

HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Raporda Kullanılan Kısaltmalar

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Borç Maliyeti (VS)	Vergi Sonrası Borç Maliyeti
DD	Defter Değeri
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FD	Firma Değeri
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Halk GYO, Şirket	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halkbank	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
Halk Yatırım	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
NAD	Net Aktif Değer
PD	Piyasa Değeri
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Raporda Kullanılan Tablolar

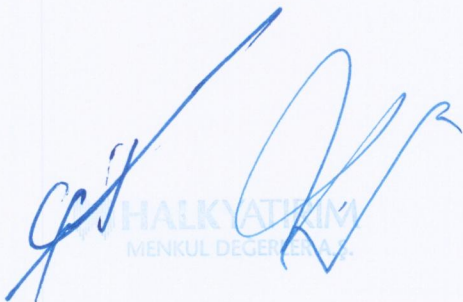
Tablo 1	Ortaklık Yapısı
Tablo 2	Gayrimenkul Portföy Bilgileri
Tablo 3	Net Aktif Değer
Tablo 4	Tahmini Kira ve Satış Gelirleri
Tablo 5	İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu, 2012T – 2021T
Tablo 6	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması
Tablo 7	Benzer Şirketler I Çarpan Analizi
Tablo 8	Benzer Şirketler Çarpan Analizi Sonuç Tablosu
Tablo 9	Çarpan Analizinde Temel Alınan Halk GYO Özet Finansal Bilgileri
Tablo 10	Çarpan Analizi Yöntemine Göre Hesaplanan Pay Değeri
Tablo 11	Halk GYO Değerleme Sonuç Tablosu
Tablo 12	Halka Arz Sonrası Pay Başına Net Aktif Değer



HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İçindekiler

1. Şirket Hakkında Bilgiler	3
1.1. Kuruluş ve Ortaklık Yapısı	3
1.2. Faaliyet Konusu	3
1.3. Temel Gelir ve Gider Yapısı	3
2. Değerleme Yöntemleri	5
2.1. Net Aktif Değer (NAD) Analizi	5
2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi.....	5
2.3. Çarpan Analizi.....	9
3. Sonuç.....	11



HALKYATIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. Şirket Hakkında Bilgiler

1.1. Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Şirket, 18.10.2010 tarihinde 477 milyon TL ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Kurulmuşta taahhüt edilen sermayenin büyük bir kısmı lider sermayedar Halkbank tarafından sahip olunan gayrimenkullerin Şirket'e devri ile aynı olarak verilmiştir.

Şirket'in mevcut durumdaki ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Tablo 1. Ortaklık Yapısı

Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	A	9.967.978,00	2,08%	9.967.978,00	1,50%
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	B	466.282.021,00	97,75%	466.282.021,00	70,38%
Türkiye Halk Bankası A.Ş. - Toplam		476.249.999,00	99,84%	476.249.999,00	71,89%
Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	A	250.000,00	0,05%	250.000,00	0,04%
Halk Sigorta A.Ş.	A	250.000,00	0,05%	250.000,00	0,04%
Halk Hayat ve Emeklilik A.Ş.	A	250.000,00	0,05%	250.000,00	0,04%
Halk Finansal Kiralama A.Ş.	A	1	0,00%	1	0,00%
Halka Arz	B	-	-	185.500.000,00	28,00%
TOPLAM		477.000.000,00	100,00%	662.500.000,00	100,00%

Kaynak: Halk GYO

1.2. Faaliyet Konusu

Şirket'in ana faaliyet konusu gayrimenkul portföyü oluşturmak, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına ve gayrimenkullere yatırım yapmaktır. Şirket, SPK düzenlemeleri çerçevesinde kendisine tanınan limitler dahilinde diğer para ve sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilmektedir.

Mevcut düzenlemelere göre, Şirket'in doğrudan inşaat faaliyetleri yürütmesi ve bu doğrultuda personel istihdam etmesine izin verilmemektedir. Dolayısıyla, Türkiye'de faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve Halk GYO bünyesinde yapılmış/yapılan tüm projelerde yüklenici firmalar ile anlaşılmakta ve gelir paylaşımı gibi farklı modeller aracılığı ile inşaat işleri tamamlanmaktadır.

1.3. Temel Gelir ve Gider Yapısı

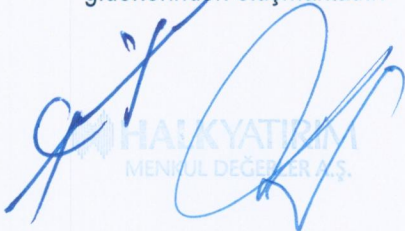
▪ Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti:

Şirket'in faaliyet gelirlerinin büyük bir kısmı aktifinde bulunan gayrimenkullerden elde edilen kira gelirlerinden oluşmaktadır. Söz konusu kira gelirleri uzun vadeli kontratlar ile aylık olarak peşin tahsil edilmektedir. Şirket'in mevcut durumda kiralanabilir tüm gayrimenkullerinin tamamına yakını lider sermayedar Halkbank tarafından kiralanmıştır.

