleşmiş ve faturası kesilmiş olup henüz tapusu devredilmemiş olan taşınmazlara ilişkin ekspertiz yaptırılmış ancak bunlar portföy değerine dahil edilmemiştir. Gelir paylaşımı yöntemi ile ihale edilmiş olan projelerde, ÜFE / TÜFE'ye göre güncellenmiş asgari şirket payı toplam geliri portföy değeri olarak belirtilmiş olup, kamu ihale kanunu modeli çerçevesinde geliştirilen projelerde arsa fiyatı ve maliyetin eklenmesi sonucu ulaşılan değer portföy değeri olarak belirtilmiştir. Arsalar emsal değerinden gösterilmiştir. Ekspertiz değerleri, ilgili taşınmazın ekspertiz tarihi (30/06/2010) itibariyle satışı yapılmayan gayrimenkullere ait değerler olduğundan, hazır değerler ve alacaklarda, 01/07/2010-30/09/2010 tarihi arasında satışı yapılan gayrimenkullerden elde edilen hasılat tutarı ve henüz vadesi gelmemiş alacak tutarı düşülmüştür. Ekspertiz raporları bulunmayan 24 adet gayrimenkulün kayıtlı değer toplamı diğer aktifler kalemine ilave edilmiştir. Emlak Konut gayrimenkul portföyü bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri olan TSKB Gayrimenkul Değerleme ve Elit Gayrimenkul Değerleme tarafından değerlendirilmiştir.

30/09/2010 itibariyle şirketin net aktif değeri 4,772 milyon TL'dir. Net aktif değer tablosu aşağıda verilmiştir.

