



YENİ GİMAT  
İŞYERLERİ İŞLETMESİ A.Ş.  
- Fiyat Tespit Raporu -

## SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Müşteri talebi üzerine ve 28.12.2012 tarihli sözleşmeye istinaden Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin "*pazar değeri*"ni tespit etmek ve bu değer üzerinden hisse fiyatını belirlemek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Değerleme çalışması sonucu belirlenmesi amaçlanan "*pazar değeri*", değerlendirilmesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar değerinin tespitinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "*Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)*" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Değerleme Uzmanı olarak,

- Raporunda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirilmesi konusunda oluşturulan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirilmesi yapılan şirketin türü ve faaliyetleri konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporunda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

Görüşümüze göre, raporumuzda açıklanan varsayımlar ve kısıtlayıcı koşullar altında, değerlemeye konu şirketin 31.12.2012 tarihi itibarıyla pazar değeri **1.113.220.183 TL** ve hisse fiyatı ise **20,71 TL** 'dir.

**RAPORUN KAPSAMI****Değerlemenin Amacı**

Bu rapor, müşterinin talebi ve 28.12.2012 tarihli sözleşmeye istinaden, Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin "**pazar değeri**"ni tespit etmek ve bu değer üzerinden hisse fiyatını belirlemek üzere düzenlenmiştir. Değerlemenin amacı ve planlanan kullanımı, şirketin sermayesini oluşturan payların, Borsa İstanbul'un 29.12.2011 tarihli 383 sayılı "**Halka Açık Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Barsada İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi**" çerçevesinde, pazar değerini ve hisse fiyatını belirlemektir.

**Değer Standardı ve Tanımı**

Raporun dayandığı değer standardı olan "**pazar değeri**", değerlemesi yapılan şirketin, uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilmesinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

"**Pazar değeri**"nin belirlenmesinde, yasal yükümlülükler ve imtiyazlar gibi sınırlamalara tabi olmayan, şirketin yönetimi ve politikaları üzerinde kontrol gücü bulunan sahiplik paylarının, faaliyetlerini sürdürmekte olan işleyen bir teşebbüs olarak ifade ettikleri değer temel alınmıştır. Görüşümüze göre, bu kavram, değerlemeye konu şirketin en verimli ve en iyi kullanımını temsil etmektedir.

Diğer taraftan, bir varlığın fiyatının, işlem anındaki piyasa koşullarının ve tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı veya birlikte dikkate alınmasıyla belirleneceği de açıktır. Dolayısıyla, bu raporun sonuçları, hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılıklar gösterebilir.

**Değerleme Tarihi**

Değerleme tarihi, 31.12.2012 olarak belirlenmiştir. Bu tarihin seçilmesindeki temel gerekçe, bu tarihte, mali dönem sonu olması nedeniyle, değerlendirilmesinde yararlanılan çeşitli tipte bilgilerin kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

**Değerlemenin Kapsamı**

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "**Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları**

**Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.**

Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, şirketin mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır.

#### **Kısıtlayıcı Koşullar**

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- Raporunda aksi belirtilmediği takdirde, şirketin ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporunda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- Raporunda kullanılan veriler şirket yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BIST vb), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda Güreli Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Rapor, talep eden müşterinin münhasır kullanımı için ve sözleşme dahilinde düzenlenmiştir. Müşteri raporu kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemelere sunabilir. Raporun teslimi ile müşteri, raporda yer verilen bilgilerin yasal talepler haricinde gizli tutulacağını taahhüt eder. Rapor Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.'nin bilgisi ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.
- Raporu dayanak oluşturan bilgi, belge ve dokümanlar arasından gerekli görülenler raporun ekinde sunulmaktadır. Bu ekler, raporun ayrılmaz bir parçasını oluşturmakta olup raporun veya eklerinin bağımsız olarak kullanılması sonucu üçüncü tarafların uğrayacağı zararlardan Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. sorumluluk kabul etmeyecektir.

**ŞİRKET BİLGİLERİ****Genel Bilgiler**

Şirket, 14.01.1993 tarihinde "Yeni Gimat Sitesi Toplu İşyeri Yapı Kooperatifi" olarak kurulmuş, 1998 yılı içinde kooperatifi'nin türü değişerek işletme kooperatifine dönüşmüş, sıfatı "S.S.Yeni Gimat İşyerleri ve Alışveriş Merkezleri İşletme Kooperatifi" olarak değiştirilmiştir.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan gerekli dönüşüm izinleri alınarak işletme kooperatifinin nev'i değiştirmesi suretiyle Anonim Şirket statüsü kazanılmış ve 30.07.1999 tarihinde 1.050 ortağın kurucu üye olarak iştirakiyle "Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş." kurulmuştur.

Yeni Gimat, 1995 yılında gerçekleştirilen ihale sonucunda Et Balık Kurumu'nun 100.725 m<sup>2</sup> büyüklüğündeki Ankara Et Kombinasi arsasını Özelleştirme Kurulu'ndan 1.350 milyar TL (yaklaşık 30 milyon USD) peşin bedelle satın almış ve bu arsada Türkiye'nin en büyük alışveriş merkezlerinden birini kurmuştur.

Şirket, ortak sayısı 250'yi aştığından dolayı Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatı uyarınca "halka açık şirket" konumundadır. Bu sebeple, 14.09.1999 gün ve 89/1088 sayılı SPK kararı ile hisseleri Kurul kaydına alınmıştır. Ancak Borsa İstanbul'da işlem görmemektedir.

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 25.04.2000 tarih ve 5032 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirketin hisse senetleri henüz borsaya kote edilmemiştir. Şirketin 31.08.2012 tarihli dilekçesi ile gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm için Sermaye Piyasası Kurulu'na, 18.02.2013 tarihinde ise Borsa İstanbul A.Ş.'ne kote başvurusu yapmıştır.

Şirketin amaç ve konusu, sahibi olduğu arsaların üzerinde işyerleri, alış-veriş merkezleri inşa etmek, ettirmek ve bu tesisleri işletmek veya kiraya vermektir. Bu amaca uygun Ankamall Alışveriş Merkezi'ndeki işyerlerinin kiraya verilmesinden gelir elde edilmektedir. Ancak Yönetim Kurulu, 27.09.2012 tarihli kararı ile GYO esas sözleşme değişiklik metnini kabul ederek gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm amacıyla SPK'nun iznine başvurmuştur.

Şirket, Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 92021 sicil numarası ile kayıtlı olup merkez adresi Mevlana Bulvarı No:2/A Kat:3 No:1 Akköprü Yenimahalle Ankara'dır.

Şirketin Ankara'da Ankamall Alışveriş Merkezi ve Crowne Plaza ismiyle otel binası bulunmaktadır. Crowne Plaza Otel, 263 oda, 575 yatak ve toplamda 27.650 m<sup>2</sup> alanıyla hizmet vermektedir. Otel, Laledan Turizm ve Ticaret Sanayi A.Ş.'ne 31.03.2036 yılına kadar kiraya verilmiştir.

Ankamall Alışveriş Merkezi'nin 1. etabı Mayıs 1998'de, 2. etabı ise Haziran 2006'da hizmete açılmıştır. Alışveriş merkezinin toplam 5.600 araçlık otoparkı ve 270.532 m<sup>2</sup> kapalı alanı bulunmaktadır. AVM'de bulunan İşyerlerinin tamamı 3. şahıslara kiraya verilmiştir.

Şirket ayrıca 05.01.2001 tarihinde Gimat Pazarlama A.Ş.'ne iştirak etmiştir. Gimat Pazarlama A.Ş., 2000 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirketin amaç ve konusu yurt dışından pirinç ithal etmek ve Türkiye'de toptan ticaretini yapmaktır. Ancak 2001-2002 yıllarında yaşanan ekonomik krizin yarattığı olumsuz etkilerden dolayı 2003 yılından itibaren şirketin fiili faaliyet konusu kapsamında ticari faaliyeti olmamıştır. Şirket, 28.02.2013 tarihli Ticaret Sicil gazetesinde yapılan ilanla %100'ü Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'ne ait tek kişilik Anonim Şirket haline gelmiştir.

#### Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin 31.12.2012 tarihi itibarıyla sermayesi 53.760.000 TL'dir. Ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Pay Sahibi	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı %
Torunlar GYO A.Ş.	7.972.608	14,83%
Diğer Pay Sahipleri	45.787.392	85,17%
<b>Toplam</b>	<b>53.760.000</b>	<b>100,00%</b>

#### Mali Tablolar

Şirketin *bağımsız denetimden geçmiş* finansal tabloları aşağıda sunulmuştur.