Şirket'in gelir tablosunda görülen maliyet kalemleri genel olarak aktifte bulunan maddi/maddi olmayan duran varlıklar ile yatırım amaçlı gayrimenkullere ait amortisman giderlerinden (2012/3Ç itibariyle %49) ve yerel idarelere ödenen emlak vergilerinden (2012/3Ç itibariyle %44) oluşmaktadır.

▪ Faaliyet Giderleri:

Şirket'in kuruluşundan itibaren faaliyet giderlerinin büyük bir bölümü personele ve yöneticilere ödenen ücret ve ücret benzeri giderlerden (2012/3Ç itibariyle yaklaşık %52) oluşmaktadır. Özellikle 2012 yılı içerisinde belirginleşen danışmanlık giderleri ise halka arz danışmanlık giderlerinden ve mali müşavirlik ile hukuk müşavirliği giderlerinden oluşmaktadır.



▪ **Faiz Gelir ve Faiz Giderleri:**

Şirket'in faiz gelirleri bankalarda bulunan vadeli mevduat ve repo işlemleri üzerinden elde edilen faizlerden oluşmaktadır. Diğer taraftan, faiz giderleri ise özellikle Halkbank Finans Kule'nin satın alım sürecinin finansmanı için kullanılan ve tamamı Halkbank'tan alınan kredilerden kaynaklanmaktadır. 30.09.2012 tarihi itibarıyla Şirket'in yabancı para cinsinden herhangi bir alacağı ya da yükümlülüğü bulunmamaktadır.

▪ **Gayrimenkul Portföy Bilgileri:**

Şirket'in portföyüne ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir:

Tablo 2. Gayrimenkul Portföy Bilgileri


Bin TL	Kuruluş Maliyet Bedeli Ekim 2010	Portföy Değeri 31/12/2010	Portföy Değeri 31/12/2011	Son Portföy Değeri Aralık 2012	Maliyet Değeri 30/09/2012	Net Kayıtlı Değer 30/09/2012
Arsalar ve Araziler	255.646	290.450	367.765	510.338	244.642	244.642
İstanbul Ataşehir Arsası	229.847	250.000	275.800	494.750	229.847	229.847
Eskişehir Odunpazarı Arsası	-	-	-	5.688	4.900	4.900
Kocaeli Şekerpınar Arsası	-	-	-	9.900	9.895	9.895
İstanbul Levent Arsası	25.799	40.450	53.400	-	-	-
Zeytinburnu (Bakırköy) Arsası	-	-	38.565	-	-	-
Projeler	-	-	-	144.270	58.773	58.772
Referans Bakırköy Projesi Zeytinburnu (Bakırköy) Arsası	-	-	-	90.500	31.766	31.766
Dedeman Park Levent Otel Projesi İstanbul Levent Arsası	-	-	-	53.770	27.007	27.007
Binalar	210.636	229.075	243.917	424.416	337.186	335.793
Halkbank Finans Kule	-	-	-	159.000	126.549	126.246
İstanbul Salıpazarı Binası	22.000	24.800	27.350	37.646	22.000	21.867
İstanbul Karaköy Binası	23.500	24.000	24.180	24.700	23.500	23.426
İstanbul Bakırköy Binası	9.024	15.500	15.795	16.524	9.024	8.988
Ankara Kızılay Binası	12.475	13.257	14.900	16.000	12.475	12.414
İstanbul Beyoğlu Binası	12.000	13.186	14.300	15.784	12.000	11.974
İzmir Konak Binası - 1	13.400	13.491	13.850	14.942	13.400	13.277
İstanbul Beşiktaş Binası	11.894	11.900	12.455	13.076	11.894	11.860
İstanbul Etiler Binası	11.000	11.070	11.756	12.530	11.000	10.976
İstanbul Şişli Binası	11.000	11.520	11.607	11.607	11.000	10.926
Ankara Başkent Binası	9.542	10.140	11.500	12.400	9.542	9.504
İzmir Konak Binası - 2	10.290	10.346	10.880	11.457	10.290	10.238
İzmir Karşıyaka Binası	8.425	9.316	9.500	9.510	8.425	8.398
Bursa Binası	8.500	8.550	8.865	8.865	8.500	8.457
İstanbul Ataköy Binası	5.062	7.700	8.026	8.918	5.062	5.026
Ankara Bahçelievler Binası - 1	6.681	6.860	8.000	8.310	6.681	6.626
İstanbul Fatih Binası	6.380	6.380	7.540	7.835	6.380	6.335
Kocaeli Binası	6.519	6.550	7.400	7.950	6.519	6.493
Sakarya Adapazarı Binası	5.960	6.005	6.800	7.350	5.960	5.932
Ankara Bahçelievler Binası - 2	5.685	6.085	6.700	7.200	5.685	5.666
İstanbul Cadebostan Binası	6.300	6.350	6.408	6.503	6.300	6.176
İstanbul Nişantaşı Binası	5.000	6.070	6.105	6.310	5.000	4.987
GAYRİMENKULLER TOPLAMI	466.282	519.525	611.682	1.079.024	640.601	639.207