Net aktif değer tablosu (30/09/2010, milyon TL)		Portföy Değeri
Arsalar ve Araziler		
Balı Kuyumcu'da 91 Adet Arazi		303.5
Ümraniye'de 5 Adet Arsa (1 Parselde Ümraniye 1. Etap)		251.9
Çorlu'da 12 Adet Arsa		24.5
Başakşehir'de 24 Adet Arsa		279.0
Karşıyaka'da 19 Adet Parsel		344.6
Umurbey Mahallesi'nde Arsa		10.9
Çerkezköy'de 17 Adet Arsa		82.0
Yarımcı'da 12 Adet Parsel		50.5
Ispartakule'de 10 Adet Arsa		232.2
Küçükçekmece'de 6 Adet Arsa (5 Parselde Halkalı 4. Etap)		310.3
Sultangazi'de 3 Adet Arsa (Sultangazi Habipler İstoç Gelir Paylaşımı İşi)		370.9
İkitelli'de 2 Adet Arsa (My World Europe)		232.5
Sultanbeyli'de 9 Adet Arazi		17.8
Güzeller'de 35 Adet Parsel		48.2
Ispartakule'de 5 Adet Arsa (Ispartakule'de 5 Farklı Gelir Paylaşımı İşi)		166.8
Eski Likör Fabrikası Arazisi (Şişli Dikilitaş Likör Fabrikası)		255.4
Karşıyaka'da 2 Adet Arsa (Türkerler Projesi) (Mavişehir 4. Etap)		98.3
Halkalı'da 3 Adet Arsa (Halkalı 1. Etap Ve Halkalı 3. Etap)		160.3
Ataşehir'de 1 Adet Arsa (Ataşehir Doğu 2. Etap)		430.1
Çiğli'de 1 Adet Arsa (Modern Mavişehir)		40.8
Ataşehir'de 4 Adet Arsa		2.9
Ayazağa'da 1 Adet Arazi		800.4
Tuzla Aydıntepe'de 1 Adet Arsa		96.5
Üsküdar Burhaniye Arsa		8.7
Arsalar ve Araziler Toplam		4,618.9
Binalar		
Çorlu'da 2 Adet Ticari Ünite		0.4
Kent Plus Mimarşinan Sitesi'nde Bağımsız Bölümler		25.8
Çerkezköy Dream City 4. Eapta Bağımsız Bölümler		11.0
Körfezkent Konutları 1. Eapta Bağımsız Bölümler		0.2
Diamond Blokları - Bağımsız Bölümler (My World Projesi)		11.1
Andromeda Blokları - Bağımsız Bölümler (My World Projesi)		13.2
Starland Blokları - Bağımsız Bölümler (My World Projesi)		3.7
Equinox Blokları - Bağımsız Bölümler (My World Projesi)		3.6
Misstanbul'da Bağımsız Bölümler		65.4
Ataşehir'de 64 Adet Ticari Ünite		23.8
Karşıyaka Sosyal Tesis		7.3
Keçiören'de Bir Adet Bina		0.5
Burgazkent'te Bağımsız Bölümler		62.8
Silivri Selimpaşa Emlak Konutları		93.2
Mavişehir Pelikan Evleri		68.9
Binalar Toplam		391.0
Projeler		
Alemdağ Emlak Konut Projesi		97.5
Üsküdar Burhaniye Projesi		158.4
Tuzla Emlak Konutları 1. Ve 2. Etap Projesi		50.8
Kuzu Spradon Quartz		125.8
Towerland A Blok Projesi		194.1
Towerland Skytowers Projesi		
Varyap Meridian Projesi (3333 Parsel)		
Varyap Meridian Projesi (3346 Parsel)		
Varyap Meridian Projesi (3347 Parsel)		
Varyap Meridian Projesi (3349 Parsel)		369.1
Varyap Meridian Projesi (3328 Parsel)		
Varyap Meridian Projesi (3348 Parsel)		
Ispartakule'de 3 Adet Arsada Yer Alan Konut Projesi		143.9
Bizim Evler 2 Projesi		52.5
Ağaoğlu My Town Projesi		26.0
Bizim Evler 3 Projesi		39.1
Avrupa Konutları Ispartakule Projesi		23.1
Körfezkent Emlak Konutları 2. Etap Projesi		20.8
1 Adet Ticaret Merkezi Projesi		0.8
Ağaoğlu My Shop Ticaret Merkezi Projesi		76.7
Tekirdağ Çorlu Ergene Vadisi Projesi		61.6
Novus Residence Projesi		83.5
Emlak Konut Mavişehir Evleri Projesi		145.1
Emlak Konut Mavişehir Evleri Projesi		13.6
Emlak Konut Mavişehir Evleri Projesi		6.6
Gebze Güzeller'de 5 Adet Arsada Yer Alan Konut Projesi		42.2
Projeler Toplam		1,731.4
Toplam Gayrimenkul Portföyü		6,741.4

Net aktif değer tablosu (30/09/2010, milyon TL) (devamı)	
	Portföy Değeri
Toplam Gayrimenkul Portföyü	6,741.4
Para ve Sermaye Piyasası Araçları Toplamı	143.6
Toplam Portföy Değeri	6,885.0
Nakit ve Benzeri Değerler	154.3
Alacaklar	673.9
Diğer Aktifler	496.2
Borçlar	3,437.3
Net Aktif Değer	4,772.0
Hisse Sayısı (milyon)	1,875
Pay başına net aktif değeri (TL)	2.55

Sonuç

Emlak Konut GYO için yapılan değerleme çalışmalarında parçaların toplamı yöntemi ile 4,706 – 5,923 milyon TL aralığında şirket değeri tahmin edilmiştir. Şirketin 30 Eylül 2010 tarihli net aktif değeri ise 4,772 milyon TL olarak belirlenmiştir.

Şirket 1,875 milyon TL olan mevcut sermayesini 625 milyon TL artırırken, mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlayarak yeni ihraç edilen hisse senetlerini halka arz etmektedir. Halka arz sonrasında şirketin sermayesi 2,500 milyon TL olacaktır.

