

Değerleme ve Modelleme Hizmetleri

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.

Uzman Kuruluş Raporu

17 Mayıs 2019

Gizli ve Özel



pwc



Serkan Aslan
Ortak
T: +90 (212) 376 53 30
serkan.aslan@pwc.com

Engin İyikul
Direktör
T: +90 (212) 355 2332
engin.iyikul@pwc.com

Ahsen Erten
Müdür
T: +90 (212) 326 6402
ahsen.erten@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
Süleyman Seba Caddesi No:48
BJK Plaza B Blok Kat 4, Akaretler 34357
Beşiktaş, İstanbul - Türkiye

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme A.Ş.

Merkez Mahallesi 29 Ekim Caddesi
İhlas Plaza No:11 A/11 Yenibosna
Bahçelievler - İstanbul

17 Mayıs 2019

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme A.Ş. (“İhlas Gayrimenkul”) ve İhlas İnşaat Holding A.Ş. (“İhlas İnşaat Holding”) ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. (“PwC”) arasında imzalanmış olan değerleme hizmetlerine ilişkin danışmanlık sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, İhlas Gayrimenkul ile İhlas İnşaat Holding’in birleşmesine ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”)’nın Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)’nin 7. maddesi çerçevesinde hazırlanan çalışmanın sonuçları ektedir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding’in 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla gelir yaklaşımı, net varlık yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı (borsa değeri yöntemi) kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını, seçilen yöntemlerin gerekçelerini, birleşme oranına göre değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tahmin etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Raporumuz, İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding Yönetimleri (“İhlas yönetimi”) ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak İhlas yönetimi tarafından sağlanan finansal projeksiyonlar ile birlikte İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding’in geçmiş dönem mali tabloları kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra İhlas yönetimi tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece İhlas yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı İhlas yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan

İçindekiler

Giriş	4
Yönetici Özeti	12
Birleşmeye Konu Olan Şirketler	28
Değerleme Analizleri	32
1 İhlas Gayrimenkul	33
1.2 İhlas Marmara Evleri	47
2 İhlas İnşaat Holding	56
2.1 İhlas Proje Taahhüt	61
2.2 İhlas Yapı	66
2.3 Güzelce	71
2.4 Armutlu	78
2.5 Kuzuluk	93
Ekler	108
1 Sözleşme	109
2 Konsolide Mali Tablolar	116
3 Bilgi Kaynakları	119
4 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	121
5 Beta Analizi	123
6 Kısaltmalar	125

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/6)

Projenin Kapsamı

Bu rapor İhlas İnşaat Holding ve İhlas Gayrimenkul ile PwC arasında 05.04.2019 tarihinde imzalanan değerleme hizmetlerine ilişkin danışmanlık sözleşmesine göre; İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in, İhlas Gayrimenkul çatısı altında birleşme sürecinde, 31 Aralık 2018 itibarıyla İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in ayrı ayrı toplam hisse değerlerinin tahmin edilmesini ve birleşme oranının hesaplanmasını içermektedir. Bu çalışmanın amacı, İhlas Gayrimenkul ile İhlas İnşaat Holding şirketlerinin, İhlas Gayrimenkul çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve değiştirme oranlarının hesaplanmasına yönelik uzman kuruluş raporunu hazırlamaktır.

PwC; değerleme çalışması kapsamında, İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin İhlas Gayrimenkul'ün ve İhlas İnşaat Holding'in değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerleme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer "Makul Piyasa Değeri"dir. "Makul Piyasa Değeri" istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek hisse senedi satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir.

Bilgi Kaynakları

Değerleme çalışması kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve projeksiyonlar İhlas yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geçmiş finansal veriler için İrfan YMM tarafından bağımsız denetimi yapılmış, 2016 – 2018 yıllarını kapsayan TMS ile uyumlu ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar kullanılmıştır. Projeksiyonlara baz olan iş planları inşaat grubu için mevcut projelerin tamamlanma sürelerini kapsamaktayken, turizm grubu altında yer alan şirketler için 2019 – 2023 yıllarını içermektedir. PwC, İhlas yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde İhlas yönetimi ile tartışılarak ve revize edilmesi istenerek çalışmamızda yer almıştır.

PwC bu çalışma kapsamında İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece İhlas yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, bu raporun ve/veya yazışmaların İhlas yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı izniniz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı İhlas yönetimi olarak kalacaktır. Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. PwC, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/6)

İhlas Gayrimenkul Bünyesinde Yer Alan İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar

İhlas Gayrimenkul Bünyesinde Yer Alan İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	İhlas Gayrimenkul bünyesinde yer alan, şirketin bağımsız denetimden geçmiş TMS'ye uygun 31.12.2018 tarihli mali tablolarında konsolidasyona tabi olan bağlı ortaklık ve özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirilen iştirakler değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.		
	İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	Direkt Pay	Efektif Oran
	Konsolidasyona Dahil Edilen Bağlı Ortaklıklar:		
	İhlas Madencilik Enerji ve Tic. A.Ş. ("İhlas Madencilik")	%81,7	%81,7
	Özkaynak Yöntemine Göre Muhasebeleştirilen İştirakler:		
	İhlas Marmara Evleri Ortak Girişimi Adi Ortaklığı ("İhlas Marmara Evleri") *	%10,0	%10,0
	İhlas China Silk Road Group Finansal Danışmanlık A.Ş. ("İhlas China")	%50,0	%50,0

İhlas İnşaat Holding Bünyesinde Yer Alan İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar

İhlas İnşaat Holding Bünyesinde Yer Alan İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	İhlas İnşaat Holding bünyesinde yer alan, şirketin bağımsız denetimden geçmiş TMS'ye uygun 31.12.2018 tarihli mali tablolarında konsolidasyona tabi olan bağlı ortaklık ve özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirilen iştirakler değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.		
	İştirakler ve Bağlı Ortaklıklar	Direkt Pay	Efektif Oran
	Konsolidasyona Dahil Edilen Bağlı Ortaklıklar:		
	İhlas İnşaat Proje Taahhüt Turizm ve Tic. A.Ş. ("İhlas Proje Taahhüt")	%95,0	%95,0
	İhlas Yapı Turizm ve Sağlık A.Ş. ("İhlas Yapı") **	%76,8	%96,4
	Armutlu Tatil ve Turizm İşletmeleri A.Ş. ("Armutlu")	%100,0	%100,0
	Kuzuluk Kaplıca İnşaat Turizm Sağlık ve Petrol Ürünleri Tic. A.Ş. ("Kuzuluk") ***	%18,6	%98,5
	Özkaynak Yöntemine Göre Muhasebeleştirilen İştirakler:		
	İhlas Pazarlama A.Ş. - İhlas Yapı Turizm ve Sağlık A.Ş. Adi Ortaklığı ("Güzelce") ****	-	%4,8

* İhlas Yapı'nın, İhlas Marmara Evleri'nde ayrıca %5'lik iştirak payı bulunmaktadır.

** İhlas Proje Taahhüt'ün, İhlas Yapı'da ayrıca %20,6'lık iştirak payı bulunmaktadır.

*** Armutlu'nun, Kuzuluk'ta ayrıca %80'lik bağlı ortaklık payı bulunmaktadır.

**** İhlas Yapı'nı Güzelce'de bulunan %5 iştirak oranı vasıtasıyla, İhlas İnşaat Holding'in Güzelce'de bulunan efektif sahiplik oranı %4,8'dir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/6)

İhlas Madencilik & İhlas China ve İhlas China Silk Road

İhlas Gayrimenkul altında yer alan İhlas Madencilik ve İhlas China, 31 Aralık 2018 itibarıyla nakit yaratma potansiyeli olan aktif faaliyetleri bulunmamaları sebebiyle bu şirketler için ayrıca bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır. 24.01.2019 tarihinde İhlas Gayrimenkul tarafından KAP'a yapılan açıklamaya göre, İhlas Gayrimenkul'un iştiraki İhlas China ve CSSM Co. Limited ile birlikte İhlas China Silk Road Group Commodity Dış Ticaret A.Ş.'yi ("İhlas China Silk Road") kurduğu anlaşılmaktadır. İhlas grubunun daha önce bulunmadığı farklı alanlarda faaliyet göstermesi planlanan bu şirket değerlendirme tarihi itibarıyla faal olmaması ve projeksiyonlarına yönelik yeterli veri bulunmaması nedeniyle değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ("GY"), Piyasa Yaklaşımı (Borsa Yaklaşımı ("BY")) ve Net Varlık Yaklaşımı ("NV") olmak üzere üç yöntem kullanılmıştır. Piyasa Yaklaşımı'nın bir parçası olan Karşılaştırılabilir Şirket ve İşlem yöntemi, birleşmeye konu şirketlere benzer nitelikte şirket ve işlem bulunmadığından değerlendirme çalışmasında ele alınmamıştır.

➤ Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları - "İNA")

Bu yöntemde İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat'ın değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesi ile elde edilmektedir. Gelir yaklaşımı kapsamında değerlendirme tarihi itibarıyla İnşaat grubu şirketleri için sadece devam eden projeleri (tamamlanmaya yakın, devam eden ya da yeni başlamış/izni alınmış ancak başlamamış) dikkate alınmıştır. İnşaat grubundaki şirketlerin gelecekte başlayabilecek inşaat projelerinin değere etkisi, bu tarz projelere dair sağlanabilecek veri etrafındaki belirsizlikten dolayı dikkate alınmamıştır. Turizm grubunda bulunan şirketler için, İhlas yönetimi tarafından sağlanmış 5 yıllık iş planları ve iş planı dönemi sonrasına ait nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır.