Kaynak: Halk GYO

(*) Zeytinburnu arsası Biskon Yapı A.Ş. ile yapılan gelir paylaşımı modeline dayalı anlaşma ile 30.09.2012 tarihi itibarıyla projelendirilmiş olup, denetçi kuruluş tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporunda arsa maliyet bedeli stok hesapları içerisinde gösterilmiştir.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere, Şirket'in aktifinde bulunan 5 adet arsası (2 tanesi projelendirilmiş) ile 22 adet, içerisinde kiracısı bulunan binası bulunmaktadır. Brüt kiralanabilir alan açısından bakıldığında, söz konusu kiracıların %90'ından fazlası Halkbank ve bağlı ortaklığı olan şirketlerdir. Şirket'e ait gayrimenkullerin portföy değerleri kuruluşun (2010 Ekim) ve 2012 yılının Aralık ayı arasında yaklaşık %47 YBBO ile artış göstermiştir.

Aralık 2012 itibarıyla, söz konusu varlıklar içerisinde en yüksek değer, İstanbul Ataşehir'de bulunan arsaya aittir. Özellikle 2016 yıl sonuna tamamlanması planlanan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi için planlanan bölgedeki arsada geliştirilecek proje ile arsa ve proje değerinin belirgin bir şekilde artacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu artış değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.



2. Değerleme Yöntemleri

Halk GYO'nun sadece sermaye artırımını ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki üç temel yöntem kullanılmıştır.

- Net Aktif Değer (NAD) Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
- Çarpan Analizi

2.1. Net Aktif Değer (NAD) Analizi

Net aktif değer, Şirket'in portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan değerdir. Buna göre, Halk GYO'ya ait gayrimenkullerin Aralık 2012 itibariyle portföy değerleri yaklaşık 1.079 milyon TL'dir. Anılan işlemlerin gerçekleştirilmesi sonucunda Şirket'in net aktif değeri olarak 959 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere ulaşılırken SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerlendirme şirketlerince hazırlanan Aralık 2012 itibariyle tamamlanan gayrimenkul değerlendirme/ekspertiz raporları ile 30 Eylül 2012 tarihli bağımsız denetim raporunda belirtilen finansal veriler dikkate alınmıştır.

Buna göre, Şirket'in **pay başına düşen net aktif değeri 2,01 TL'dir.**

Tablo 3. Net Aktif Değer

Halk GYO Portföy ve Pay Başına Net Aktif Değer	Toplam Rayiç Değer (TL)
Arsalar ve Araçlar	510.337.640
Binalar	424.416.436
Gayrimenkul Projeleri	144.270.000
I. GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ	1.079.024.076
II. HİSSE SENETLERİ	362.713
III. BORÇLANMA SENETLERİ	151.945
IV. DİĞER	14.148.573
Vadeli Mevduat	13.849.454
Ters Repo	299.119
PORTFÖY DEĞERİ (I+II+III+IV)	1.093.687.307
HAZIR DEĞERLER (+)	150.311
ALACAKLAR(+)	8.836.156
DİĞER AKTİFLER(+)	16.795.928
BORÇLAR(-)	160.479.164
TOPLAM NET AKTİF DEĞER	958.990.538
TOPLAM PAY SAYISI	477.000.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	2,01 TL

Kaynak: Halk GYO

2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA yönteminde Şirket'in 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 dönemler içerisinde tahmin edilen kira/satış bedelleri tahmin edilmiştir.