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. Gelir Tablosu	2009	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	67.944.203	71.929.416	90.476.464	108.382.756
Satışların Maliyeti (-)	-13.506.516	-11.192.385	-22.220.307	-29.573.381
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>54.437.687</b>	<b>60.737.031</b>	<b>68.256.157</b>	<b>78.809.375</b>
Faaliyet Giderleri (-)	3.066.538	47.571.051	285.607.891	40.635.504
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.932.475	-1.994.470	-3.165.649	-2.280.584
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.048.790	49.585.575	288.785.835	46.778.582
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-49.777	-20.054	-12.295	-3.862.494
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>57.504.225</b>	<b>108.308.082</b>	<b>353.864.048</b>	<b>119.444.879</b>
Finansal Gelirler	2.752.423	1.561.466	2.265.562	4.261.264
Finansal Giderler (-)	-2.155.962	-826.296	-232.936	-105.575
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>58.100.686</b>	<b>109.043.252</b>	<b>355.896.674</b>	<b>123.600.568</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	-10.334.134	-13.933.716	-27.537.527	-24.777.972
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	-9.785.212	-11.048.767	-12.739.065	-15.131.956
Ertelemiş Vergi Gelir / (Gideri)	-548.922	-2.884.949	-14.798.462	-9.646.016
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>47.766.552</b>	<b>95.109.536</b>	<b>328.359.147</b>	<b>98.822.596</b>
<b>DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>47.766.552</b>	<b>95.109.536</b>	<b>328.359.147</b>	<b>98.822.596</b>
Azınlık Payları	36	33	36	0
Ana Ortaklık Payları	47.766.516	95.109.503	328.359.111	98.822.596

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. Bilançosu	2009	2010	2011	2012
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>20.590.502</b>	<b>23.630.881</b>	<b>53.112.641</b>	<b>45.124.850</b>
Nakit Benzerleri	5.729.170	211.508	37.619.515	37.561.362
Finansal Yatırımlar	5.781.718	13.980.254	1.897.137	2.345.122
Ticari Alacaklar	1.292.812	964.969	4.293.702	4.622.993
İlişkili Taraflar Hariç Ticari Alacaklar	1.292.812	964.969	4.293.702	4.622.993
Diğer Alacaklar	31.940	7.104	42.970	82.646
İlişkili Taraflar Hariç Ticari Olmayan Alacaklar	31.940	7.104	42.970	82.646
Stoklar	0	0	0	149.421
Diğer Dönen Varlıklar	7.754.862	8.467.046	9.259.317	363.306
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>881.219.932</b>	<b>930.843.006</b>	<b>1.220.954.091</b>	<b>1.266.375.548</b>
Diğer Alacaklar	1.283	1.283	21.984	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	880.544.036	930.251.866	1.220.347.451	1.265.837.172
Maddi Duran Varlıklar	599.111	518.493	474.002	353.725
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.986	1.514	3.202	15.719
Ertelenmiş Vergi Varlığı	72.516	58.512	96.114	137.368
Diğer Duran Varlıklar	0	11.338	11.338	31.564
<b>AKTİFLER</b>	<b>901.810.434</b>	<b>954.473.887</b>	<b>1.274.066.732</b>	<b>1.311.500.398</b>
<b>KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR</b>	<b>41.997.710</b>	<b>14.536.992</b>	<b>17.803.520</b>	<b>9.602.425</b>
Finansal Borçlar	28.664.901	0	494.981	509.810
Ticari Borçlar	929.093	1.127.450	2.776.515	3.115.534
İlişkili Taraflar Hariç Ticari Borçlar	929.093	1.127.450	2.776.515	3.115.534
Diğer Borçlar	936.471	1.093.739	1.393.735	1.651.914
İlişkili Taraflar Hariç Ticari Olmayan Borçlar	936.471	1.093.739	1.393.735	1.651.914
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.785.212	11.048.767	12.739.065	3.308.399
Borç Karşılıkları	156.827	180.677	159.177	691.327
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.525.206	1.086.359	240.067	325.441
<b>UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR</b>	<b>37.577.046</b>	<b>40.499.634</b>	<b>56.448.066</b>	<b>65.521.922</b>
Finansal Borçlar	0	0	941.678	473.320
Diğer Borçlar	479.208	500.614	672.089	632.699
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	35.326	46.375	64.778	96.480
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	37.062.512	39.933.457	54.769.523	64.319.423
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	19.188	0	0
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>822.235.678</b>	<b>899.437.261</b>	<b>1.199.815.146</b>	<b>1.236.376.051</b>
Ödenmiş Sermaye	15.360.000	15.360.000	53.760.000	53.760.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	7.453.847	7.453.847	7.453.847	7.453.847
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-138.240	-138.240	-483.840	-483.840
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	0	0	24.832.518
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	751.793.262	781.651.825	810.725.717	1.051.990.930
Net Dönem Karı / Zararı	47.766.516	95.109.503	328.359.111	98.822.596
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	293	326	311	0
<b>PASİFLER</b>	<b>901.810.434</b>	<b>954.473.887</b>	<b>1.274.066.732</b>	<b>1.311.500.398</b>

## EKONOMİK GÖRÜNÜM

## Dünya Ekonomisine Genel Bakış

Bir yandan Dünya ekonomisinin yakın geleceğine ilişkin IMF'nin öngörülerini sunan, bir yandan da "kriz-istikrar-büyüme-enflasyon" döngüsüne ilişkin makro ekonomik kuramsal tartışmaları yeni veriler ışığında irdeleyen IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'na (World Economic Outlook - Ekim 2012) göre IMF, 2013 ve 2014'te dünya ekonomisinin sırasıyla yüzde 3,2 ve yüzde 4 oranında büyüyeceğini tahmin etmektedir.

Yayımlanan raporda, özellikle Amerika Birleşik Devletleri kaynaklı son veriler olumlu olmakla birlikte, Dünya ekonomisinin büyüme görünümü halen riskli görünmektedir. Tabloda görüldüğü üzere, dünya ekonomisinin 2013 yılına ilişkin öngörülerini IMF'nin temmuz tahminlerine göre 0,3 puan düşürülmüş durumdadır.

Büyüme Tahminleri (yıllık değişim, %)	Güncel Tahminler				Revizyon Oranı	
	2010	2011	2012	2013	2012	2013
<b>Dünya</b>	5,1	3,8	3,3	3,6	-0,2	-0,3
<b>Gelişmiş Ekonomiler</b>	3	1,6	1,3	1,5	-0,1	-0,3
ABD	2,4	1,8	2,2	2,1	-0,1	-0,1
Euro Bölgesi	2	1,4	-0,4	0,2	-0,1	-0,5
<b>Gelişmekte Olan Piyasalar</b>	7,4	6,2	5,3	5,6	-0,3	-0,2
<b>Dünya Ticaret Hacmi (Mal ve Hizmetler)</b>	12,6	5,8	3,2	4,5	-0,6	-0,7
<b>İthalat</b>						
Gelişmiş Ekonomiler	11,4	4,4	1,7	3,3	-0,2	-0,9
Gelişmekte Olan Piyasalar	14,9	8,8	7	6,6	-0,8	-0,4
<b>İhracat</b>						
Gelişmiş Ekonomiler	12	5,3	2,2	3,6	-0,1	-0,7
Gelişmekte Olan Piyasalar	13,7	6,5	4	5,7	-1,7	-0,5
<b>Tüketici Fiyatları</b>						
Gelişmiş Ekonomiler	1,5	2,7	1,9	1,6	-0,1	0
Gelişmekte Olan Piyasalar	6,1	7,2	6,1	5,8	-0,2	0,2

Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Ekim 2012)

Gelişmiş ekonomilerin büyüme beklentisi önceki yayımlanan raporlara göre 2012 için 0,1 puan aşağıya çekilerek %1,3'e ve 2013 yılı için ise 0,3 puan düşürülerek %1,5'e indirilmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler açısından ise 2012 ve 2013 yılları için büyüme oranları sırasıyla 0,3 ve 0,2 puan indirilerek % 5,3'e ve önümüzdeki yıl için ise %5,6'ya çekilmiştir. Enflasyonun ise zayıf büyüme görünümüne paralel olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde düşmeye devam edeceği öngörülmektedir.