Şirketin halka arz fiyat aralığı 1 TL nominal değere tekabül eden pay başına 1.60 – 2.15 TL olarak tespit edilmiştir. Bu değere göre şirketin halka arz sonrasında artırılmış sermaye ile piyasa değeri 4,000 – 5,375 milyon TL aralığında oluşmaktadır.

Halka arz fiyat aralığına göre şirkete brüt nakit girişi 1,000 – 1,344 milyon TL olacaktır. Şirketin brüt nakit girişi dahil edilmiş halka arz sonrası net aktif değeri 5,772 – 6,116 milyon TL aralığına yükselmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının fiyat seviyesinin ortaklığın değerleriyle karşılaştırılmasında yaygın olarak kullanılan oranlardan biri piyasa değeri / net aktif değeri oranıdır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında bağımsız bölüm satış gelirlerinin, inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna yansıtılıyor olması nedeni ile satış gelirlerinin gelişimi ve dolayısıyla net kar oluşumu şirketlerin geliştirdikleri projelerde inşaat tamamlanmasına bağlı olarak dalgalanmakta ve özellikle ağırlıklı proje geliştirip satış yaparak faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarında satış gelirlerinin gelişimi ve net karına göre şirketin performansını değerlendirmek yanıltıcı olmaktadır. Öte yandan bağımsız gayrimenkul değerleme şirketlerinin raporlarına dayanan portföy değeri, gayrimenkul portföyünden kaynaklanan değerinin tespitinde daha sağlıklı ve istikrarlı bir baz teşkil etmektedir. Bu raporlar ve şirket mali tabloları kullanılarak hesaplanan net aktif değerinin şirketlerin piyasa değeri ile karşılaştırılması da satış gelirleri veya net karın piyasa değeri ile karşılaştırılmasına göre daha anlamlı olmaktadır.

Halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 28 Ekim 2010 kapanışları ile sektörün ortalama piyasa değeri / net aktif değeri çarpanı 0.72 iken, halka açık şirketler net aktif değerlerine göre ortalama %28 iskonto ile işlem görmektedirler. Aşağıdaki tabloda halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının verilerini karşılaştırmalı olarak görebilirsiniz.

	Net aktif değeri (NAD) (milyon TL) 30/09/2010	Piyasa değeri (milyon TL) 28/10/2010	Piyasa değeri / NAD	NAD'a göre iskonto (-) / prim (+)
Sektör	7,415	5,350	0.72	-28 %
Atakule GYO	195	118	0.60	-40%
Akmerkez GYO	805	644	0.80	-20%
Alarko GYO	255	179	0.70	-30%
Doğuş GE GYO	172	134	0.78	-22%
EGS GYO	22	17	0.76	-24%
İdealist GYO	10	29	3.07	207%
İş GYO	1,271	828	0.65	-35%
Martı GYO	245	127	0.52	-48%
Nurol GYO	59	42	0.71	-29%
Özderici GYO	27	30	1.12	12%
Pera GYO	99	60	0.61	-39%
Reysaş GYO	284	155	0.54	-46%
Sağlam GYO	74	48	0.66	-34%
Sinpaş GYO	1,192	1,090	0.91	-9%
Torunlar GYO (*)	2,268	1,512	0.67	-33%
TSKB GYO	221	134	0.60	-40%
Vakıf GYO	105	79	0.75	-25%
Yapı Kredi Koray GYO	93	78	0.84	-16%
Y ve Y GYO	20	47	2.33	133%

(*) Torunlar GYO net aktif değeri brüt halka arz gelirini içermektedir.

Halka arz fiyat aralığına bağlı olarak Emlak Konut'un halka arz sonrası piyasa değeri ve net aktif değerine göre çarpanı 0.69 – 0.88 aralığında oluşabilecektir ve şirket halka arz sonrası değerlerle net aktif değerine göre %12 – 31 iskontolu olarak işlem görebilecektir. Sektörün ortalama cari iskontosu şirketin fiyat aralığına göre tahmin edilen iskonto bandı içinde kalmaktadır.