Buna göre, devam eden/planlanan projelerin bitiş tarihleri de dikkate alınarak hazırlanan, gayrimenkullere ilişkin gelir tahminleri aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 4. Tahmini Kira ve Satış Gelirleri

No	Kiralanan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Bin TL)	T2012	T2013	T2014	T2015	T2016	T2017	T2018	T2019	T2020	T2021
1	İstanbul Karaköy Binası	1.300	1.740	1.841	1.942	2.049	2.162	2.281	2.406	2.538	2.678
2	İstanbul Salıhpazarı Binası	1.638	1.865	1.973	2.082	2.196	2.317	2.444	2.579	2.721	2.870
3	İzmir Konak Binası - 1	1.010	1.080	1.142	1.205	1.271	1.341	1.415	1.493	1.575	1.662
4	İzmir Konak Binası - 2	808	864	914	965	1.018	1.074	1.133	1.195	1.261	1.330
5	Ankara Kızılay Binası	1.053	1.126	1.191	1.256	1.325	1.398	1.475	1.556	1.642	1.732
6	İstanbul Beyoğlu Binası	1.083	1.158	1.225	1.293	1.364	1.439	1.518	1.601	1.689	1.782
7	İstanbul Beşiktaş Binası	930	994	1.052	1.110	1.171	1.235	1.303	1.375	1.450	1.530
8	İstanbul Etiler Binası	797	852	902	951	1.004	1.059	1.117	1.179	1.243	1.312
9	İstanbul Şişli Binası	797	852	902	951	1.004	1.059	1.117	1.179	1.243	1.312
10	Ankara Başkent Binası	656	701	741	782	825	871	918	969	1.022	1.079
11	İstanbul Bakırköy Binası	997	1.065	1.127	1.189	1.255	1.324	1.396	1.473	1.554	1.640
12	Bursa Binası	625	668	706	745	786	829	875	923	974	1.028
13	İzmir Karşıyaka Binası	581	622	658	694	732	772	815	859	907	957
14	Ankara Bahçelievler Binası - 1	545	582	616	650	686	724	763	805	850	896
15	Ankara Bahçelievler Binası - 2	501	536	567	598	631	666	702	741	782	825
16	Kocaeli Binası	665	710	752	793	837	883	931	982	1.036	1.093
17	İstanbul Fatih Binası	439	469	496	523	552	582	614	648	684	721
18	İstanbul Caddebostan Binası	465	497	526	555	585	618	652	687	725	765
19	Sakarya Adapazarı Binası	599	641	678	715	754	796	840	886	935	986
20	İstanbul Ataköy Binası	571	611	646	682	719	759	801	845	891	940
21	İstanbul Nişantaşı Binası	399	426	451	476	502	529	559	589	622	656
22	Halkbank Finans Kule	8.365	11.160	11.160	12.422	13.052	13.770	14.527	15.326	16.169	17.058
23	İstanbul Ataşehir Arsası	0	0	0	0	0	210.000	221.550	233.735	246.591	260.153
24	Dedeman Park Levent Otel Projesi	0	0	4.480	9.292	9.633	9.983	10.345	10.720	11.109	11.512
25	Kocaeli Şekerpınar Arsası	0	3.333	10.000	10.000	11.367	11.992	12.651	13.347	14.081	14.856
Toplam Tahmini Kira Gelirleri		24.824	32.552	44.746	51.871	55.318	268.180	282.743	298.100	314.295	331.373
Satış Amaçlı Gayrimenkuller (Bin TL)		T2012	T2013	T2014	T2015	T2016	T2017	T2018	T2019	T2020	T2021
	Referans Bakırköy Projesi	0	0	90.500	0	0	0	0	0	0	0
	Eskişehir Odunpazarı Konutları	0	0	0	0	55.000	0	0	0	0	0
Toplam Tahmini Satış Gelirleri		0	0	90.500	0	55.000	0	0	0	0	0
Toplam Tahmini Satış ve Kira Gelirleri		24.824	32.552	135.246	51.871	110.318	268.180	282.743	298.100	314.295	331.373

Kaynak: Halk GYO, IMF Enflasyon Tahminleri

(*) Şirket'in mevcut ve projelendirilmiş/projelendirilecek kiralananabilir gayrimenkullerine ait kira gelirleri, gelecek dönemler boyunca gerçekleşmesi beklenen TÜFE oranları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Tablo 5. İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu, 2012T – 2021T