İnşaat Grubu İş Planları (devam eden projesi olan şirketler için paylaşılmıştır)

- İhlas Gayrimenkul (Bizimevler 8, 2019 – 2022 yılları arası)
- İhlas Marmara Evleri (Marmara Evleri 4 için 2019 – 2021 yılları arası; Marmara Evleri 5 için 2020 – 2023 yılları arası)
- Güzelce (2019 – 2021 yılları arası)

Turizm Grubu İş Planları

- Armutlu (2019-2023 yılları arası ve devam eden değer)
- Kuzuluk (2019-2023 yılları arası ve devam eden değer)

İnşaat grubu şirketlerinden İhlas Proje Taahhüt ve İhlas Yapı'nın mevcut projelerini kısa sürede tamamlayacağı ve bu şirketler ile ilgili halihazırda yeni proje planı bulunmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu şirketlerin değerlendirme çalışmasında nakit akımı tahminlerinden ziyade, tamamlanmış projelerinin şirketlerin özkaynağına kısa vadedeki etkileri dikkate alınmıştır.

İNA çalışması kapsamında, birleşmeye konu şirketlerin gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında İhlas yönetiminin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. Birleşmeye konu şirketlerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının söz konusu şirketlerin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/6)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

➤ Piyasa Yaklaşımı (Borsa Yaklaşımı & Karşılaştırılabilir Şirket ve İşlemler)

İhlas Gayrimenkul'ün halka açık olması ve aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisinin değere yönelik en güçlü kanıtlardan olarak değerlendirilmesi nedeniyle; İhlas Gayrimenkul için Borsa Yaklaşımı da değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır.

Borsa Yaklaşımı kapsamında değer hesaplanırken, İhlas Gayrimenkul'ün günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, sermaye artırımının tamamlandığı tarih olan 13.03.2019 ile rapor tarihi itibarıyla en güncel hisse fiyatı bilgisinin mevcut olduğu 17.05.2019 tarihleri arası dikkate alınarak hesaplanmıştır. İhlas İnşaat Holding'in hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Borsa Yaklaşımı uygulanamamıştır.

Piyasa yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirket ve işlemler yöntemine göre; değerlendirme çalışmasına konu şirket ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tahmin edilmektedir.

Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemine konu olan şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, birebir karşılaştırılabilir işlem ve şirketlerin bulunmasının önündeki engellerdir.

Karşılaştırılabilir şirket ve işlemler yöntemi çalışmamızda dikkate alınmamıştır. Bu yöntemin uygulanmamasının sebebi aşağıda açıklanmaktadır:

- Yurtiçi veya yurtdışında şirketlerin operasyonlarına benzer nitelikte halka açık şirket bulunamaması
- İnşaat grubu şirketlerinin sadece İstanbul'da yer alan sınırlı sayıda konut projelerine odaklanması
- İnşaat muhasebesi gereği, projelerin tamamlanıp teslim edilmesine kadar nakit akımlarının gelir tablosuna yansıtılmaması sebebiyle değerlendirme tarihi itibarıyla İnşaat grubu şirketlerinin finansallarının değişkenlik göstermesi ve sürdürülebilir bir Satış ve FAVÖK seviyesi elde edilememesi

➤ Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır.

Bu kapsamda, İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in, 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve İrfan YMM'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TMS'ye uygun mali tablolarda yer alan İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding konsolide özkaynak tutarları dikkate alınarak net varlık değerleri tahmin edilmiştir. Şirketlerin 31.12.2018 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/6)

Fonksiyonel Para Birimi

TMS'ye ile uyumlu bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda ele alındığı üzere İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in fonksiyonel para biriminin Türk Lirası olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle, değerlendirme çalışmasında fonksiyonel para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, İhlas İnşaat Holding ve İhlas Gayrimenkul'ün birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC şirketinin bu uzman kuruluş raporu çalışması için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin birleşme çalışmasına konu alan şirketler ve iştirakleri ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmaları, şirket ortakları ve şirket çalışanları açısından menfaat çatışmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve çalışanları değerlendirme sonucunu etkileyecek konumdadırlar. Bu nitelikteki çıkar çatışmaları, diğer ülkelerde veya sektörlerde yapılan değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki yöntemlere başvurmuştur:

- Bu projede çalışan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadırlar,
- Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve tahminlerde, İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding için devam eden inşaat projelerine yönelik projeksiyonlar ile turizm grubunun 2019-2023 yılları arasındaki iş planları baz alınmış olup, mümkün olduğunca İhlas yönetimi ile bu veriler üzerinde tartışılmıştır.

Proje Ekibi

Konusunda uzman çalışma ekibi, sorumlu ortak Serkan Aslan tarafından yönetilmiştir. Serkan Aslan, SPK mevzuatlarına uygun olarak düzenlenmiş bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 15 yılı aşkın tecrübeye sahiptir ve yılda ortalama 100'e yakın değerlendirme projesinde görev almaktadır.

Serkan Aslan PwC'ye katılmadan önce çeşitli aracı kurum ve portföy yönetimi şirketlerinde hisse senedi analisti/müdür yardımcısı/müdürü olarak çalışmıştır. Serkan ayrıca Petrol Ofisi Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak beş yıl çalışmıştır. Serkan Aslan değerlendirme ekibinden sorumlu ortak olarak, finansal yapılandırma, şirket değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmaları gerçekleştirmiştir. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasaları ve Borsalar Bölümü mezunu olan Serkan, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Türev Araçları ve Kurumsal Derecelendirme lisanslarına sahiptir.

Engin İyikül PwC Değerleme ekibi bünyesinde direktör olarak görev yapmaktadır. 2009 yılında Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun olan Engin aynı yıl PwC'de çalışmaya başlamıştır. Engin; şirket değerlendirme, vergisel ve raporlama amaçlı değerlendirme, stratejik yatırımcılara ya da devralmalara yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmaları yapmıştır. Engin, kariyeri boyunca 1 yıl PwC Londra ofisinde Teknoloji Medya Telekomünikasyon ekibinde vergisel ve raporlama amaçlı değerlendirme çalışmalarında bulunmuştur.

Ahsen Erten PwC Değerleme ekibi bünyesinde müdür olarak görev yapmaktadır. Ahsen; birçok değerlendirme, finansal fizibilite ve finansal modelleme çalışmalarında yer almıştır. 2015 yılında PwC değerlendirme ve modelleme ekibine katılmıştır ve PwC'ye katılmadan önce bir yatırım bankası bünyesinde şirket birleşme ve satın alma süreci ve yatırım bankacılığı deneyimi kazanmıştır. Ahsen, Bilkent Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezundur.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (6/6)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulunun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden:

- I. Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- II. Ayrı bir "Değerleme ve Modelleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- III. Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgeleri, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- IV. Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- V. Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- VI. Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- VII. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile Şirketimiz arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- VIII. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Sayfa 8: Bağımsızlık) ve,
- IX. Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ın 3. maddesi çerçevesinde:

- I. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (1/2)

Değerleme Çalışmasına Baz Mali Tablolar

Yapılan değerleme çalışmalarında şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS standartlarına uygun, 31.12.2018 itibarıyla oluşturulmuş mali tabloları dikkate alınmıştır.

İhlas Gayrimenkul Sermaye Artırımı

İhlas Gayrimenkul'ün 31.12.2018 tarihli konsolide mali tablosunda yer alan ödenmiş sermaye tutarı 140m TL'dir. İhlas Gayrimenkul, 27.12.2018 tarihi itibarıyla bedelli sermaye artırımına çıkacağını kamuya açıklamıştır. Bedelli sermaye artırımını 14.02.2019 tarihinde 10/240 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kararıyla onaylanmış ve ödenmiş sermaye tutarı 336m TL'ye artırılmıştır. Değerleme çalışmasında İhlas Gayrimenkul'ün yukarıda bahsi geçen sermaye artırımını sonrası değeri, sermaye artırımının henüz gerçekleşmemiş olduğu 31.12.2018 tarihi itibarıyla tahmin edilmiş ve sermaye artırım etkisi İhlas Gayrimenkul değer tahmini içerisinde dikkate alınmıştır.

Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in, İhlas Gayrimenkul çatısı altında birleşme sürecine ilişkin değerleme raporunda yer alan birleşme öncesi ortaklık yapısında İhlas yönetimi tarafından sermaye artırımını sonrası tarafımızla paylaşılan **en güncel ortaklık** yapısı dikkate alınmıştır.