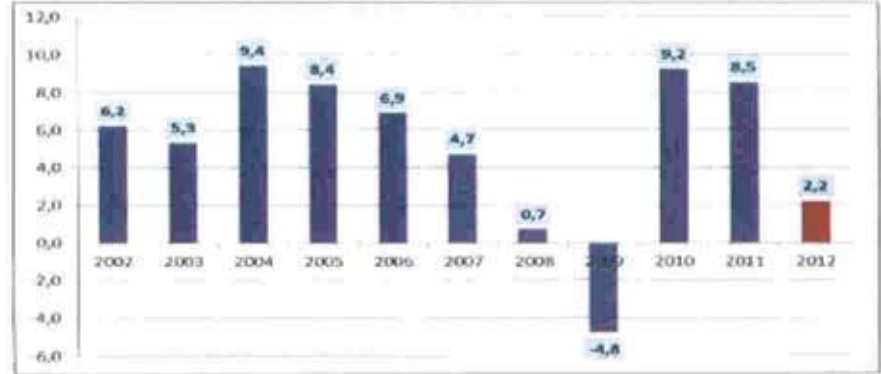
Söz konusu tahminler, özellikle gelişmiş Batı ekonomilerinde etkisini sürdürmekte olan büyük durgunluğun yakın bir gelecekte henüz aşılamamış olacağı konusundaki endişeleri güçlendirmektedir. IMF'nin Nisan ve Kasım ayı raporlarında bir yandan küresel beklentilerin yeniden ilerleme kaydetmiş olduğu ifade edilirken diğer yandan gelişmiş ülkelerde ekonomik iyileşme

sürecinin hala çalkantılarla dolu olduğu uyarısı yapılmaktadır. IMF'ye göre gelişmiş ülkelerin hükümetleri küresel ekonomideki Avro bölgesinin dağılması ve Amerikan ekonomisinde mali uçurum diye anılan aşırı daraltıcı mali politikaların uygulanma riski olarak tanımlanan iki büyük tehdidi aşmış durumda olsalar dahi geçmişten kalan tehdit ve riskler hala ciddiyetini korumaktadır.

Rapora göre küresel üretim döngüsü tekrar gerilemeye başlamış, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde sanayi üretimi, ayrıca dünya ticareti keskin bir şekilde yavaşlamıştır. Bu bozulma geniş tabanlı olup işsizlik oranları gelişmiş ekonomilerde, kriz öncesi işsizlik seviyelerinin farkedilir derecede üzerinde, Avrupa, Ortadoğu ve Kuzey Afrika'da ise daha yüksek seviyelerde seyretmektedir.

#### Türkiye Ekonomisine Genel Bakış

Türkiye, küresel ekonomik krizden en hızlı çıkan ve son dönemlerdeki küresel ekonomik belirsizlikten en az etkilenen ülkelerden biridir. Avrupa'nın en hızlı büyüyen ekonomisi durumundadır. 2011 yılında Türkiye ekonomisi %8,5 ve 2012 yılında ise %2,2 oranında büyümüştür. 2002-2012 döneminde ortalama büyüme oranı %5,15 olmuştur.

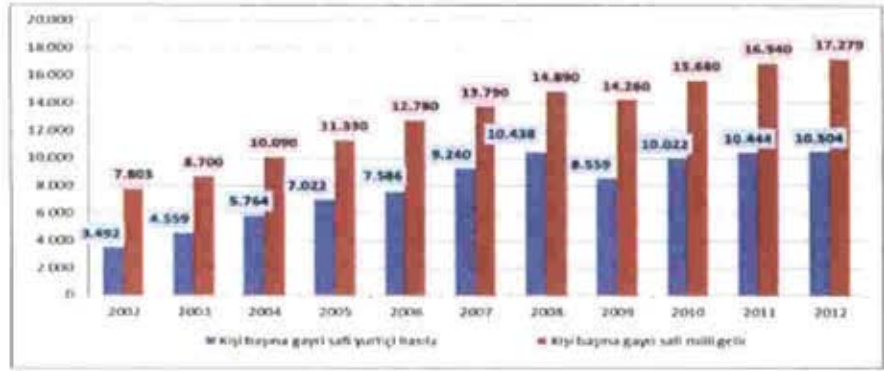


Ekonomi Bakanlığı, Ekonomik Görünüm Raporu, Nisan 2013

Ekonomi Bakanlığı tarafından yayınlanan 04.04.2013 tarihli Ekonomik Görünüm Raporu'na göre 2013 yılında Türkiye'nin büyüme tahmini IMF tarafından %3,5 OECD tarafından %4,1 ve Dünya Bankası tarafından %4 olarak tahmin edilmektedir. OECD ve Dünya Bankası, 2014 yılında Türkiye ekonomisinin sırasıyla %5,1 ve %5 oranında büyüyeceğini öngörürken, IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda (World Economic Outlook - Ekim 2012) Türkiye'nin 2017 tarihine kadar %4,4 oranında büyüyeceği beklentisi yer almaktadır.

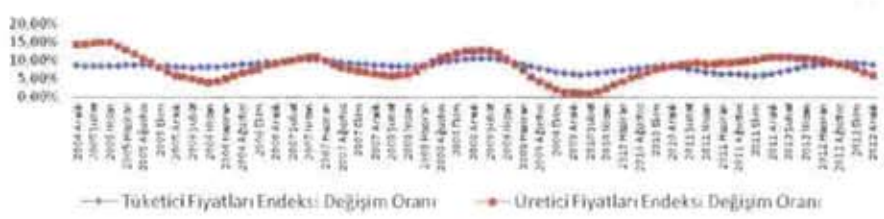


Türkiye'nin 2002 yılından bugüne kadar kişi başına gayri safi yurtiçi hasılası incelendiğinde, sözkonusu hasılanın 2002 yılına göre yaklaşık 3 kat artarak 3.492 dolardan 10.504 dolara yükseldiği görülmektedir. Satınalma gücü paritesine (PPP, uluslararası cari dolar değeri) göre ise kişi başına gayri safi milli gelir 17 bin doları aşmıştır.



Ekonomi Bakanlığı, Ekonomik Görünüm Raporu, Nisan 2013

Türkiye, son dokuz yılda enflasyonun volatilitesinde belirgin bir azalmanın yanı sıra, enflasyonla mücadelede büyük mesafe katetmiştir. Sıkı maliye ve uygun para politikalarının bir sonucu olarak 2004 yılında enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir. 1993-2002 yılları arasında ortalama % 70,4 olarak seyreden enflasyon oranları 2003 yılında %18,4'e, 2012 yılında ise % 6,2'ye gerilemiştir.



Türkiye İstatistik Kurumu

Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) "Hanehalkı İşgücü İstatistikleri, 2012" verilerine göre, Türkiye genelinde işsiz sayısı 2012 yılında bir önceki yıla göre 97 bin kişi azalarak 2 milyon 518 bin kişiye düşmüştür. İşsizlik oranı, geçen yıl bir önceki yıla göre 0,6 puanlık düşüşle yüzde 9,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2011 yılında ise işsizlik oranı yüzde 9,8 olarak açıklanmıştır.

2012 yılı verilerine göre Türkiye'de nüfus 75,6 milyon kişi olup, bunun yarısı 30 yaşın altındadır. Nüfus artış hızı, Türkiye'de %1,2 ve AB ülkelerinde ortalama % 0,3 oranındadır.

Hükümet tarafından Ekim 2012'de açıklanan 2013-2015 Orta Vadeli Program'a göre 2013 yılında büyüme tahmini %4, 2014 ve 2015 yıllarında %5 olarak açıklanmıştır. 2011 yılında Türkiye Ekonomisi IMF'nin %7,5'lik tahmininin üzerinde %8,5 oranında büyümüş, 2012 yılında ise Orta Vadeli Program hedeflerinin altında %2,2 büyüme kaydetmiştir.

2013-2015 Orta Vadeli Program Hedefleri	2012	2013	2014	2015
GSHY (Milyar Dolar, Cari fiyatlarla)	799	858	919	998
Kişi Başına Millî Gelir (GSYH,USD)	10.673	11.318	11.982	12.859
GSYH Büyümesi	3,2	4	5	5
İşsizlik Oran(%)	9	8,9	8,8	8,7
Cari İşlemler Dengesi (milyar USD)	-58,7	-60,7	-63,6	-64,7
Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	-7,3	-7,1	-6,9	-6,5
TÜFE Enflasyonu	7,4	5,3	5	5

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

Orta Vadeli Program'da işgücü piyasalarında 2015 yılında dahi anlamlı bir iyileşmenin gerçekleşmeyeceği öngörülmekte, 2012 sonu için %9 olarak öngörülen işsizlik oranının 2015'te ancak %8,7'ye düşürülebileceği beklenmektedir.