İndirgenmiş Nakit Akımları	Tahmini MY2012	Tahmini MY2013	Tahmini MY2014	Tahmini MY2015	Tahmini MY2016	Tahmini MY2017	Tahmini MY2018	Tahmini MY2019	Tahmini MY2020	Tahmini MY2021	Devam Eden Değer
Bin TL											
Satış Gelirleri	24.945	32.552	135.246	51.871	110.318	268.180	282.743	298.100	314.295	331.373	348.445
Satışların Maliyeti	-1.814	-2.277	-36.045	-3.262	-42.165	-5.834	-5.851	-5.870	-5.889	-5.910	-5.930
Brüt Kar	23.131	30.276	99.202	48.610	68.152	262.345	276.891	292.231	308.406	325.464	342.515
Faaliyet giderleri	-4.007	-4.598	-4.516	-4.973	-5.413	-5.658	-5.916	-6.188	-6.475	-6.778	-7.098
FVÖK	19.125	25.678	94.686	43.637	62.739	256.688	270.976	286.043	301.931	318.686	335.417
<i>FVÖK marjı</i>	<i>76,7%</i>	<i>78,9%</i>	<i>70,0%</i>	<i>84,1%</i>	<i>56,9%</i>	<i>95,7%</i>	<i>95,8%</i>	<i>96,0%</i>	<i>96,1%</i>	<i>96,2%</i>	<i>96,3%</i>
Amortismanlar (+)	934	1.222	1.305	1.418	1.428	3.300	3.312	3.324	3.336	3.350	3.364
FVAÖK	20.058	26.900	95.991	45.054	64.167	259.988	274.287	289.366	305.268	322.036	338.781
<i>FVAÖK marjı</i>	<i>80,4%</i>	<i>82,6%</i>	<i>71,0%</i>	<i>86,9%</i>	<i>58,2%</i>	<i>96,9%</i>	<i>97,0%</i>	<i>97,1%</i>	<i>97,1%</i>	<i>97,2%</i>	<i>97,2%</i>
FVÖK vergi katılığı (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net işletme sermayesinde değişim	-22.682	-9.674	-11.102	-44.219	-15.433	47.459	50.563	8.965	653	255	255
Alınan avanslardaki değişim	45.265	40.560	-37.700	6.375	-54.500	0	0	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları	-143.522	-75.254	-183.029	-292.203	-192.386	-61	-65	-68	-72	-76	-80
Serbest nakit akımları	-100.880	-17.469	-135.840	-284.994	-198.152	307.385	324.786	298.263	305.848	322.215	338.956
AOSM	12,1%	12,0%	12,2%	12,4%	12,6%	12,5%	12,3%	12,2%	12,0%	11,8%	11,8%
Ortalama dönem etkisi	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	8,25	9,25	10,25
İskonto faktörü	0,9719	0,8679	0,7725	0,6845	0,6039	0,5399	0,4839	0,4351	0,3920	0,3554	0,3178
Uzun dönem büyüme oranı											4,50%
İndirgenmiş nakit akımları	-98.040	-15.162	-104.939	-195.077	-119.655	165.955	157.165	129.781	119.897	114.505	1.468.764

Kaynak: Halk GYO

Pay Değeri	Bin TL
30 Eylül 2012	154.431
İndirgenmiş nakit akımları toplamı	1.468.764
İndirgenmiş devam eden değer	1.623.195
Firma değeri	93.406
Finansal borçlar (-)	14.814
Nakit ve benzerleri (+)	1.544.602
Toplam Özkaynak Değeri	662.500
Halka arz sonrası pay adedi	2,33
Pay başına değer - TL	

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

Ağırlık Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması:

Şirket'e ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 6. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Parametreler	Tahmini MY2012	Tahmini MY2013	Tahmini MY2014	Tahmini MY2015	Tahmini MY2016	Tahmini MY2017	Tahmini MY2018	Tahmini MY2019	Tahmini MY2020	Tahmini MY2021	Tahmini MY2022	Devam Eden Değer
Risksiz faiz oranı (TRT240914T15)	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Varlık beta	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Finansal Borç/Özsermaye	18,0%	10,4%	22,6%	44,7%	79,0%	55,9%	38,3%	23,3%	12,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kaldıraç	15,2%	9,4%	18,5%	30,9%	44,1%	35,9%	27,7%	18,9%	10,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Sermaye beta	0,85	0,80	0,89	1,05	1,29	1,13	1,00	0,89	0,81	0,72	0,72	0,72
Piyasa risk primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sektör riski	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sermaye maliyeti	12,5%	12,2%	12,7%	13,6%	15,0%	14,1%	13,4%	12,8%	12,3%	11,8%	11,8%	11,8%
Borç maliyeti	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,1%	12,0%	12,2%	12,4%	12,6%	12,5%	12,3%	12,2%	12,0%	11,8%	11,8%	11,8%

Kaynak: Halk GYO, Bloomberg

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na tanınan "Kurumlar Vergisi İstisnası"nın kalkmasının gündemde olması nedeniyle, gelecek nakit akımlarının indirgenmesi yönteminde muhafazakar tarafa kalmak amacıyla, "Sektör Riski" olarak ayrıca %2'lik oran AOSM hesaplaması kapsamına dahil edilmiştir.