İnşaat Grubu İş Planı ve Projeksiyonlar

İnşaat iş kolu altında faaliyet gösteren şirketlerin devam eden projelerine yönelik nakit akımları, İhlas yönetimi tarafından sağlanan iş planları kullanılarak tahmin edilmiştir. Değerlemede baz alınan iş planına yönelik temel varsayımlar aşağıda özetlenmiştir:

- **Konut Satış Adetleri:** İhlas yönetiminden alınan bilgiye göre 2018 yılı içerisinde devam eden inşaat projelerinde konut satış miktarları hedeflenen rakamların altında gerçekleşmiştir. İhlas yönetimi tarafından sağlanan iş planında 2018 yılında yaşanan ekonomik gelişmeler ve inşaat sektöründe yaşanan olumsuz gelişmeler sebebiyle yaşanan düşüşün 2019 yılında konut teşvik programları ile elimine edilmesi öngörülmektedir.
- **İnşaat İlerlemesi:** İhlas Marmara Evleri altında planlanan Marmara 5 projesinin inşaat başlangıcının 2020 yılına ertelendiği belirtilmiştir. Başlangıç yılında yaşanan erteleme sonrası projenin yine 2022'de biteceği ve 3 yıl süreceği belirtilmiştir. İnşaat süresinde yaşanacak olası bir gecikme sonrası nakit akımları ve değerleme çalışmasında değişiklik olabilir.
- **Tahsilat:** Projeksiyon dönemi boyunca yapılacak konut satışlarının nakit/senet oranları ve senetlerin tahsilat süreleri için İhlas yönetimi tarafından sağlanan proje şablonları kullanılmıştır. İhlas yönetimi tarafından verilen bilgiye göre inşaatın ilerleme durumuna göre proje teslim süresine yaklaştıkça yapılacak satışların nakit olarak yapılma oranı artarken alınan senetlerin de vadesi kısalmaktadır. Bu doğrultuda iş planında İhlas yönetimi tarafından inşaatın tamamlandığı son sene yapılan satışların tamamı aynı sene içerisinde tahsil edilmektedir. Projelere yönelik alınan senetlerin vadesinin uzaması ve tahsilatların gecikmesi bu çalışma kapsamında belirtilen şirket değerlerinde değişikliğe neden olabilir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (2/2)

Adi Ortaklıklar için Hesaplanan Kurumlar Vergisi

Adi ortaklık statüsüne sahip olan İhlas Marmara Evleri ve Güzelce'nin, kurumlar vergisi mükellefi olmaması sebebiyle mevcut projelerinin tamamlanması ve teslim edilmesi sonrası oluşması beklenen net kâr üzerinden kurumlar vergisi ödeme yükümlülüğü doğmayacaktır. Fakat adi ortaklıklarda oluşan kârların, adi ortaklıklarda ortaklığı bulunan hissedarlara payları oranında dağıtılması sonrası ilgili üst şirketlerde oluşacak net kâr üzerinden kurumlar vergisi ödeme yükümlülüğü doğmaktadır. Adi ortaklıklarda oluşacak kârların çatı şirketlere aktarıldığı yıllarda; ilgili şirketlerde geçmiş yıl zararların tamamının mahsup edilip, kurumlar vergisi ödemesi doğmaktadır. Bu sebeple değerlendirme çalışması kapsamında adi ortaklıklarda devam eden projelerin nakit akımlarının bugünkü değeri tahmin edilirken kurumlar vergisi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

İhlas Gayrimenkul Emtia ve Hazır Ticari Mal Satışları

İhlas Gayrimenkul'ün, ana faaliyet konusu olan gayrimenkul projelerinin yanı sıra emtia ve hazır ticari malların da satış ve pazarlama faaliyetlerini yaptığı anlaşılmaktadır. İhlas yönetimi tarafından alınan bilgilere göre, şirketin tanımı içerisinde yer almasına rağmen bu tarz faaliyetlerin devamlılık içermediği ve ana amacının gayrimenkul faaliyetlerine kaynak yaratmak olduğu anlaşılmaktadır. İhlas Gayrimenkul için emtia ve ticari mal satışları; miktar ve fiyatlarının öngörülebilir olmaması ve İhlas yönetimi tarafından ilgili satışlara yönelik bir projeksiyon sağlanamaması nedeniyle değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Armutlu Panorama Etabı

İnşaatı 2018 yılında büyük ölçüde tamamlanan Panorama etabındaki 450 adet daire, tam mülk olarak sahiplerine satılmaktadır. 2018 yılında bu dairelerin üçüncü şahıslara kiralama oranının %1 seviyesinde olduğu gözlemlenmektedir. Armutlu yönetiminden alınan bilgiye göre, Panorama etabında yer alan dairelerin görece yeni olması ve sahiplerinin tam mülk olarak mülkiyeti bulundurması nedeniyle üçüncü şahıslara kiralama oranının düşük olduğu anlaşılmaktadır. Panorama etabında yer alan dairelere yönelik yeterli geçmiş kiralama işlemi bulunmaması ve bu dairelerin bahsi geçen nedenlerden ötürü kiralama oranının düşük olacağı beklentisi nedeniyle, projeksiyon döneminde Panorama daireleri için devremülk kira geliri tahmin edilmemektedir.

Yönetici Özeti

Değerlemenin Amacı ve Ortaklık Yapıları

Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme A.Ş.

İhlas Ev Aletleri A.Ş.	%10,6
İhlas Holding A.Ş.	%9,7
Halka açık kısım	%79,7

İhlas İnşaat Holding A.Ş.

İhlas Holding A.Ş.	%95,0
Ahmet Mücahid Ören	%5,0

Değerlemenin Amacı

Bu çalışmanın amacı, 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in hisselerinin ayrı ayrı "Makul Piyasa Değeri"nin tahmin edilmesinde ve İhlas Gayrimenkul ile İhlas İnşaat Holding şirketlerinin, İhlas Gayrimenkul çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve değiştirme oranlarının hesaplanmasına yönelik uzman kuruluş raporunu hazırlamaktır.

Mevcut ve Birleşme Sonrası Ortaklık Yapıları

İhlas Gayrimenkul'ün 31.12.2018 konsolide mali tablosunda yer alan ödenmiş sermaye tutarı 140m TL'dir. İhlas Gayrimenkul, 27.12.2018 tarihi itibarıyla bedelli sermaye artırımına çıkacağını kamuya açıklamıştır. Bedelli sermaye artırımını 14.02.2019 tarihinde 10/240 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kararıyla onaylanmış ve ödenmiş sermaye tutarı 336m TL'ye artırılmıştır. Bu kapsamda birleşme öncesi İhlas Gayrimenkul'e yönelik ortaklık yapısı sermaye artışı sonrası en güncel oranları göstermektedir.

Birleşme ve değiştirme oranları hesaplamaları sermaye artışı sonucu olarak oluşan mevcut ortaklık yapısını ele almaktadır. Dolayısıyla birleşme sonrası artırılabilecek sermaye hesaplamalarında İhlas Gayrimenkul'ün bedelli sermaye artırımını sonrası ulaştığı ödenmiş sermaye tutarı dikkate alınmıştır.

Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme A.Ş.

İhlas Holding A.Ş.	%52,0
İhlas Ev Aletleri A.Ş.	%5,3
Ahmet Mücahid Ören	%2,5
Halka açık kısım	%40,2

Kaynak: İhlas yönetimi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

İhlas Gayrimenkul ve İhlas İnşaat Holding'in Gelir Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Yaklaşımı'ndan gelen değerleri kullanılarak oluşacak birleşme oranlarının ağırlıklandırılmasıyla hesaplanan %50,5 birleşme oranının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Birleşme Oranı (%)		İhlas Gayrimenkul			Seçilen Yöntem
		NV	GY	BY	
İhlas İnşaat Holding	NV	54,2%		52,7%	50,5%
	GY		49,7%	45,4%	
	BY				
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		İhlas Gayrimenkul			Seçilen Yöntem
		NV	GY	BY	
İhlas İnşaat Holding	NV	619.664.774		637.734.492	665.538.887
	GY		676.683.836	740.441.408	
	BY				
Artırılacak Sermaye (TL)		İhlas Gayrimenkul			Seçilen Yöntem
		NV	GY	BY	
İhlas İnşaat Holding	NV	283.664.774		301.734.492	329.538.887
	GY		340.683.836	404.441.408	
	BY				

Değerleme çalışmalarında dikkate alınmış farklı yöntemlere göre tahmin edilmiş şirket hisse değerleri, II-23.2 Birleşme ve Bölünme Tebliği'nde belirtilen usul ve esaslara göre çapraz olarak karşılaştırıldığında birleşme oranının bütün yöntemlere göre en düşük %45,4 en yüksek %54,2 olarak gerçekleşebileceği anlaşılmaktadır.

Seçilen Yöntem kapsamında kullanım gerekçeleri açıklanan yöntemlerin, şirketlerin makul değerini eşit ölçüde yansıttığı düşünülmektedir. Bu nedenle, Seçilen Yöntem kapsamında kullanılan değerleme yöntemlerine eşit oranda ağırlık verilmiştir.

Seçilen Yöntem dahilinde, yöntemlerin eşit oranda ağırlıklandırılması sonucu birleşme oranı %50,5 ve birleşme sonrası oluşacak sermaye ise **665.538.887 TL** olarak hesaplanmıştır. Buna göre artırılacak sermaye tutarı **329.538.887 TL**'dir.

İhlas Gayrimenkul	İhlas İnşaat Holding	Ağırlık	Kullanım Gerekçeleri
NV	NV	%25	Değerleme tarihi itibarıyla şirketlerin özkaynaklarının makul değerini devam eden projelerin risklerinden arındırılmış bir şekilde yansıttığı olması
GY	GY	%25	Devam eden projelere yönelik nakit akımlarını yansıttığı olması
BY	NV	%25	İhlas Gayrimenkul'ün yüksek oranda halka açık olması ve hisse fiyatı bilgisinin makul değere yönelik bir gösterge olarak kabul edilebilmesi
BY	GY	%25	

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları

Seçilen Yöntem

Seçilen Yöntem	
NV-NV	%25
GY-GY	%25
BY-NV	%25
BY-GY	%25

Birleşmeye Esas Ödenmiş Sermaye (TL)

Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Ödenmiş Sermayesi (A)	=	336.000.000
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Ödenmiş Sermayesi (B)	=	70.000.000

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (C)} = (\%25,0 * \%54,2) + (\%25,0 * \%49,7) + (\%25,0 * \%52,7) + (\%25,0 * \%45,4) = \boxed{\%50,48540}$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (D)} = \frac{A}{C} = \frac{336.000.000}{\%50,48540} = 665.538.887$$

$$\text{Artırılacak Sermaye (E)} = D - A = 665.538.887 - 336.000.000 = \boxed{329.538.887}$$

$$\text{İhlas İnşaat Holding Değişirme Oranı (F)} = \frac{E}{B} = \frac{329.538.887}{70.000.000} = \boxed{\%470,76984}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Hesaplama, İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi; sermaye artırımı etkisi de gözetilerek **336.000.000 TL** olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **329.538.887 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Seçilen Yöntem

Pay Sahibi	Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı				Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Ödenmiş Sermaye (TL)		Pay Oranı		Ödenmiş Sermaye (TL)	Pay Oranı
	İhlas Gayrimenkul	İhlas İnşaat	İhlas Gayrimenkul	İhlas İnşaat		
İhlas Ev Aletleri	35.510.827	-	%10,6	-	35.510.827	%5,3
İhlas Holding A.Ş.	32.758.402	66.500.000	%9,7	%95,0	345.820.345	%52,0
Halka açık kısım	267.730.771	-	%79,7	-	267.730.771	%40,2
Ahmet Mücahid Ören	-	3.500.000	-	%5,0	16.476.944	%2,5
Toplam	336.000.000	70.000.000	%100,0	%100,0	665.538.887	%100,0

Seçilen Yöntem kapsamında hesaplanan **%50,5**'lik oran ile gerçekleşecek birleşme sonucunda, İhlas Gayrimenkul'ün halka açıklık oranı **%40,2** olarak tahmin edilmektedir.