Bu seneki Orta Vadeli Program'da ilk kez orta vadeli tasarruf oranı hedefleri açıklanmıştır. OECD ortalamasının altında bir tasarruf oranına sahip olan Türkiye'de brüt tasarrufların oranı 2012'de %14,3 olurken 2013'te bu oranın %15'e çıkması öngörülmektedir. Bu oranın artırılması ile cari açığın yüksek olmasının en önemli sebeplerinden biri olarak kabul edilen düşük tasarruf oranının ve buna bağlı olarak büyümenin yurtdışından finanse edilmesi ihtiyacının belli bir iyileşme kaydetmesi beklenmektedir.

2011'de GSYH'nin %10'una kadar yükselen cari açığın ise 2012'de %7,3'le kayda değer bir azalma kaydettikten sonra 2013'te %7,1'e, 2014'te %6,9'a, 2015'te ise %6,5'e gerilemesi hedeflenmektedir. Orta Vadeli Program'a göre, yılsonu TÜFE enflasyonunun Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefi olarak tanımladığı %5 düzeyine 2013'te bir hayli yaklaşırken, 2015'te bu hedefin %5 olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.

**SEKTÖREL GÖRÜNÜM****Gayrimenkul Sektörü****Küresel Sektör**

Dünya ekonomisinin geneline yayılan yavaşlama küresel ticari gayrimenkul piyasasını olumsuz etkilemektedir. Ekonomik yavaşlama talep yönünde zayıflamaya yol açarken, arz yönünde özellikle gelişen ülkelerin balon endişesi ile oluşturdukları sınırlamalar etkili olmaya devam etmektedir. Ticari gayrimenkul fiyatları ile getirileri de zayıf talep nedeniyle durağan kalmaktadır. Ticari gayrimenkul alanında yeni yatırımlar ile satın alma faaliyetlerine yönelik kredi olanakları da özellikle gelişmiş ülkeler tarafında zayıf kalmayı sürdürmektedir.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri

Dönemler	Ofis Binaları	Sanayi Lojistik Binaları	Perakende Binaları	Apartmanlar
2010 III.Çeyrek	121	119	116	125
2010 IV.Çeyrek	125	121	119	128
2011 I.Çeyrek	128	120	120	134
2011 II.Çeyrek	132	121	124	143
2011 III.Çeyrek	140	120	133	146
2011 IV.Çeyrek	139	125	139	160
2012 I.Çeyrek	140	134	137	158
2012 II.Çeyrek	142	135	140	160

Kaynak: Moody's Real Commercial Property Price Indices

ABD'de ticari gayrimenkul fiyatları yılın ikinci çeyrek döneminde sınırlı artışlar göstermiştir. Yılın ilk 6 ayına bakıldığında sanayi ve lojistik bina fiyatlarında yüzde 8 artış gerçekleşirken, ofis ve perakende binaları ile apartmanların fiyatları hemen aynı seyretmektedir. Ticari gayrimenkul fiyatlarında artış eğilimi yerini durağanlaşmaya bırakmıştır.

**Türkiye Gayrimenkul Sektörü**

Yılın ikinci çeyrek döneminde alınan yapı ruhsatları sayısında bir önceki çeyrek döneme göre yaklaşık iki katı artış, geçen yılın aynı çeyrek dönemine göre ise yüzde 37 artış gerçekleşmiştir. Bu artış yeni konut başlangıçları için olumlu bir gelişmedir. Yapı kullanım izin belgeleri sayısı da yılın ilk çeyreğine göre yüzde 19 artış göstermiştir. Tamamlanan konutların arzının sürdüğü görülmektedir.

## Alınan Konut Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzin Belgeleri

Dönemler	Yapı Ruhsat Daire Sayısı	Yapı Kullanım İzin Belgesi Daire Sayısı
2010 III.Çeyrek	165.279	101.573
2010 IV.Çeyrek	446.933	144.430
2011 I.Çeyrek	110.619	105.973
2011 II.Çeyrek	164.694	144.694
2011 III.Çeyrek	174.136	148.436
2011 IV.Çeyrek	215.438	174.861
2012 I.Çeyrek	115.637	108.798
2012 II.Çeyrek	231.966	129.562

Kaynak: TÜİK

Yılın ikinci çeyrek döneminde konut satışları 106 bin adet olarak gerçekleşirken yılın ilk çeyreğindeki satışlara göre yüzde 10,4 artmıştır. Ancak konut satışları geçen yılın canlı geçen ikinci ve dördüncü çeyreğindeki satışların altında kalmaya devam etmektedir. Konut kredisi kullanımındaki zayıflama ile konut satışlarındaki göreceli düşük veriler örtüşmektedir.

Tüketicilerin konut satın alma eğilimi yılın ikinci çeyrek döneminde zayıflamıştır. Önceki üç dönemdeki satın alma eğilimlerinin altında kalmıştır. Yılın üçüncü çeyreğinde ise konut satın alma eğiliminde sınırlı bir artış görülmekle birlikte eğilim halen zayıftır.

## Tüketicilerin Konut Satın Alma Eğilimi

Dönemler	Konut Satın Alma Eğilimi
2010 III.Çeyrek	8,98
2010 IV.Çeyrek	7,46
2011 I.Çeyrek	10,42
2011 II.Çeyrek	9,47
2011 III.Çeyrek	10,61
2011 IV.Çeyrek	10,60
2012 I.Çeyrek	10,30
2012 II.Çeyrek	9,20

Kaynak: TC Merkez Bankası

2012 yılının mevcut konut fiyatlarında hissedilir bir artış görülmektedir. Türkiye genelinde konut fiyatları endeksi ikinci çeyrek sonunda 106,7 olurken, Temmuz ayı sonunda 109,3'e yükselmiş ve ilk yedi ayda artış yüzde 8,4'e ulaşmıştır. İstanbul ve İzmir'de konut fiyatları daha hızlı artmaktadır.

## Konut Kiraları, Konut Kiraları Endeksi

Dönemler	Türkiye	İstanbul	Ankara	İzmir
2010 III.Çeyrek	91,60	91,00	93,20	88,50
2010 IV.Çeyrek	92,50	92,80	93,00	88,90
2011 I.Çeyrek	93,20	93,90	93,80	89,00
2011 II.Çeyrek	93,90	94,40	94,90	90,00
2011 III.Çeyrek	95,70	96,20	96,80	92,30
2011 IV.Çeyrek	98,30	99,60	97,20	94,90
2012 I.Çeyrek	100,60	102,20	98,80	98,00
2012 II.Çeyrek	103,70	105,10	103,30	102,30

Kaynak: Garanti Mortgage Redin Emlak Endeksi

### Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

Ekonomide yaşanan yavaşlama ve özellikle iç tüketim ile perakende sektöründe görülen zayıflama sonucu AVM'ler için yeni bir süreç ön plana çıkmaktadır. AVM piyasasında yeni yatırımlar sürmekle birlikte erteleme ve ötelemeler görülmektedir. Kapanan, kapanma kararı alan, fonksiyon değiştiren, açılma tarihlerini öteleyen AVM'ler bulunmaktadır. İşletme ve sahiplikler açısından da el değiştirmeler yaşanmaktadır. Bazı AVM yatırımları için mali sıkıntılar ortaya çıkmaktadır. AVM pazarında bir konsolidasyon dönemi hissedilirken, kiralayıcı şirketler de ekonomik yavaşlamaya bağlı olarak daha temkinli ve seçici kiralama kararları almaktadır. AVM yatırımlarında seçici bir döneme girilmektedir.

Türkiye Genelinde Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri

Dönemler	Açılan AVM Sayısı	Açılan AVM Kiralanabilir Alan m <sup>2</sup>	Toplam AVM Sayısı	Toplam Kiralanabilir Alan m <sup>2</sup>
2011 I.Çeyrek	6	236.900	268	6.527.241
2011 II.Çeyrek	11	350.725	279	6.877.966
2011 III.Çeyrek	8	281.880	287	7.159.846
2011 IV.Çeyrek	11	402.040	298	7.561.886
2012 I.Çeyrek	5	155.300	303	7.717.186
2012 II.Çeyrek	6	205.500	309	7.922.686
2012 II.Çeyrek Stok			290	7.693.970
2012 III.Çeyrek	1	40.270	310	7.962.956
2012 III.Çeyrek Stok			291	7.734.240

Yılın ilk çeyrek döneminde 5, ikinci çeyrek döneminde ise 6 AVM açıldıktan sonra üçüncü çeyrek dönemde (13 Eylül tarihi itibarıyla) sadece 1 yeni AVM açılmıştır. Kütahya'da açılan AVM kiralanabilir alanı 40.270 m<sup>2</sup>'dir. Bu açılan yeni AVM ile toplam AVM sayısı 291'e, toplam kiralanabilir stok alan ise 7,73 milyon m<sup>2</sup>'ye yükselmiştir.