"AOSM" hesaplamasında kullanılan risksiz faiz oranı, varlık betası gibi belirleyiciler farklı bir tarihte alınması halinde, farklı sonuçlar doğurabilecektir. Farklı "AOSM" ile de farklı özkavnak ve pay değerlerine ulaşılabılır.


MENKUL DEĞERLER MENKUL YATIRIM MENKUL DEĞERLER

2.3. Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, İMKB'de işlem gören GYO'ların PD/NAD (iskonto) / prim ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu Şirket'lerin piyasa değerleri olarak 23 Ocak 2013 Çarşamba günü değerleri kullanılmıştır. Öte yandan, Net Aktif Değer hesaplamaları kapsamında, söz konusu şirketlerin gayrimenkul, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule dayalı haklar değerleri, 30 Eylül 2012 tarihli Bağımsız Denetim Raporları'ndaki ekspertiz değerleri dikkate alınmıştır. Net aktif değer hesaplaması kapsamındaki diğer bileşenler için ise yine 30 Eylül 2012 tarihli Bağımsız Denetim Raporları'ndaki "Portföy Sınırlamalarına Uyum Kontrolü" tabloları kullanılmıştır.

Bu kapsamda, İMKB'de işlem gören GYO'ların 23 Ocak 2013 tarihine göre özet finansal verileri aşağıda yer almaktadır:

Tablo 7. Benzer Şirketler I Çarpan Analizi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özkaynak (Milyon TL)	Net Aktif Değer (Milyon TL)	PD / NAD (iskonto) / Prim	PD / DD	Muhasebeleştirme Yöntemi
Emlak Konut GYO	8,100.0	3,946.0	7,758.3	4,4%	2.05	Maliyet Yöntemi
İş GYO	984.0	1,054.1	1,811.3	-45,7%	0.93	Maliyet Yöntemi
Akmerkez GYO	883.2	165.3	1,065.3	-17,1%	5.34	Maliyet Yöntemi
Saf GYO	895.5	229.0	1,351.8	-33,8%	3.91	Maliyet Yöntemi
Vakıf GYO	539.7	190.5	255.5	111,2%	2.83	Maliyet Yöntemi
Alarko GYO	234.3	227.3	275.7	-15,0%	1.03	Maliyet Yöntemi
Kiler GYO	246.8	295.3	610.4	-59,6%	0.84	Maliyet Yöntemi
Yeşil GYO	162.2	191.2	730.8	-77,8%	0.85	Maliyet Yöntemi
Reysaş GYO	142.5	320.2	231.5	-38,4%	0.44	Maliyet Yöntemi
Martı GYO	59.5	137.9	258.9	-77,0%	0.43	Maliyet Yöntemi
Avrasya GYO	43.9	78.6	94.0	-53,3%	0.56	Maliyet Yöntemi
Torunlar GYO	1,658.4	2,635.6	3,712.9	-55,3%	0.63	Gerçeğe Uygun Değer
Sinpaş GYO	912.0	1,064.7	2,002.9	-54,5%	0.86	Gerçeğe Uygun Değer
Özak GYO	314.0	679.2	694.9	-54,8%	0.46	Gerçeğe Uygun Değer
Nurul GYO	324.8	73.0	265.5	22,3%	4.45	Gerçeğe Uygun Değer
Akfen GYO	311.0	800.5	1,122.3	-72,3%	0.39	Gerçeğe Uygun Değer
Doğuş GYO	167.9	198.0	213.2	-21,3%	0.85	Gerçeğe Uygun Değer
TSKB GYO	129.0	228.1	251.4	-48,7%	0.57	Gerçeğe Uygun Değer
Atakule GYO	123.5	225.3	242.2	-49,0%	0.55	Gerçeğe Uygun Değer
Özderici GYO	109.0	104.2	139.0	-21,6%	1.05	Gerçeğe Uygun Değer
Yapı Kredi Koray GYO	62.4	59.9	82.8	-24,7%	1.04	Gerçeğe Uygun Değer
Pera GYO	56.1	159.7	154.9	-63,8%	0.35	Gerçeğe Uygun Değer
İdealist GYO	25.3	9.3	16.0	58,5%	2.73	Gerçeğe Uygun Değer
Toplam	16,484.9	13,072.9	23,341.7	-29.4%	1.26	
Toplam - Maliyet Yöntemi	12,291.5	6,835.4	14,443.6	-14.9%	1.80	
Toplam - Gerçeğe Uygun Değer	4,193.4	6,237.5	8,898.1	-52.9%	0.67	

Kaynak: İMKB, CapitalIQ, KAP'da yayınlanan Mali Tablolar ve Mali Tablo Dip Notları

"Çarpan Analizi" yönteminin yapısı gereği veri sağlayıcılarından elde edilen piyasa değerleri ve diğer finansal verilerin farklı bir tarihte alınması halinde, farklı çarpan değerlerine ulaşılabilir.