Birleşme ve Değişirme Oranları

Yöntem: Net Varlık Yaklaşımı (İhlas Gayrimenkul) – Net Varlık Yaklaşımı (İhlas İnşaat Holding)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Özsermaye Değeri (A)	=	306.646.006
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Özsermaye Değeri (B)	=	258.882.947
Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	336.000.000
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	70.000.000

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

İhlas Gayrimenkul Hisse Değeri	306.646.006
İhlas İnşaat Hisse Değeri	258.882.947
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	565.528.953

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (E)} = \frac{A}{A + B} = \frac{306.646.006}{306.646.006 + 258.882.947} = \boxed{\%54,22287}$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (F)} = \frac{C}{E} = \frac{336.000.000}{\%54,22287} = 619.664.774$$

$$\text{Artırılacak Sermaye (G)} = F - C = 619.664.774 - 336.000.000 = \boxed{283.664.774}$$

$$\text{İhlas İnşaat Holding Değişirme Oranı (H)} = \frac{G}{D} = \frac{283.664.774}{70.000.000} = \boxed{\%405,23539}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Hesaplama, İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi; sermaye artırım etkisi de gözetilerek **336.000.000 TL** olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **283.664.774 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları

Yöntem: Gelir Yaklaşımı (İhlas Gayrimenkul) – Gelir Yaklaşımı (İhlas İnşaat Holding)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Özsermaye Değeri (A)	=	342.232.971
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Özsermaye Değeri (B)	=	347.003.695
Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	336.000.000
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	70.000.000

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

İhlas Gayrimenkul Hisse Değeri	342.232.971
İhlas İnşaat Hisse Değeri	347.003.695
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	689.236.666

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A + B}$	=	$\frac{342.232.971}{342.232.971 + 347.003.695}$	=	%49,65391
Ulaşılabacak Sermaye (F)	=	$\frac{C}{E}$	=	$\frac{336.000.000}{\%49,65391}$	=	676.683.836
Artırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	676.683.836 - 336.000.000	=	340.683.836
İhlas İnşaat Holding Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{340.683.836}{70.000.000}$	=	%486,69119

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Hesaplama, İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi; sermaye artırım etkisi de gözetilerek **336.000.000 TL** olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **340.683.836 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları

Yöntem: Borsa Yaklaşımı (İhlas Gayrimenkul) – Gelir Yaklaşımı (İhlas İnşaat Holding)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Özsermaye Değeri (A)	=	288.282.157
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Özsermaye Değeri (B)	=	347.003.695
Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	336.000.000
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	70.000.000

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

İhlas Gayrimenkul Hisse Değeri	288.282.157
İhlas İnşaat Hisse Değeri	347.003.695
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	635.285.851

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A + B}$	=	$\frac{288.282.157}{288.282.157 + 347.003.695}$	=	%45,37834
Ulaşılabacak Sermaye (F)	=	$\frac{C}{E}$	=	$\frac{336.000.000}{\%45,37834}$	=	740.441.408
Artırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	740.441.408 - 336.000.000	=	404.441.408
İhlas İnşaat Holding Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{404.441.408}{70.000.000}$	=	%577,77344

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Hesaplama, İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi; sermaye artırım etkisi de gözetilerek **336.000.000 TL** olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **404.441.408 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları

Yöntem: Borsa Yaklaşımı (İhlas Gayrimenkul) – Net Varlık Yaklaşımı (İhlas İnşaat Holding)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Özsermaye Değeri (A)	=	288.282.157
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Özsermaye Değeri (B)	=	258.882.947
Devralan Ortaklığın (İhlas Gayrimenkul) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	336.000.000
Devrolan Ortaklığın (İhlas İnşaat Holding) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	70.000.000

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

İhlas Gayrimenkul Hisse Değeri	288.282.157
İhlas İnşaat Hisse Değeri	258.882.947
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	547.165.103

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A + B}$	=	$\frac{288.282.157}{288.282.157 + 258.882.947}$	=	%52,68650
Ulaşılabacak Sermaye (F)	=	$\frac{C}{E}$	=	$\frac{336.000.000}{\%52,68650}$	=	637.734.492
Artırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	637.734.492 - 336.000.000	=	301.734.492
İhlas İnşaat Holding Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{301.734.492}{70.000.000}$	=	%431,04927

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Hesaplama, İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi; sermaye artırım etkisi de gözetilerek **336.000.000 TL** olarak dikkate alınmıştır. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **301.734.492 TL** olarak hesaplanmaktadır.

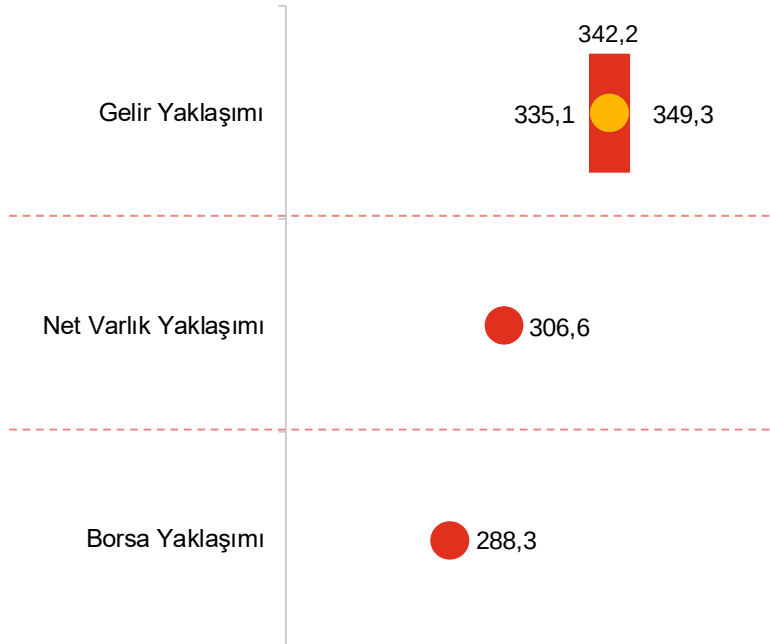
Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul

31.12.2018 itibarıyla İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **342m TL** olarak, Net Varlık Yaklaşımı'na göre ise **307m TL** olarak tahmin edilmektedir. Borsa Yaklaşımı'na göre İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **288m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değeri – İhlas Gayrimenkul (m TL)



Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün hisse değeri, şirket tarafından yaratılması beklenen nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine indirgenmesi ile tahmin edilmektedir. Bu kapsamda, İhlas Gayrimenkul'ün yalnızca devam etmekte olan Bizimevler 8 projesinin nakit akımları tahmin edilmiş olup, gelecekte üstlenilmesi muhtemel potansiyel inşaat projelerinin etkisi Gelir Yaklaşımı kapsamında incelenmemektedir. İhlas Gayrimenkul için tahmin edilen hisse değerine, İhlas Marmara Evleri'nin Gelir Yaklaşımı kapsamında hesaplanan toplam hisse değerinin; İhlas Marmara Evleri'nin adi ortaklık payı da dikkate alınarak eklenmesiyle ulaşılmaktadır.

Net Varlık Yaklaşımı'nda ise İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri, şirketin TMS'ye uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilançosunda yer alan toplam özkaynak tutarına (temsil hakları bulunmayan azınlık payları hariç) eşit olarak kabul edilmektedir.

Borsa Yaklaşımı'na göre İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri, sermaye artırımını sonrası dönemde gerçekleşmiş ve işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatının hisse adedi ile çarpılması ile tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün ve iştiraklerinin şirket değerlerine uygulanan duyarlılık analizi dikkate alındığında, İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **342m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **307m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Borsa Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri ise **288m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, İhlas Gayrimenkul altında faaliyet gösteren İhlas Marmara Evleri'nin şirket değeri, devam eden projelerinden yaratılması beklenen nakit akımları dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

İhlas Gayrimenkul Hisse Değeri Tahmini

İhlas Gayrimenkul	TL	Pay Oranı
Gelir Yaklaşımı Sonucu Değeri	140.671.258	
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195.278.400	
İştirak Değeri Öncesi Hisse Değeri	335.949.658	
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	6.283.313	
<i>İhlas Marmara Evleri</i>	6.283.313	10,00%
Toplam Hisse Değeri	342.232.971	

İhlas Marmara Evleri	TL
ME4 & ME5 Projeleri Net Bugünkü Değeri	98.497.206
Net Borçluluk	(35.664.072)
Toplam Hisse Değeri	62.833.133

Sermaye artırımı düzeltmesi tahmin edilirken bedelli sermaye artırımı ile elde edilen kaynaklar ve katlanılmış zorunlu harcamalar dikkate alınmıştır.