Ticari gayrimenkul sektörü içinde ve daha geneli ile tüm gayrimenkul sektöründe ofis piyasası en aktif pazar olmayı sürdürmektedir. Ekonomideki genel durağanlığa rağmen ofis piyasasında her yönlü büyüme devam etmektedir. Gayrimenkul yatırımcıları için ofisler öncelikli yatırım haline gelmiş olup, yeni yatırımlar ve yeni arzlar duraklamadan sürmektedir. Yeni arzlar MİA dışı Avrupa ve Asya'da yeni cazibe alanlarında toplulaşmakta olup yüksek talep görmeye devam etmektedir. Ofis kiralari yeni arzlarla rağmen mevcut seviyelerini korumakta olup yatırımcılarına tatmin edici getiri sunmaya devam etmektedir.

**DEĞERLEME YAKLAŞIMI****Şirket Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri**

Şirket değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

- Pazar Yaklaşımı
- Varlık Esaslı Yaklaşım
- Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

**Pazar Yaklaşımı**

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

**Varlık Esaslı Yaklaşım**

Şirket değerlemelerinde varlık esaslı yaklaşım, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

### Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılacak nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır.

**DEĞERLEME SONUÇLARI****Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntemler**

Değerleme çalışmasında "**pazar yaklaşımı**"nı temsilen karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi, "**varlık yaklaşımı**"nı temsilen düzeltilmiş özvarlık değeri yöntemi ve "**gelir yaklaşımı**"nı temsilen indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

**Pazar Yaklaşımı Sonuçları****Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi**

Karşılaştırılabilir firma değeri yönteminde, değerlemeye konu olan firma ile benzer faaliyet yapısında olan şirketler gruplandırılarak, bu şirketlerin verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de BIST'da işlem gören firmalar dışındaki şirketlerin mali tablo ve faaliyet raporlarına ulaşma imkanı ya çok zor ya da imkansızdır. Dolayısıyla karşılaştırma yapabilmek amacıyla değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde faaliyet gösteren firma ancak halka açık şirketler arasından tespit edilebilir.

Değerlemeye konu şirketin faaliyet alanı olarak gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörü temel alınmıştır. Dolayısıyla, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO-BIST) içerisinde yer alan şirketler karşılaştırılabilir şirketler olarak kabul edilmiştir. Yapılan analizlerde daha sağlıklı sonuç alınabilmesi amacıyla Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., aşırı uçlarda yer aldığı görüldüğünden, kapsam dışı bırakılmıştır.

Ayrıca, Akmerkez GYO, İş GYO, Kiler GYO, Reysaş GYO, Saf GYO ve Vakıf GYO şirketlerinin KAP'ta açıklanan bağımsız denetim raporlarında, yatırım amaçlı gayrimenkullerini maliyet bedeli ile takip ettikleri görüldüğünden, denetim raporlarında açıklanan ekspertiz değerleri dikkate alınarak değerlendirme farkı hesaplanmış ve bu fark, ilgili şirketlerin çarpan analizine konu defter değerleri ile toplam aktif değerlerine eklenmiştir.

Emsal değerlerin tespit edilmesinde, hesaplamalarda kullanılan verilerin uç değerlerinin olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla geometrik ortalama kullanılmıştır. Hesaplamalara ilişkin tablolar ekte sunulmuştur (EK 1). Şirketin 31.12.2012 dönemi için defter değeri, toplam aktif ve satışlar çarpanlarına göre hesaplanan pazar değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:



Değerleme Yöntemi	Çarpan	Şirket Verileri	Pazar Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0,80	1.236.376.051	990.215.823	33%	330.071.941
Piyasa Değeri/Toplam Aktif	0,53	1.311.500.398	696.752.663	33%	232.250.888
Piyasa Değeri/Satışlar	8,30	108.382.756	899.966.746	33%	299.988.915
<b>Özsermayenin Pazar Değeri</b>				<b>100,00%</b>	<b>862.311.744</b>

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin, 31.12.2012 tarihi itibarıyla Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi'ne göre değeri **862.311.744 TL** olarak hesaplanmaktadır.

#### Varlık Yaklaşımı Sonuçları

##### Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi

Düzeltilmiş Özvarlık Değeri, şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların kullanıcı açısından ifade ettiği piyasa değerinin hesaplanarak, bundan şirketin tüm borçlarının düşülmesi sonucunda kalan değerdir. Bu değer hesaplanmasının temel amacı, gelecekteki faaliyetlerden bağımsız olarak böyle bir şirkete sahip olmanın kaçınılmaz mal olacağını belirlemektir.

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin, Randıman Denetim Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan "1 Ocak-31 Aralık 2012 Hesap Dönemine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu" ekindeki Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan finansal raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanmış mali tabloların, şirketin aktifinde yer alan varlıkları piyasa değerleri ile ifade ettiği ve varlıkların kayıtlı değerleri ile piyasa değerleri arasındaki farkların özkaynak tutarına yansıtıldığı varsayımıyla, şirketin denetimden geçmiş bilançosundaki özkaynak tutarının Düzeltilmiş Özvarlık Değeri'ne eşit olacağı öngörülmüştür.

Bilanço Kalemi	Bilanço Değeri
Toplam Varlıklar	1.311.500.398
Toplam Borçlar (-)	-75.124.347
<b>Düzeltilmiş Özvarlık Değeri</b>	<b>1.236.376.051</b>

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin, 31.12.2012 tarihli UFRS bilançosu esas alındığında Düzeltilmiş Özvarlık Değeri Yöntemi'ne göre değeri **1.236.376.051 TL** olarak hesaplanmaktadır.

## Gelir Yaklaşımı Sonuçları

### İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışları (İNA) analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan malların maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

### İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %9,38 seviyesinde hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

$$k_w = r_f + r_p \times \beta$$

formülünden hareketle %9,38 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde kullanılan risksiz faiz oranı olarak, 10 yıl vadeli devlet tahvili getirilerinin ortalaması kullanılmıştır. Pazar risk primi olarak, New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hesaplanarak yayınlanan\* ülke risk primi (%3,60) ve şirkete özgü risk primi olarak belirlenen %2'nin toplamı dikkate alınmıştır. Şirkete özgü risk primi değerlendirme uzmanlarımızın değerlendirmelerine dayanmaktadır.

Sistemik riskin göstergesi olarak ifade edilen betanın belirlenmesi amacıyla Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO-BIST) içerisinde yer alan şirketlerin betalarının aritmetik ortalaması alınarak borç/pasif oranları üzerinden düzeltilmiştir. Borçlanma maliyeti ise Randıman Denetim Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan "1 Ocak-31 Aralık 2012 Hesap Dönemine Ait Konsolide

- $r_f$  = risksiz faiz oranı
- $r_p$  = pazar risk primi
- $k_w$  = özsermaye maliyeti
- $k_w$  = borçlanma maliyeti
- $\beta$  = pazar korelasyonu (beta)
- $k_w$  = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
- D = finansal yükümlülükler
- E = özsermaye
- $L_t$  = toplam yükümlülükler (pasifler)

\*[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu'nda yer verilen EUR bazlı etkin faiz oranının swap eğrisi kullanılarak TL üzerinden ifade edilmesiyle belirlenmiştir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise

$$k_w = D/L_t \times k_d + E/L_t \times k_e$$

formülü kullanılarak borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, şirketin finansmanında borcun ve özsermayenin aldığı pay dikkate alınarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. Bu varsayımlar altında şirketin projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

<b>İskonto Oranı</b>	
Risksiz Faiz Oranı	6,67%
Risk Primi	5,60%
Ülke Risk Primi	3,60%
Şirkete Özgü Risk Primi	2,00%
Beta	0,48
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>9,38%</b>
Kaldıraç Oranı	0,07%
Borçlanma Maliyeti	12,15%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	9,72%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>9,38%</b>

#### Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

#### Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2013-2022 yıllarını kapsamakta olup, 2022 yılında elde edilen nakit, %1 büyüme oranı ile sonsuza götürülmüştür.

#### Enflasyon

Cari yıl ve takip eden iki yıla dair enflasyon tahminleri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Enflasyon Raporu 2013-1 içerisinde yer alan beklentilere dayalı olarak 2013 yılı için %5,30 oranında, 2014 yılı için %5,20 oranında ve 2015 yılı için %4,90 oranında belirlenmiştir. Daha sonraki yıllarda ise enflasyon oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

#### Satış Gelirleri

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin 31.12.2012 tarihli bağımsız denetim raporunda satış gelirlerinin Ankamall Alışveriş Merkezi gelirleri ile Crowne

Plaza Otel gelirlerinden oluştuğu ve bu gelirlerin de kira gelirleri, ortak alan gelirleri, ciro gelirleri ve diğer gelirleri içerdiği görülmektedir.