Benzer Şirketlerin Seçimi

Halk GYO için benzer şirketin seçiminde ise aşağıda detayları açıklanan iki belirleyici dikkate alınmıştır:

1- Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Muhasebeleştirme Yöntemi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları yatırım amaçlı gayrimenkullerini iki şekilde muhasebeleştirmektedir:

a) Gerçeğe Uygun Değer Yöntemi

Bu yöntemde yatırım amaçlı gayrimenkulün her bilanço döneminde gerçeğe uygun değeri tespit edilir ve bilançonun aktifine kaydedilir. Bu kapsamda, her dönemde yatırım amaçlı gayrimenkulün gerçeğe uygun değeri tespit edildiği için söz konusu varlık için amortisman ayrılmamaktadır. Gerçeğe uygun değer belirlenmesiyle ortaya çıkan kazanç veya kayıplar, meydana geldikleri dönemde, gelir tablosunda ilgili dönemin kar/zararına dahil edilirler.

b) Maliyet Yöntemi

Bu yöntemde yatırım amaçlı gayrimenkul, maliyet değerinden birikmiş amortisman ve birikmiş değer düşüklüğü zararı indirilerek muhasebeleştirilmektedir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirilmeden kaynaklanan değer artışları, şirketin gelir tablosu ve bilançosuna herhangi bir şekilde etki etmemektedir.

Halk GYO, yukarıda bahsedilen muhasebeleştirme teknikleri açısından "Maliyet Yöntemi" ile yatırım amaçlı gayrimenkullerini muhasebeleştirilmektedir. Bu nedenle, Halk GYO'nun muhasebeleştirme ve bilanço yapısını daha doğru yansıtacağı için İMKB'de işlem gören GYO'lar arasında "Maliyet Yöntemi" ile muhasebeleştirme yapan GYO'lar seçilmiştir.

2- Ölçek ve Piyasa Değeri

İMKB'de işlem gören GYO'lardan yatırım amaçlı gayrimenkullerini "Maliyet Yöntemi" ile muhasebeleştirilen GYO'ların toplam piyasa değeri 23 Ocak 2013 tarihi itibarıyla yaklaşık 12,3 milyar TL'dir. Bu kapsamda Halk GYO'nun aktif büyüklüğü ve net aktif değeri dikkate alındığında, 23 Ocak 2013 tarihi itibarıyla piyasa değeri 200 milyon TL ve üzerinde olan şirketlerin örnekleme grubu olarak seçilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Çarpan Analizi Sonucu

Söz konusu belirleyiciler doğrultusunda seçilen GYO'ların "Çarpan Analizi" yönteminde kullanılan finansal verileri aşağıda yer almaktadır:

Tablo 8. Benzer Şirketler Çarpan Analizi Sonuç Tablosu

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	Piyasa Değeri (Milyon TL)	Özkaynak (Milyon TL)	NAD (Milyon TL)	PD / NAD (İskonto) / Prim	PD / DD
Emlak Konut GYO	8,100.0	3,946.0	7,758.3	4.4%	2.05
İş GYO	984.0	1,054.1	1,811.3	-45.7%	0.93
Akmerkez GYO	883.2	165.3	1,065.3	-17.1%	5.34
Saf GYO	895.5	229.0	1,351.8	-33.8%	3.91
Vakıf GYO	539.7	190.5	255.5	111.2%	2.83
Alarko GYO	234.3	227.3	275.7	-15.0%	1.03
Kiler GYO	246.8	295.3	610.4	-59.6%	0.84
EKGYO Dahil Toplam	11,883.4	6,107.5	13,128.3	-9.5%	1.95
EKGYO Hariç Toplam	3,783.4	2,161.5	5,370.0	-29.5%	1.75

Kaynak: İMKB, CapitalIQ, KAP'da yayınlanan Mali Tablolar ve Mali Tablo Dip Notları, Halk Yatırım

Çarpan Analizi'nde kullanılacak Halk GYO'nun finansal verilerine ise aşağıda yer verilmektedir:

Tablo 9. Çarpan Analizinde Temel Alınan Halk GYO Özet Finansal Bilgileri

Halk GYO Temel Finansal Göstergeler (Milyon TL)	30 Eylül 2012
Özkaynaklar	519.2
Net Aktif Değeri(*)	959.0
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	477.0

Kaynak: Halk GYO Bağımsız Denetim Raporu, Gayrimenkul Değerleme Raporları

(*) Aralık 2012 tarihi itibarıyla Gayrimenkul Değerleme Raporları ve 30 Eylül 2012 tarihi itibarıyla Bağımsız Denetim Raporu esas alınmıştır.