Sermaye Artırımı Düzeltmesi	31 Aralık 2018
Sermaye Artırımı	196.000.000
Zorunlu Harcamalar	(721.600)
SPK Kayıt Ücreti (Payların ihraç değeri üzerinden %0,2)	(392.000)
BİST Kota Alma Ücreti (%0,03+BSMV)	(61.740)
MKK İhraççı Hizmet Bedeli (%0,005+BSMV)	(10.290)
Rekabeti Koruma Fonu (%0,04)	(78.400)
Aracı Kurum Ücreti (BSMV dahil)	(177.670)
Noter ve benzeri harcamalar	(1.500)
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195.278.400

Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla İhlas Gayrimenkul'ün Net Varlık Değeri **306,6m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Net Varlık Değeri

İhlas Gayrimenkul	TL
Ödenmiş Sermaye	210.140.548
Sermaye	140.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	70.140.548
Sermaye Yedekleri	776.560
Kâr Yedekleri	9.580.143
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	(107.157.078)
Dönem Net Kârı / (Zararı)	(1.972.567)
Azınlık Payları	(651.487)
Toplam Özkaynak	110.716.119
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195.278.400
Azınlık Payları Düzeltmesi	651.487
Net Varlık Değeri	306.646.006

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve İrfan YMM'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TMS'ye uygun mali tablolarda yer alan İhlas Gayrimenkul konsolide özkaynak tutarı bulunmaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS standartlarına uygun, 31.12.2018 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

İhlas Gayrimenkul için 31.12.2018 sonrasında gerçekleşen 196m TL tutarındaki bedelli sermaye artırımının net varlık değeri üzerindeki etkisi, kaynakların şirket kontrolüne geçtiği tarih ve zorunlu harcamaların etkisi göz önüne alınarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını düzeltmesi sonrası İhlas Gayrimenkul'ün Net Varlık Değeri **306,6m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Raporlama standartları gereği konsolidasyon kapsamında özkaynaklar içerisinde değerlendirilen azınlık payları, şirketlerin ödenmiş sermayeleri içerisinde temsil payları bulunmadığı için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

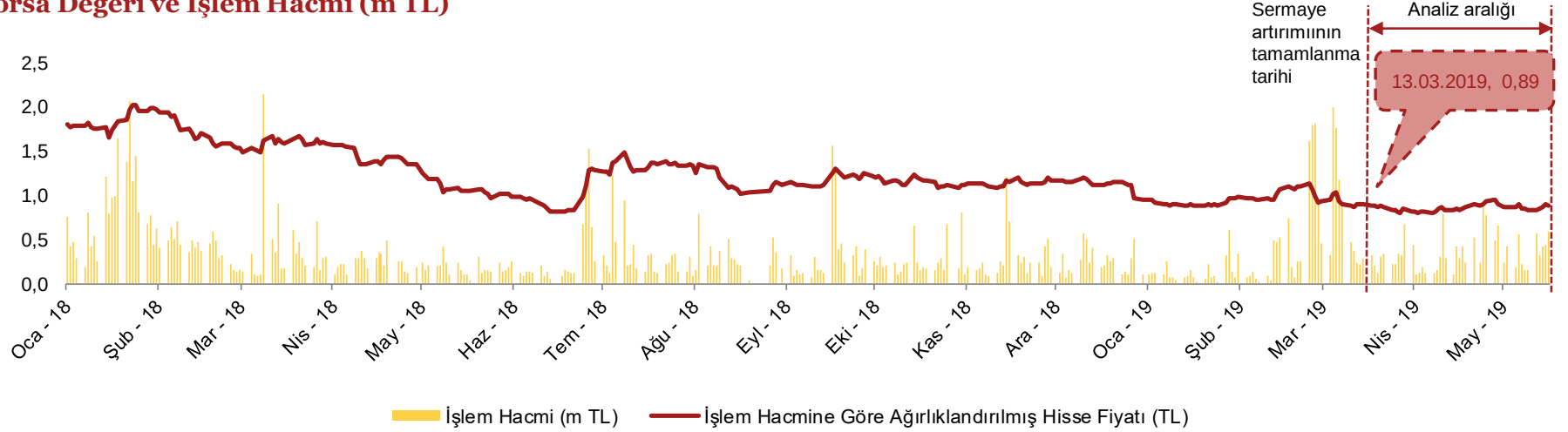
Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul

Borsa Yaklaşımı

İhlas Gayrimenkul'ün değerleme çalışması tarihi itibarıyla Borsa Yaklaşımı'na göre toplam hisse değeri **288,3m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Borsa Değeri ve İşlem Hacmi (m TL)



İhlas Gayrimenkul

İşlem Hacmine Göre Ağırlıklandırılmış Hisse Fiyatı (TL)	0,86
Toplam Hisse Adedi	336.000.000
Toplam Hisse Değeri (TL)	288.282.157

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan işlem hacmine göre ağırlıklı ortalama hisse fiyatı olan 0,86 TL, sermaye artırımının tamamlandığı 13 Mart 2019 ile rapor tarihi itibarıyla mevcut en güncel hisse fiyatı bilgisinin bulunabildiği tarih olan 17 Mayıs 2019 arasını kapsamaktadır.

Bedelli sermaye artırımının halka açıklandığı tarih olan 27 Aralık 2018 tarihi ile 13 Mart 2019 tarihi arasında İhlas Gayrimenkul'ün borsada işlem gören hisselerinin fiyatının düştüğü gözlemlenmektedir. 27 Aralık 2018 tarihinde günlük ortalama fiyat 1,12 TL olarak gerçekleşmiş, 13 Mart 2019 tarihine kadar fiyat 0,89 TL seviyesine kadar düşmüştür. Borsa Yaklaşımı kapsamında bedelli sermaye artırımı sürecinin tamamlanmasından önceki halka açık hisse fiyatının şirketin sermaye artırımı sonrası durumunun göstergesi olamayacağı düşünülmüş, dolayısıyla sadece yukarıdaki tabloda gösterilen analiz aralığındaki fiyat çalışmaya dahil edilmiştir.

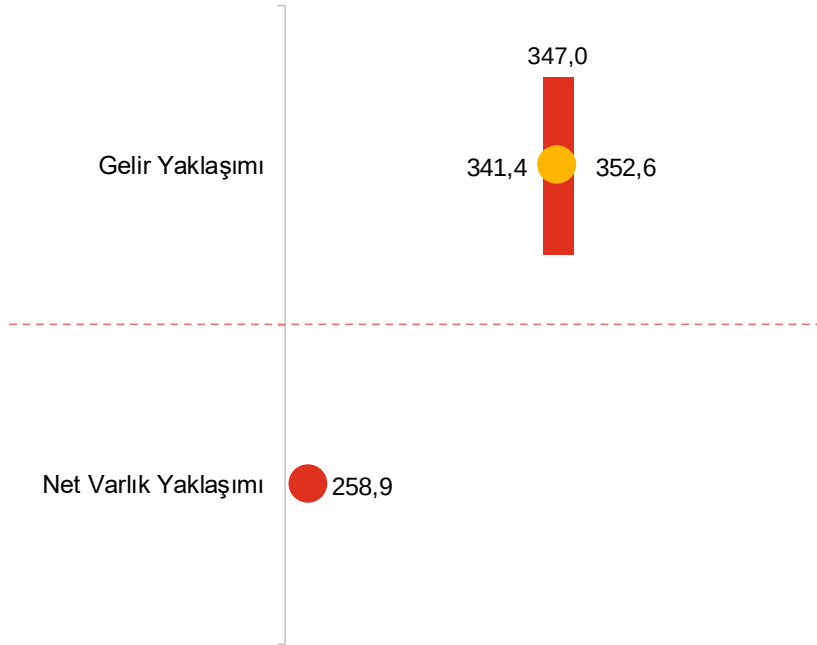
Kaynak: Capital IQ, Bloomberg, KAP, PwC Analizi

Değerleme Sonuçları

İhlas İnşaat Holding

31.12.2018 itibarıyla İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **347m TL** olarak, Net Varlık Yaklaşımı'na göre ise **259m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değeri – İhlas İnşaat Holding (m TL)



Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas İnşaat Holding'in iştiraklerinin Gelir Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiş hisse değerleri şirketin sahiplik oranları dahilinde dikkate alınmıştır. İhlas İnşaat Holding seviyesinde gelir getirici ve devamlılık ifade eden bir faaliyet bulunmadığı anlaşıldığı için iştiraklerden gelen değer, İhlas İnşaat Holding'in solo özkaynak değeriyle beraber dikkate alınarak İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri tahmin edilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı'nda ise İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri, şirketin TMS'ye uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilançosunda yer alan toplam özkaynak (temsil hakları bulunmayan azınlık payları hariç) tutarına eşit olarak kabul edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı kapsamında hesaplanan iştirak değerleri, şirketin solo özkaynak tutarı ile birlikte dikkate alındığında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **347m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **259m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

İhlas İnşaat Holding

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, İhlas İnşaat Holding altında faaliyet gösteren iştiraklerin şirket değerleri (Armutlu ve Kuzuluk hariç), devam eden projelerden yaratılması beklenen nakit akımları dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Armutlu ve Kuzuluk için değerlendirme çalışmalarında şirket yönetimleri tarafından sağlanan 5 yıllık iş planları ve sonraki döneme dair nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır.