Ankamall Alışveriş Merkezi, mağaza, depo ve stand alanlarının yanısıra bankalar için ATM ve telekom operatörleri için GSM antenleri yerleşimi ile çeşitli firmalar için reklam panolarının kullanımı üzerinden kira geliri elde etmektedir. Ayrıca otopark vb ortak alanların işletilmesi de önemli bir gelir yaratmaktadır.

Crowne Plaza Otel ise Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. ile Laledan Turizm ve Ticaret A.Ş. arasında imzalanan 07.05.2009 tarihli sözleşmeye istinaden 31.03.2036 tarihine kadar kiralanmıştır. Kira bedelleri USD bazında sözleşme içerisinde yer almaktadır (EK 2).

SATIŞLAR	2009	2010	2011	2012
Ankamall AVM Gelirleri	65.284.240	69.045.197	87.362.969	104.846.032
Kira Gelirleri	56.283.740	60.166.223	70.065.199	79.227.374
Ortak Alan Gelirleri	8.282.354	7.942.574	16.227.119	24.325.825
Ciro ve Diğer Gelirler	718.146	936.400	1.070.651	1.292.833
Crowne Plaza Otel Gelirleri	2.948.567	3.072.527	3.400.416	3.773.941
Kira Gelirleri	2.901.549	3.015.800	3.321.083	3.686.007
Diğer Gelirler	47.018	56.727	79.333	87.934
Diğer Satışlar	52.847	61.008	87.167	0
Satış İadeleri (-)	-341.451	-249.516	-374.088	-237.217
<b>Net Satışlar</b>	<b>67.944.203</b>	<b>71.929.416</b>	<b>90.476.464</b>	<b>108.382.756</b>

Ankamall AVM kira gelirlerinin gelecek dönemdeki seyrinin tahmin edilmesinde, mevcut kira sözleşmelerinin yapısı ve alışveriş merkezinin ziyaretçi sayıları önemli göstergeler olarak analiz edilmiştir.

Ankamall Ziyaretçi Sayıları	2008	2009	2010	2011	2012
Ocak	1.740.522	1.741.262	2.034.798	1.923.192	1.890.533
Şubat	1.741.364	1.647.533	1.869.157	1.908.113	1.748.325
Mart	1.664.519	1.622.096	1.862.946	1.748.319	1.765.318
Nisan	1.539.062	1.657.420	1.771.103	1.869.092	1.652.635
Mayıs	1.600.359	1.737.375	1.672.422	1.864.372	1.645.613
Haziran	1.667.587	1.734.850	1.631.395	1.789.657	1.888.664
Temmuz	1.620.305	1.857.221	1.757.549	1.846.424	1.677.656
Ağustos	1.556.914	1.739.870	1.635.971	1.625.310	1.798.700
Eylül	1.597.554	1.670.801	1.815.877	1.649.010	1.658.347
Ekim	1.643.526	1.758.399	1.949.648	1.822.862	1.800.433
Kasım	1.613.160	1.925.064	1.852.376	1.876.671	1.729.435
Aralık	1.963.496	1.989.867	1.945.431	2.018.451	1.994.748
<b>Toplam Ziyaretçi Sayısı</b>	<b>19.948.168</b>	<b>21.281.767</b>	<b>21.798.673</b>	<b>21.941.473</b>	<b>21.250.407</b>

Alışveriş merkezini ziyaret eden kişilerin sayısı incelendiğinde, tutarlı bir seviyede ziyaretçi aldığı görülmektedir. Projeksiyon dönemi içerisinde bu seyrin değişeceği öngörülmektedir. Alışveriş merkezinin bulunduğu bölgeye olan talep, metro istasyonu ile bağlantı başta olmak üzere ulaşım kolaylığı, ölçek ve marka çeşitliliğinin yarattığı rekabet avantajı vb etkenler bu görüşü desteklemektedir.

Mevcut kira sözleşmelerinin incelenmesinde ise göze çarpan en önemli husus, kira bedellerinin genellikle (özellikle 2. etap olarak ifade edilen bölümde) USD bazlı olması ve yıllık kira artış oranlarının döviz bazında ortalama %10'un üzerinde olmasıdır. Mevcut kira sözleşmeleri liste halinde ekte sunulmuştur (EK 3).

Bu olumlu görünüme rağmen çalışmamızda, alışveriş merkezlerine yönelik ilginin belli bir trend izlediği, dolayısıyla merkezin zamanla cazibesini kaybederek, açılışı takibeden yıllarda gözlemlenen doluluk oranlarının ve ziyaretçi sayılarının düşüş göstereceği, doğal olarak, bu durumun kira artış oranlarını daha normal seviyelere çekeceği varsayılmıştır. Bu nedenle, kira bedellerinin ortalama olarak 2013-14 döneminde enflasyonun %5 üzerinde, 2015-16 döneminde ise enflasyonun %3 üzerinde artış göstereceği, ilerleyen yıllarda ise enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

AVM ortak alan gelirlerinin, ziyaretçi sayısına bağlı olarak kira gelirlerinin bir fonksiyonu olduğu kabul edilmiş ve projeksiyon döneminde, 2012 yılında gerçekleştiği şekilde, kira gelirlerinin yaklaşık %30'u oranında olacağı öngörülmüştür. Diğer gelirlerin ise enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Crowne Plaza Otel gelirleri ise Laledan Turizm ve Ticaret A.Ş. ile imzalanan sözleşme uyarınca belirlenmiştir. USD bazında belirlenen kira bedelinin Türk Lirası'na çevrilmesinde döviz kuru USD/TL 1,8000 olarak kabul edilmiştir. Otelin diğer gelirlerinin, kira gelirlerine paralel seyir göstereceği ve 2012 yılı temel alınarak kira bedelinin yaklaşık %2,39'u oranında olacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında şirketin projeksiyon döneminde ulaşması beklenen satış gelirleri aşağıda gösterilmiştir:

SATIŞLAR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ankaramallı AVM Gelirleri	115.854.948	122.901.768	138.148.954	149.218.522	156.530.230	164.200.211	172.246.021	180.686.076	189.539.694	198.827.139
Kira Gelirleri	87.597.746	96.760.470	104.546.785	112.956.665	118.494.689	124.300.929	130.391.674	136.780.866	143.483.128	150.515.802
Dışak Alan Gelirleri	26.895.848	29.709.154	32.099.850	34.682.925	36.382.388	38.165.125	40.035.216	41.596.942	44.054.792	46.213.477
Diğer Gelirler	1.361.353	1.432.144	1.502.319	1.575.932	1.653.153	1.734.157	1.819.131	1.908.268	2.001.774	2.099.861
Crowne Plaza Otel Gelirleri	3.881.160	3.998.096	4.118.286	4.241.834	4.369.085	4.500.161	4.635.166	4.774.224	4.917.448	5.064.971
Kira Gelirleri	3.790.728	3.904.539	4.022.329	4.142.998	4.262.288	4.395.306	4.527.165	4.662.980	4.802.870	4.946.955
Diğer Gelirleri	90.432	93.557	95.957	98.836	101.801	104.855	108.001	111.244	114.578	118.015
Diğer Satışlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Satış İhtifali (-)	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518	-300.518
<b>Net Satışlar</b>	<b>119.435.590</b>	<b>131.599.346</b>	<b>141.966.722</b>	<b>153.159.838</b>	<b>160.598.801</b>	<b>168.399.854</b>	<b>176.580.669</b>	<b>185.159.779</b>	<b>194.156.624</b>	<b>203.591.592</b>

### Satış Maliyetleri

Şirketin satış maliyetleri, Randıman Denetim Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan "1 Ocak-31 Aralık 2012 Hesap Dönemine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu" ile Ata Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan "1 Ocak-31 Aralık 2011, 2010 ve 2009 Hesap Dönemlerine İlişkin Konsolide Finansal Tablolar Hakkında Bağımsız Denetim Raporu" içerisinde aşağıdaki kırımda incelenmiştir:

MALİYETLER	2009	2010	2011	2012
Satılan Hizmet Maliyeti	13.485.151	11.192.385	22.220.307	29.573.381
Elektrik, Su ve Yakıt Giderleri	5.672.955	4.632.157	8.159.148	12.949.842
Bakım ve Onarım Giderleri	1.095.542	833.695	1.182.110	1.767.539
Temizlik ve Yemek Giderleri	1.848.710	1.954.197	1.964.178	2.956.162
Yönetim Giderleri	1.863.635	2.048.698	3.199.573	3.966.166
Vergi ve Harç Giderleri	1.002.262	1.253.764	1.302.370	1.033.139
Diğer Giderler	74.110	33.818	272.462	534.928
Reklam Giderleri	282.544	161.850	626.659	2.687.394
Mahkeme Giderleri	1.370.135	45.472	129.089	178.137
Sigorta Giderleri	113.755	80.596	76.987	103.919
Ulaşım ve Nakliye Giderleri	20.000	44.884	74.216	0
Kartasiye Giderleri	23.140	18.576	11.091	121.550
Lisanslama Giderleri	33.526	0	0	0
Güvenlik Giderleri	0	0	1.952.528	2.665.848
Kira Kayıpları	0	0	3.210.567	595.493
Amortisman Giderleri	85.837	84.678	59.329	13.264
Diğer Satışların Maliyeti	20.365	0	0	0
<b>Satış Maliyetleri</b>	<b>13.506.516</b>	<b>11.192.385</b>	<b>22.220.307</b>	<b>29.573.381</b>

Maliyetler incelendiğinde, 2009-12 döneminde en önemli maliyet kalemlerinin elektrik, su ve yakıt giderleri, bakım ve onarım giderleri, temizlik ve yemek giderleri ile yönetim giderleri olduğu görülmektedir. Bu maliyet unsurlarının yıllar içerisinde artış gösterdiği gözlemlenmekle birlikte, şirketin ana gelir unsurları olan alışveriş merkezi ve otelin faaliyetlerinin olgunluk dönemine ulaştığı, bir başka deyişle, doluluk oranı veya ziyaretçi sıklığı vb dinamiklerin önemli oranda değişmeyeceği, bu nedenle faaliyet kaldırıcı sayesinde şirketin artan oranda gelir yaratmaya devam edeceği fakat maliyetlerinin aynı seyirde artış göstermeyeceği öngörülmüştür. Dolayısıyla, projeksiyon döneminde satış maliyetlerinin genel olarak enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Bu duruma istisna teşkil eden reklam giderlerinin yıllar içinde azalan bir seyir göstereceği, kira gelirleri kayıplarının ise kira gelirlerinin %0,72'si oranında oluşacağı tahmin edilmiştir. Bu varsayımlar altında şirketin tahmini satış maliyetleri aşağıda gösterilmiştir:

MALİYETLER	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Satılan Hizmet Maliyeti	31.629.307	33.461.323	34.593.709	35.357.287	35.774.666	36.869.761	38.347.139	40.210.865	42.165.895	44.216.702
Elektrik, Su, Yakıt Gd.	13.636.184	14.345.265	15.048.181	15.785.544	16.559.036	17.370.429	18.221.580	19.114.437	20.051.044	21.033.546
Bakım ve Onarım Gd.	1.861.219	1.958.002	2.053.944	2.154.587	2.260.182	2.370.910	2.487.085	2.608.957	2.736.790	2.870.893
Temizlik ve Yemek Gd.	3.112.839	3.274.706	3.435.167	3.603.490	3.780.061	3.965.284	4.159.583	4.363.402	4.577.209	4.801.492
Yönetim Giderleri	4.176.373	4.393.544	4.608.828	4.834.660	5.071.559	5.320.065	5.580.748	5.854.205	6.141.061	6.441.973
Vergi ve Harç Giderleri	1.087.895	1.144.466	1.200.545	1.259.371	1.321.081	1.385.814	1.453.738	1.524.951	1.599.673	1.678.057
Diğer Giderler	563.279	592.570	621.606	652.064	684.015	717.532	752.691	789.573	828.262	868.847
Reklam Giderleri	3.224.873	3.547.360	3.192.621	2.394.468	1.197.234	598.617	299.309	299.309	299.309	299.309
Mahkeme Giderleri	387.578	197.332	207.002	217.145	227.785	238.946	250.655	262.937	275.821	289.336
Sigorta Giderleri	309.427	115.117	120.758	126.675	132.882	139.393	146.223	153.388	160.904	168.789
Ulaşım ve Nakliye Gd.	78.149	82.213	86.242	90.468	94.900	99.551	104.429	109.546	114.913	120.544
Kırtasiye Giderleri	127.992	134.648	141.245	148.187	155.427	163.043	171.032	179.412	188.203	197.425
Lisanslama Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Güvenlik Giderleri	2.807.136	2.953.109	3.097.811	3.249.604	3.408.835	3.575.868	3.751.085	3.934.888	4.127.698	4.329.955
Kira Kayıpları	656.362	722.990	779.755	841.044	881.690	924.310	969.002	1.015.865	1.065.006	1.116.536
Amortisman Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Satışların Maliyeti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Satış Maliyetleri</b>	<b>31.629.307</b>	<b>33.461.323</b>	<b>34.593.709</b>	<b>35.357.287</b>	<b>35.774.666</b>	<b>36.869.761</b>	<b>38.347.139</b>	<b>40.210.865</b>	<b>42.165.895</b>	<b>44.216.702</b>

### Faaliyet Giderleri

Şirketin faaliyet giderleri, genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Geçmiş dönemlere dair bağımsız denetim raporları incelendiğinde faaliyet giderlerinin genel olarak sabit gider yapısındaki kalemlerden oluştuğu görülmektedir. Genel yönetim giderlerini oluşturan en önemli kalemler personel giderleri ile yönetim ve yönetici giderleridir. 2009-12 dönemi bağımsız denetim raporlarında yer verilen gider kırılımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

FAALİYET GİDERLERİ	2009	2010	2011	2012
Personel Giderleri	532.555	587.895	551.638	692.885
Yönetim ve Yönetici Giderleri	559.876	656.272	641.923	742.315
Yardım ve Bağış Giderleri	195.274	156.379	58.625	316.461
Genel Kurul Giderleri	0	0	0	175.777
Danışmanlık Giderleri	137.955	76.782	146.840	133.515
Diğer Giderler	237.406	203.822	373.535	55.274
Araç Giderleri	64.944	38.297	47.600	43.642
Amortisman Giderleri	0	0	0	37.046
Temsil ve Ağırılama Giderleri	39.715	33.160	21.502	20.591
Seyahat Giderleri	40.891	20.118	12.643	14.898
Gımat Pazarlama A.Ş. Giderleri	0	0	0	10.031
Vergi, Ceza ve Harç Giderleri	15.036	7.866	568.734	9.331
Haberleşme Giderleri	16.919	14.184	15.635	7.606
Kırtasiye Giderleri	15.516	15.972	13.335	6.689
Bakım ve Onarım Giderleri	16.162	13.072	18.348	6.383
Noter-Mahkeme Giderleri	13.325	4.666	76.783	3.411
Kıdem İhbarı Tazminatı Karşılıkları	10.773	11.049	33.701	2.449
Posta ve Kargo Giderleri	8.346	8.551	10.516	2.300
Reklam Giderleri	27.781	15.285	11.563	0
Şüpheli Alacak Karşılıkları	0	131.100	562.728	0
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>1.932.475</b>	<b>1.994.470</b>	<b>3.165.649</b>	<b>2.280.604</b>

Faaliyet giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır. Bu varsayım altında şirketin projeksiyon dönemindeki tahmini faaliyet giderleri aşağıda gösterilmiştir:

FAALİYET GİDERLERİ	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Personele Giderleri	729.608	767.548	805.157	844.610	885.996	929.410	974.951	1.022.723	1.072.837	1.125.406
Yönetim ve Yönetici Gd.	781.658	822.304	862.597	904.864	949.202	995.713	1.044.503	1.095.684	1.149.372	1.205.692
Yardım ve Bağış Giderleri	333.233	350.562	367.739	385.758	404.660	424.489	445.289	467.108	489.996	514.006
Genel Kurul Giderleri	185.093	194.718	204.259	214.268	224.767	235.781	247.334	259.453	272.166	285.503
Deneyimlik Giderleri	140.593	147.902	155.149	162.752	170.726	179.092	187.867	197.073	206.730	216.859
Diğer Giderler	58.204	61.230	64.230	67.378	70.679	74.142	77.775	81.586	85.584	89.778
Araç Giderleri	45.955	48.345	50.714	53.199	55.805	58.540	61.408	64.417	67.574	70.885
Amortisman Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tom. ve Ağa. Giderleri	21.682	22.810	23.927	25.100	26.330	27.620	28.973	30.393	31.882	33.445
Seyahat Giderleri	15.688	16.503	17.312	18.160	19.050	19.984	20.963	21.990	23.067	24.198
Gımsat Pazarlama A.Ş. Gd.	10.563	11.112	11.656	12.228	12.827	13.455	14.115	14.806	15.532	16.293
Vergi, Ceza ve Hatırl. Gd.	9.826	10.336	10.843	11.374	11.932	12.518	13.130	13.773	14.448	15.156
Haberleşme Giderleri	8.009	8.426	8.838	9.272	9.726	10.202	10.707	11.227	11.777	12.354
Konut Giderleri	7.044	7.410	7.773	8.154	8.553	8.972	9.412	9.873	10.357	10.864
Bakım ve Onarım Gd.	6.721	7.071	7.417	7.781	8.162	8.562	8.981	9.422	9.883	10.367
Noter-Mühürleme Gd.	3.592	3.779	3.964	4.158	4.362	4.575	4.800	5.035	5.281	5.540
Kidemi-İhtar Tazim. Karş.	2.578	2.713	2.846	2.985	3.132	3.285	3.446	3.615	3.792	3.978
Posta ve Kargo Giderleri	2.422	2.548	2.673	2.804	2.941	3.085	3.236	3.395	3.561	3.736
Reklam Giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Şüpheli Alacak Kayıpları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>2.362.467</b>	<b>2.485.315</b>	<b>2.607.095</b>	<b>2.734.843</b>	<b>2.868.850</b>	<b>3.009.424</b>	<b>3.156.886</b>	<b>3.311.573</b>	<b>3.473.840</b>	<b>3.644.058</b>