PD/NAD (iskonto)/prim oranına göre Halk GYO'nun pay başına değeri: Seçilen GYO'ların (iskonto)/prim oranları, Emlak Konut GYO dahil ve hariç olarak iki farklı değerle hesaplanmıştır. Bulunan değerler ile Halk GYO'nun Aralık 2012 itibarıyla Net Aktif Değeri kullanılarak, Halk GYO'nun PD/NAD (iskonto)/prim oranına göre Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Bulunan değer ise Halk GYO'nun halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 477 milyon TL'ye bölünerek, pay başına değer hesaplanmıştır.

PD/DD çarpanına göre Halk GYO'nun pay başına değeri: Seçilen GYO'ların PD/DD çarpanları, Emlak Konut GYO dahil ve hariç olarak iki farklı değerle hesaplanmıştır. Bulunan değerler ile Halk

GYO'nun 30 Eylül 2012 tarihi itibarıyla Özkaynak değeri kullanılarak, Halk GYO'nun PD/DD çarpanına göre Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Bulunan değer ise Halk GYO'nun halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 477 milyon TL'ye bölünerek, pay başına değer hesaplanmıştır.

Bu iki analizin sonuçlarına göre, Emlak Konut GYO'nun dahil ve hariç olduğu durumlar için, Halk GYO'nun pay başına değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 10. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Hesaplanan Pay Değeri

Halk GYO Çarpan Analizine Göre Pay Değeri (TL)	PD / NAD (İskonto) / Prim	PD / DD	Ortalama Pay Değeri
EKGYO Dahil	1.82 TL	2.12 TL	1.97 TL
EKGYO Hariç	1.42 TL	1.91 TL	1.66 TL

Kaynak: Halk GYO Bağımsız Denetim Raporu, Gayrimenkul Değerleme Raporları

PD/NAD (iskonto)/prim ve PD/DD analizleri sonucu, Halk GYO için hesaplanan pay başına değerlerin aritmetik ortalaması alınarak, Emlak Konut GYO dahil ve hariç olarak iki farklı pay değerine ulaşılmıştır.

"Çarpan Analizi" sonucunda, Emlak Konut GYO, piyasa değeri ve ölçek olarak İMKB'de işlem gören GYO'lardan daha farklı bir konumda olduğu için, Halk GYO'nun "Çarpan Analizi" sonuçlarında Emlak Konut GYO benzer şirket olarak değerlendirilmemiştir. Bu nedenle, "Çarpan Analizi"ne göre Halk GYO için hesaplanan **pay değeri 1,66 TL** olarak değerlendirilmektedir.

3. Sonuç

Yukarıda belirtilen üç analiz yöntemine göre ayrı ayrı tespit edilen birim pay değerleri aşağıdaki şekilde ağırlıklandırılarak, %32,5 halka arz iskontosu sonrasında, **halka arz birim pay değeri olan 1,35 TL'ye** ulaşılmıştır.

Tablo 11. Halk GYO Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Yöntemi [TL]	Pay Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Pay Değeri
Net aktif Değer	2,01	50%	1,01
İNA Değeri	2,33	25%	0,58
Çarpan Değerleri	1,66	25%	0,41
Ağırlıklandırılmış Değer			2,00
Halka Arz İskontosu			32,5%
Halka Arz Pay Değeri			1,35 TL
Diğer Bilgiler [Bin TL]			
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye			477.000
Sermaye Artırımı			185.500
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye			662.500
Halka Arz Hasılatı			250.425
Halka Arz Öncesi Özkaynak			519.173
Halka Arz Sonrası Özkaynak			769.598
Halka Arz Piyasa Değeri			894.375

Bu durumda Halk GYO'nun halka arz sonrası pay başına net aktif değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

Tablo 12. Halka Arz Sonrası Pay Başına Net Aktif Değer

(TL)	
Halka Arz Pay Fiyatı	1,35
Halka Arz Öncesi NAD	958.990.538
Sermaye Artırımı	185.500.000
Halka Arz Büyüklüğü	250.425.000
Halka Arz Sonrası	
Ödenmiş Sermaye	662.500.000
Piyasa Değeri	894.375.000
NAD	1.209.415.538
Pay Başına NAD	1,83
NAD Prim (İskonto)	-26,0%

Sonuçlara göre, Halk GYO'nun halka arz piyasa değerinin, halka arz sonrası net aktif değerine olan iskontosu yaklaşık %26 olarak hesaplanmaktadır.



Handwritten signature in blue ink, likely representing the company's representative.