İhlas İnşaat Holding Hisse Değeri Tahmini

İhlas İnşaat Holding	TL	Pay Oranı
İhlas İnşaat Holding Özkaynak Değeri (solo)	79.178.718	
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	267.824.976	
İhlas Proje Taahhüt	117.154.130	95,0% A
İhlas Yapı	117.364.357	76,8% B
Armutlu	31.668.491	100,0% C
Kuzuluk	1.637.998	18,6%
Toplam Hisse Değeri	347.003.695	

İhlas İnşaat Holding'in gelir yaklaşımına göre değerlendirme çalışmasında şirketin iştiraklerinin gelir yaklaşımına göre tahmin edilmiş toplam hisse değerleri İhlas İnşaat Holding'in efektif sahiplik oranları dahilinde dikkate alınmıştır. İhlas İnşaat Holding seviyesinde gelir getirici ve devamlılık ifade eden bir faaliyet bulunmadığı anlaşıldığı için iştiraklerden gelen değer İhlas İnşaat Holding'in solo özkaynak değeriyle beraber dikkate alınarak İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri tahmin edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı kapsamında, hesaplanan iştirak değerleri dikkate alındığında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **347m TL** olarak tahmin edilmektedir.

İhlas Proje Taahhüt	Pay Oranı
Net Varlık Değeri*	91.773.228
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	31.546.908
İhlas Yapı	31.546.908 20,6%
Toplam Hisse Değeri	123.320.137 A

İhlas Yapı	Pay Oranı
Net Varlık Değeri*	146.181.505
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	6.623.832
Güzelce	3.482.176 5,0%
İhlas Marmara Evleri	3.141.657 5,0%
Toplam Hisse Değeri	152.805.337 B

Armutlu	Pay Oranı
Gelir Yaklaşımı Sonucu Değeri	24.617.968
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	7.050.523
Kuzuluk	7.050.523 79,9%
Toplam Hisse Değeri	31.668.491 C

* İhlas Proje Taahhüt ve İhlas Yapı'nın devam eden projeleri üzerine uygulanan değerlendirme yöntemi dikkate alınarak ulaşılan hisse değerleri; şirketlerin Net Varlık Değerleri olarak ele alınmaktadır.

Değerleme Sonuçları

İhlas İnşaat Holding

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla İhlas İnşaat Holding'in Net Varlık Değeri **258,9m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Net Varlık Değeri

İhlas İnşaat Holding	TL
Ödenmiş Sermaye	70.000.000
Sermaye Yedekleri	4.560.000
Kâr Yedekleri	5.329.225
Aktüeryal Kazanç / (Kayıp)	436.545
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	158.515.215
Dönem Net Kârı / (Zararı)	20.041.961
Azınlık Payları	9.037.505
Toplam Özkaynak	267.920.452
Azınlık Payları Düzeltmesi	(9.037.505)
Net Varlık Değeri	258.882.947

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve İrfan YMM'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TMS'ye uygun mali tablolarda yer alan İhlas İnşaat Holding konsolide özkaynak tutarı bulunmaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS standartlarına uygun, 31.12.2018 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

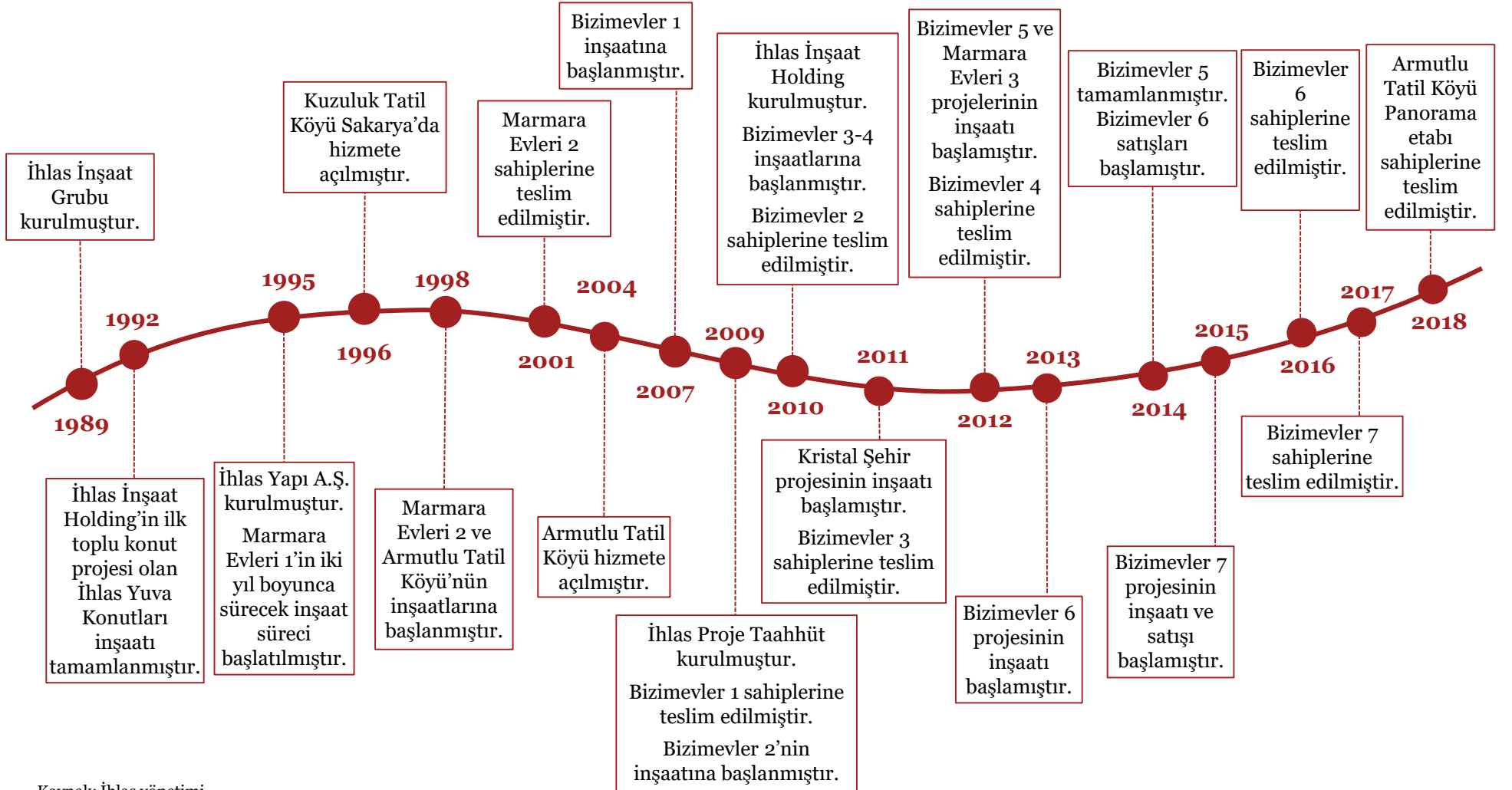
Raporlama standartları gereği konsolidasyon kapsamında özkaynaklar içerisinde değerlendirilen azınlık payları, şirketlerin ödenmiş sermayeleri içerisinde temsil payları bulunmadığı için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

İhlas İnşaat Holding'in değerleme tarihi itibarıyla konsolide özkaynak tutarı 267,9m TL olup, azınlık paylarının düzeltilmesiyle Net Varlık Değeri **258,9m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Birleşmeye Konu Olan Şirketler

Birleşme Çalışmasına Konu Şirketler Tarihsel Gelişim

İhlas Holding, 1989 yılında temellerini attığı İnşaat Grubu şirketleri ile gayrimenkul proje geliştirme alanında faaliyet göstermektedir.



Kaynak: İhlas yönetimi

Birleşme Çalışmasına Konu Şirketler Faaliyetler

1 İhlas Gayrimenkul

- İhlas Gayrimenkul konut ve ticari alanları içeren gayrimenkul projeleri geliştirmektedir. 2017 yılında madencilik faaliyetlerinin yanına inşaat, pazarlama ve enerji faaliyetlerini katabilmek amacıyla; yönetim kurulunun 2016/23 sayılı almış olduğu karar ile şirketin ticari ünvanı İhlas Madencilik A.Ş.'den İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
- Şirket halihazırda direkt olarak Bizimevler 8 projesinin üstleniciliğini sürdürürken, %10 oranında iştirak ettiği İhlas Marmara Evleri kanalıyla Marmara Evleri 4 ve 5 projelerinde de yer almaktadır.
- İhlas Gayrimenkul İhlas Marmara Evleri'ne ek olarak, İhlas China ve İhlas Madencilik şirketlerine de iştirak etmektedir.

İnşaat Grubu

İhlas Marmara Evleri

Marmara Evleri 4:
640 konut +
44 ticari ünite

Marmara Evleri 5:
681 konut +
20 ticari ünite

Bizimevler 8:
236 konut +
29 ticari ünite



Diğer

İhlas China
İhlas Maden

... Yapımı devam eden projeler

2 İhlas İnşaat Holding A.Ş.

- İhlas İnşaat Holding; gayrimenkul proje geliştirme şirketlerine ek olarak iki turizm şirketini de bünyesinde barındıran bir holding şirkettir.
- İştirakleri olan İhlas Proje Taahhüt, İhlas Yapı şirketleri ile Güzelce'nin inşaat iş kolunda; yapımı devam eden Güzelce projesi ile yapımı tamamlanmış Kristalşehir ve Bizimevler projeleri bulunmaktadır.
- Yalova ve Sakarya'da bulunan Armutlu ve Kuzuluk adlı iki tatil köyü kompleksi ile de turizm faaliyetlerini sürdürmektedir.