### Sermaye Harcamaları

Projeksiyon döneminde yeni yatırımlardan kaynaklanan herhangi bir sermaye harcaması öngörülmemiştir. Diğer taraftan, alışveriş merkezi ve otel için yapılan bakım onarım giderleri gerek satış maliyetlerinde gerekse genel yönetim giderlerinde yer aldığı için sermaye harcamalarında dikkate alınmamıştır.

### Amortisman

Şirketin amortismanına tabi duran varlıkları oldukça düşük tutardadır. Aktifler içerisinde yer alan en önemli kalemler olan Ankamall AVM ve Crowne Plaza Otel şirketin UFRS mali tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılmıştır ve gerçeğe uygun değerleri ile takip edilmektedir. Bu nedenle, projeksiyon döneminde amortisman gideri hesaplanmamıştır.

### Çalışma Sermayesi

Şirketin çalışma sermayesindeki değişimlerin yarattığı nakit akışlarının belirlenmesinde, 2012 yılı oranlarından hareketle, alacak tahsil süresinin 15



gün ve borç ödeme süresinin 36 gün olacağı kabul edilmiştir. Şirketin gelirlerinin kira ve verilen hizmetlerden elde edilmesi nedeniyle projeksiyon döneminde stok ihtiyacının olmayacağı öngörülmüştür. Çalışma sermayesinin hesaplanmasına ilişkin tablo ekte sunulmuştur (EK 4).

### Vergi

Projeksiyon Gelir Tablosu'ndaki dönem karları üzerinden %20 oranında Kurumlar Vergisi hesaplanmış ve net karlara ulaşılmıştır.

### Projeksiyon Nakit Akışları

Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin projeksiyon dönemindeki tahmini nakit akımları aşağıda gösterilmiştir:

İNA Analizi (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Satışlar	119.435.590	131.599.346	141.966.727	153.159.838	160.598.801	168.399.854	176.580.669	185.159.775	194.156.624	203.591.592
Satış Maliyetleri (-)	-31.629.307	-33.461.323	-34.591.709	-35.957.287	-35.774.666	-36.869.761	-38.347.139	-40.210.805	-42.165.895	-44.216.702
Brüt Kar	87.806.282	98.138.023	107.375.017	117.202.551	124.824.135	131.530.093	138.233.530	144.948.974	151.990.730	159.374.890
Faaliyet Giderleri (-)	-2.362.467	-2.485.525	-2.607.095	-2.734.843	-2.868.850	-3.009.424	-3.156.886	-3.311.573	-3.473.840	-3.644.058
Net Faaliyet Karı	85.443.815	95.652.708	104.767.912	114.467.708	121.955.285	128.520.669	135.076.645	141.637.401	148.516.890	155.730.832
Vergi (-)	-17.086.763	-19.130.547	-20.953.183	-23.013.542	-24.391.057	-25.704.134	-27.015.329	-28.327.468	-29.703.378	-31.146.166
Amortisman Giderleri (+)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Çalışma Sermayesi (-/+)	-105.298	-317.858	-313.059	-384.368	-264.425	-211.807	-189.347	167.244	175.332	-183.813
Sermaye Harcamaları (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışları	68.249.755	76.204.309	83.499.075	91.669.801	97.259.803	102.804.728	107.871.969	113.142.679	118.638.179	124.400.852
İkono Oranı	1,09	1,20	1,31	1,43	1,57	1,71	1,87	2,05	2,24	2,45
<b>İndirgenmiş Nakit Akış</b>	<b>62.397.683</b>	<b>63.696.307</b>	<b>63.809.267</b>	<b>64.046.551</b>	<b>62.151.095</b>	<b>59.919.966</b>	<b>57.594.387</b>	<b>55.228.746</b>	<b>52.945.707</b>	<b>50.757.123</b>

İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	592.546.832
2022 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	611.847.689
<b>Şirketin Pazar Değeri</b>	<b>1.204.394.520</b>
Net Borç veya Nakit (+/-)	36.578.232
<b>Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri</b>	<b>1.240.972.752</b>

Açıklanan varsayımlar altında Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin 31.12.2012 tarihi itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemine göre hesaplanan değeri 1.240.972.752 TL'dir.

## SONUÇ

Çalışmalarımız sonucunda ulaşılan ve 31.12.2012 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Diğer taraftan, değerlendirme çalışmamızı ve çalışmamızda kullanılan varsayımları etkileyebilecek hususlar aşağıda belirtilmiştir:

- ⇒ Şirketin en önemli gelir kalemini Ankamall AVM kira gelirleri oluşturmaktadır. Alışveriş merkezinin konumu ve ulaşım kolaylığı vb. nedenler dikkate alınarak projeksiyon döneminde mevcut durumunu koruyacağı varsayılmıştır. Öte yandan, alışveriş merkezi yatırımlarının son yıllarda gösterdiği performans gözönüne alındığında, değerlemeye konu şirketin portföyünde yer alan alışveriş merkezinin yakınılarında cazibe merkezi olabilecek rakip bir AVM açılması muhtemeldir. Bu durum, Ankamall AVM'nin ziyaretçi sayılarını ve buna bağlı olarak kira gelirlerini olumsuz etkileyeceğinden şirketin değerinde düşüşe neden olabilecektir.
- ⇒ Şirket, raporun ilgili kısımlarında belirtildiği üzere 31.08.2012 tarihli dilekçesi ile gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm için Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunmuştur. Başvurunun kabul edilmesi durumunda şirketin GYO olarak faaliyet göstermesi ve bu durumda portföyüne farklı gayrimenkuller eklemesi olasıdır. Ayrıca şirketin kazançları kurumlar vergisinden istisna olacaktır. Bu durum şirket değerini olumlu yönde ve önemli ölçüde etkileyecektir.

Bu hususların olası etkileri dışında şirket değerleri aşağıda gösterildiği şekildedir:

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Düzeltilmiş Değer
İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi	1.240.972.752 TL	33%	413.657.584 TL
Karşılaştırılabilir Şirket Değeri	862.311.744 TL	33%	287.437.248 TL
Düzeltilmiş Özvarlık Değeri	1.236.376.051 TL	33%	412.125.350 TL
<b>Özsermaye Pazar Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>1.113.220.183 TL</b>
Hisse Senedi Adedi			53.760.000
<b>Hisse Senedi Fiyatı</b>			<b>20,71 TL</b>

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esasını temel alındığından, nihai değer belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu şirketin faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Dolayısıyla, Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'nin pazar değerini gerçekçi biçimde ifade ettiğini düşündüğümüz rakam değerlendirme yöntemlerinden elde edilen sonuçların eşit olarak ağırlıklandırılması yoluyla hesaplanmış olup, bu tutar yaklaşık **1.113.220.183 TL**'dir. Hisse senedi fiyatı ise, hesaplanan özsermaye değerinin hisse senedi adedine bölünmesi yoluyla tespit edilmiş olup **20,71 TL**'dir.

**BAKER TILLY**  
**GÜRELİ**  
TEMİNLİ MÜŞAVİRLİK VE  
BAĞIMSIZ DENETİM HİZM. A.Ş.

Dr. M. Özgür GÜNEL  
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

## EKLER

Karşılaştırılabilir Firma Listesi  
Crowne Plaza Otel Kira Sözleşmesi  
Mevcut Kira Listesi  
Çalışma Sermayesi Tablosu  
Projeksiyon Hesaplama Tablosu