İnşaat Grubu

İhlas Proje Taahhüt

Kristalşehir:
4.655 konut +
82 ticari ünite

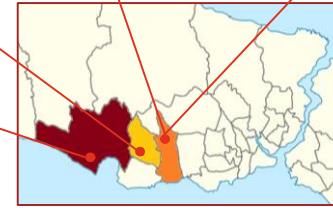
İhlas Yapı

Bizimevler 6:
1.661 konut +
158 ticari ünite

Bizimevler 7:
532 konut +
48 ticari ünite

Güzelce

Güzelce:
709 konut +
111 ticari ünite



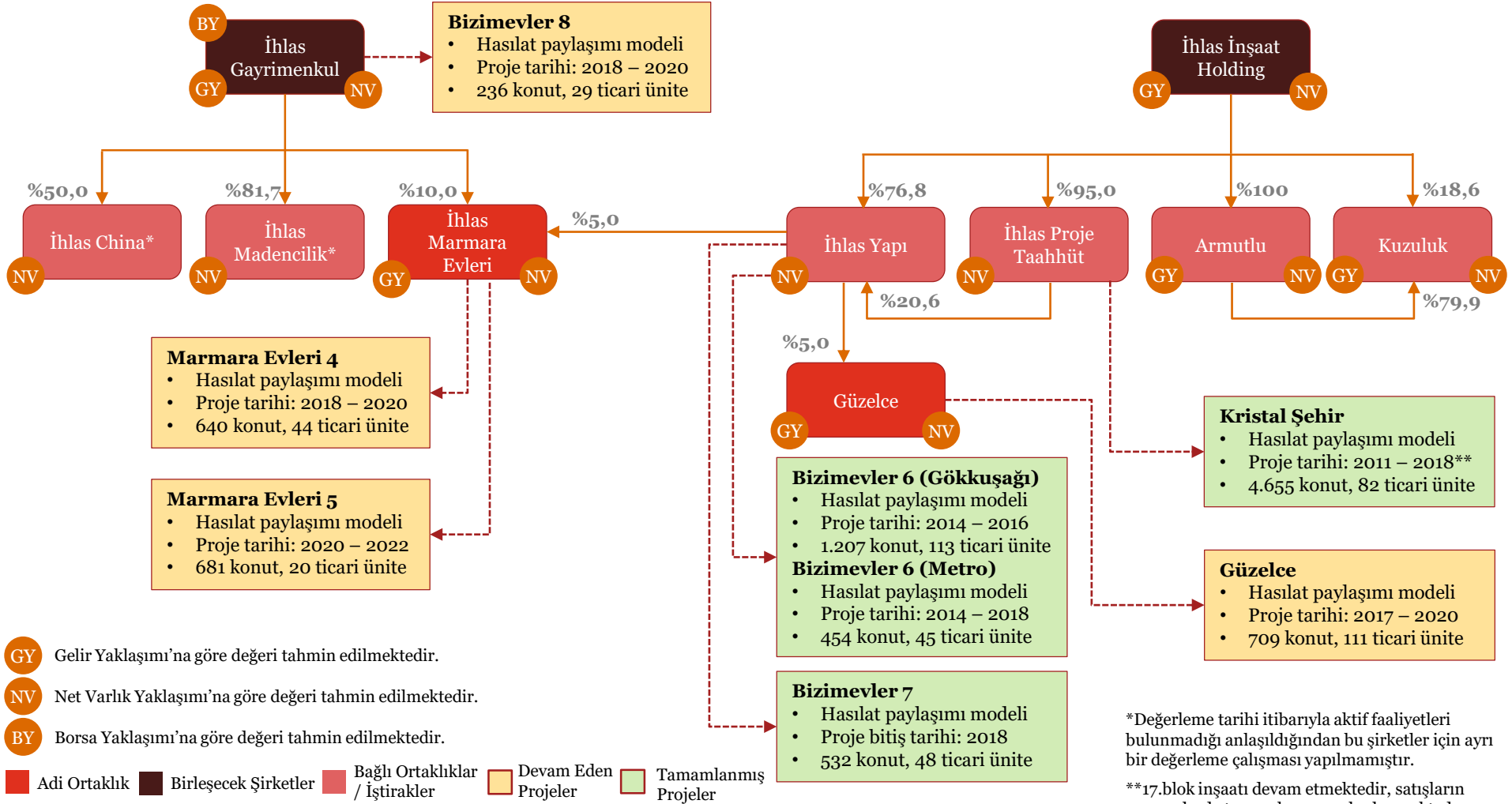
... Yapımı devam eden projeler ... Tamamlanmış projeler

Turizm Grubu

Armutlu
Kuzuluk

Kaynak: İhlas yönetimi

Birleşme Çalışmasına Konu Şirketler Ortaklık Yapısı



*Değerleme tarihi itibarıyla aktif faaliyetleri bulunmadığı anlaşıldığından bu şirketler için ayrı bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

**17.blok inşaatı devam etmektedir, satışların 2020 yılında tamamlanması planlanmaktadır.

Değerleme Analizleri

1	İhlas Gayrimenkul	33
1.1	Geçmiş Finansal Performans	34
1.2	Değerleme Analizi	39
1.3	İhlas Marmara Evleri	47
2	İhlas İnşaat Holding	56
2.1	İhlas Proje Taahhüt	61
2.2	İhlas Yapı	66
2.3	Güzelce	71
2.4	Armutlu	78
2.5	Kuzuluk	93

İhlas Gayrimenkul

1	İhlas Gayrimenkul	33
1.1	Geçmiş Finansal Performans	34
1.2	Değerleme Analizi	39
1.3	İhlas Marmara Evleri	47

Geçmiş Finansal Performans

Bilanço (1/2)

İhlas Gayrimenkul için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş solo bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	21.186	127.548	210.955
Nakit Ve Nakit Benzerleri	172	13.779	288
1 Ticari Alacaklar	13.892	15.498	77.742
2 Stoklar	547	71.962	93.186
3 Peşin Ödenmiş Giderler	5.266	24.360	35.673
Diğer Dönen Varlıklar	1.309	1.949	4.067
Duran Varlıklar	44.390	43.817	48.309
Finansal Duran Varlıklar	7.014	7.116	7.108
4 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	17.504	19.353	21.304
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.988	6.864	6.409
Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar	2.739	2.726	2.726
5 Şerefiye	5.923	5.923	5.923
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.056	1.668	4.661
Diğer Alacaklar	166	166	178
Aktif Toplam	65.576	171.365	259.264
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.296	47.782	44.461
Ticari Borçlar	716	46.867	43.125
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	90
Ertelenmiş Gelirler	-	-	89
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	817	290	390
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	763	624	767
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.268	2.696	95.511
Ertelenmiş Gelirler	-	-	91.418
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	387	224	38
Ertelenmiş Vergi Borcu / (Yükümlülüğü)	805	877	1.641
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	76	1.595	2.415
Özkaynaklar	62.013	120.888	119.293
Pasif Toplam	65.576	171.365	259.264

- 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla ticari alacakların 51m TL'si Bizimevler 8 projesindeki konut ve ticari ünitelerin senet karşılığı satışlarıyla ilgilidir. Proje ile ilgili alacakların vadesi 2019 yılı içerisinde bitmektedir. Kalan 19m TL diğer emtia satışları ve muhtelif inşaat projelerine ait konut ve ünite satışlarıyla ilgilidir. İlişkili taraflardan alacaklar toplam 7.5m TL'dir.
- Stokların 68m TL'si Bizimevler 8 projesinin yapımındaki inşaat maliyetlerinden, 7m TL'si hasılat paylaşımı anlaşması karşılığında İhlas Marmara Evleri 4 inşaat projesine verdiği arsa stoğunu temsil etmektedir. İhlas Gayrimenkul, Marmara Evleri 4 projesinde bulunan 1.431 m² büyüklüğündeki arsası üzerinden %45 arsa sahibi, %55 İhlas Marmara Evleri olmak üzere hasılat paylaşımı anlaşması yapmıştır. Kalan bakiye ise İhlas Gayrimenkul'ün stoklarında bulunan muhtelif inşaat projelerine ait konutları ve ev aletleri stoklarından oluşmaktadır. İhlas yönetiminden alınan bilgiye göre bu konutların tamamının 2019 yılında satılması planlanmaktadır.
- Peşin ödenmiş giderlerin 18m TL'si Marmara Evleri 4 projesinin inşaatı için ödenen avans bakiyesinden oluşmaktadır. Geri kalan 17m TL'si ise Bizimevler 8 projesine yönelik taşeronlara avans olarak ödenen ve proje tamamlanana kadar hakediş tahakkuklarının faturalandırılması sonucu maliyetlerle ilişkilendirilecek avans bakiyelerinden oluşmaktadır.
- Yatırım amaçlı gayrimenkuller, çeşitli kuruluşlar tarafından kullanılan bina ve arsalardan oluşmaktadır. Gayrimenkul bakiyesinin önemli bir kısmını Yenibosna'da bulunan İhlas Holding merkez binasının bağımsız bölümleri (24 Pafta, 10913 parselde yer alan) oluşturmaktadır.
- Şerefiye kaydı, İhlas Madencilik'in iktisabından kaynaklanmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans

Bilanço (2/2)

İhlas Gayrimenkul için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş solo bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL) 31.12.2016 31.12.2017 31.12.2018

Dönen Varlıklar	21.186	127.548	210.955
Nakit Ve Nakit Benzerleri	172	13.779	288
Ticari Alacaklar	13.892	15.498	77.742
Stoklar	547	71.962	93.186
Peşin Ödenmiş Giderler	5.266	24.360	35.673
Diğer Dönen Varlıklar	1.309	1.949	4.067
Duran Varlıklar	44.390	43.817	48.309
Finansal Duran Varlıklar	7.014	7.116	7.108
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	17.504	19.353	21.304
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.988	6.864	6.409
Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar	2.739	2.726	2.726
Şerefiye	5.923	5.923	5.923
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.056	1.668	4.661
Diğer Alacaklar	166	166	178
Aktif Toplam	65.576	171.365	259.264
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.296	47.782	44.461
6 Ticari Borçlar	716	46.867	43.125
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	90
Ertelenmiş Gelirler	-	-	89
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	817	290	390
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	763	624	767
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.268	2.696	95.511
7 Ertelenmiş Gelirler	-	-	91.418
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	387	224	38
Ertelenmiş Vergi Borcu / (Yükümlülüğü)	805	877	1.641
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	76	1.595	2.415
Özkaynaklar	62.013	120.888	119.293
Pasif Toplam	65.576	171.365	259.264

- 6 Ticari borçların 38,7m TL'si Bizimevler 8 projesinin arsa sahiplerine hasılat payı sözleşmesi kapsamında olan borcunu ifade etmektedir.
- 7 Ertelenmiş gelirler Bizimevler 8 projesinin satışlarından elde edilen hasılatı ifade eder ve inşaat tamamlandığında gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilecektir.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

İhlas Gayrimenkul için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş solo gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
1 Net Satışlar	3.461	10.898	17.860
2 Satışların Maliyeti	(3.283)	(9.637)	(16.000)
Brüt Kâr	178	1.261	1.860
3 Faaliyet Giderleri	(2.455)	(3.386)	(5.320)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-	-	(205)
Genel Yönetim Giderleri	(2.455)	(3.386)	(5.115)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	2.922	763	(1.861)
FAVÖK	645	(1.362)	(5.321)
Amortisman	(108)	(90)	(410)
FVÖK	537	(1.452)	(5.731)
Diğer Gelir ve Giderler	(812)	(1.597)	2.353
Finansal Gelir ve Giderler	-	174	(33)
Vergi Öncesi Kâr	(275)	(2.875)	(3.411)
Dönem Karı Vergi Karşılığı	(201)	555	2.233
Dönem Net Kârı/(Zararı)	(476)	(2.321)	(1.177)

Bizimevler 8 projesinin hasılatı ertelenmiş gelirlerde izlenmekte olup inşaat bitiminde gelir tablosuna kaydedilecektir. Bu sebeple İhlas Gayrimenkul'ün gelir tablosunda bulunan bakiyeler, Bizimevler 8 projesinin dışında kalan faaliyetlerle ilgilidir. İhlas Gayrimenkul; ağırlıklı olarak inşaat/gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermeye başladığından, inşaat faaliyetlerini geliştirme döneminde kâr elde etmek amacı ile ana faaliyet konularından biri olan muhtelif emtia ve ev aletleri alım-satım faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Söz konusu faaliyetlerin ilerleyen dönemde inşaat faaliyetlerinin artması ile birlikte devam etmeyeceği, gelir yaklaşımı kapsamında tahmin edilen hisse değerine etkisi olmayacağı varsayılmaktadır.

- 1 Net satışlar; ev aletleri satışı ya da diğer projelerden konut satışları gibi inşaat yapımı dışında kalan kanallardan elde edilmektedir. 2018 yılında net satışlar tutarının 12m TL'si emtia satışlarından elde edilmektedir. Muhtelif inşaat projelerine ait konut satışları ise 5m TL'dir.
- 2 Satışların maliyetinin 12m TL'sini emtia satış maliyeti, 3,9m TL'sini muhtelif inşaat projelerine ait konut satışlarının maliyeti oluşturmaktadır.
- 3 Faaliyet giderleri büyük ölçüde genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderlerinin içeriğini ise personel giderleri, huzur hakkı ödemeleri, vergi ve harç giderleri oluşturmaktadır.

Geçmiş Finansal Performans

Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2016	2017	2018
Ticari Alacaklar	13.892	15.498	77.742
Stoklar	547	71.962	93.186
Peşin Ödenmiş Giderler	5.266	24.360	35.673
Diğer Dönen Varlıklar	1.309	1.949	4.067
Dönen Varlıklar	21.014	113.770	210.668
Ticari Borçlar	716	46.867	43.125
Ertelenmiş Gelirler	-	-	91.507
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.966	1.139	896
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.682	48.006	135.527
Raporlanan Net İşletme Sermayesi	18.332	65.764	75.140
Düzeltilmeler			
1 Grup içi Alacaklar	-	-	(7.522)
2 B8 arsa sahibi stoktan avanslara sınıflama	-	-	(48.500)
2 Verilen Sipariş Avansları	-	-	48.500
3 Diğer Dönen Varlıklar	(1.309)	(1.928)	(4.036)
Toplam	(1.309)	(1.928)	(11.558)
Düzeltilmiş NİS	2016	2017	2018
Ticari Alacaklar	13.892	15.498	70.220
Stoklar	547	71.962	44.686
Peşin Ödenmiş Giderler	5.266	24.360	84.173
3 Diğer Dönen Varlıklar	-	21	31
Dönen Varlıklar	19.705	111.842	199.109
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.682	48.006	135.527
Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi	17.023	63.836	63.582

- 2018 yılında ticari alacaklar içerisinde bulunan 7.5m TL tutarında grup içi alacaklar net işletme sermayesine dahil edilmemiştir. Toplam ilişkili tutarın 5m TL'si İhlas Pazarlama'dan, 2m TL'si ise İhlas Holding'den alacaklardır.
- Bizimevler 8 arsa maliyeti inşaat başlangıcında henüz maliyet oluşmadan stoklara dahil edildiğinden dolayı, stoklardan verilen sipariş avanslarına 48.5m TL yeniden sınıflama yapılmıştır.
- Diğer dönen varlıklardan devreden KDV bakiyesi ayrı olarak takip edildiği için yeniden sınıflandırılmıştır. Kalan bakiye ise kurumlar vergisi inşaat stopaj kesintisi ve vadeli mevduat vergisinden oluşmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans

Net Borçluluk ve Operasyonel Olmayan Varlıklar

Net Borçluluk 31.12.2018

Nakit ve Nakit Benzerleri	288
Diğer Alacaklar	178
Grup İçi Borçlar	(90)
1 Borç, Kıdem ve Gider Karşılıkları	(1.339)
2 Diğer uzun vadeli yükümlülükler	(1.375)

Net Borçluluk (2.338)

Düzeltilmeler

Grup içi Alacaklar	7.522
Düzeltilmiş Net Borçluluk	5.184

Operasyonel olmayan duran varlıklar 31.12.2018

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	21.304
3 Finansal Duran Varlıklar	7.108
Şerefiye	5.923
4 Maden Sahaları Arama ve İşletme Hakları	8.990

Kayıtlı iştirak değeri silinmesi (Marmara Evleri) (113)

Operasyonel Olmayan Duran Varlıklar	43.212
5 Marmara Evleri İştirak Değeri	6.283
Toplam	49.495

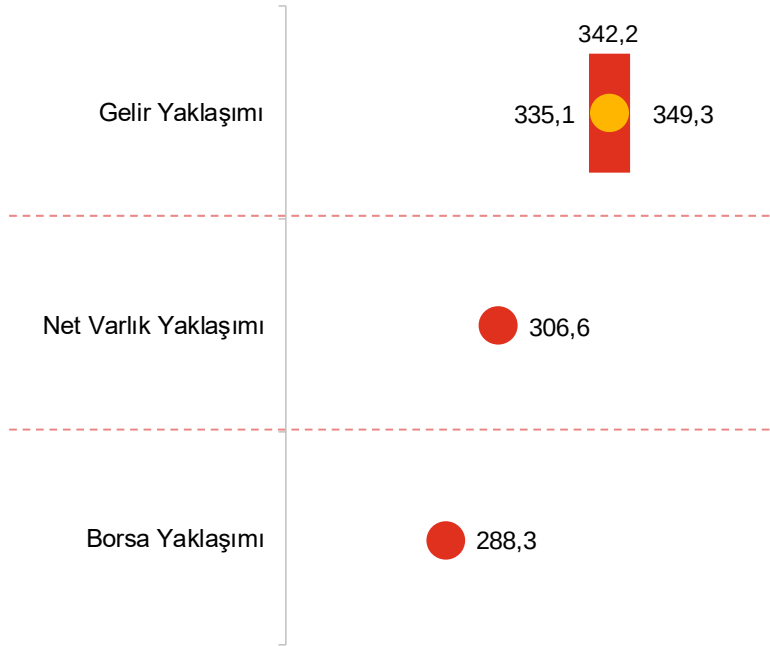
- 1 Kıdem tazminatı ve gider karşılığında oluşmaktadır.
- 2 CVK Maden İşletmeleri'nden alınan uzun vadeli depozito ve teminatlardan oluşmaktadır.
- 3 Finansal duran varlıklar, değerlendirme çalışması kapsamında dikkate alınmayan İhlas Madencilik ve İhlas China ile İhlas Marmara Evleri'nin kayıtlı iştirak değerini içermektedir.
Finansal duran varlıklar bakiyesinin büyük bir kısmı ile şerefiye hesabının tamamı İhlas Madencilik'in iktisabından kaynaklanmaktadır.
- 4 İhlas Madencilik altında yürütülen maden sahaları arama ve işletme hakları sabit kıymetlerden operasyonel olmayan duran varlıklara sınıflandırılmıştır.
- 5 Operasyonel olmayan varlıkların toplam değeri tahmin edilirken İhlas Marmara Evleri'nin kayıtlı iştirak değeri, İhlas Marmara Evleri için yapılmış değerlendirme çalışmasının sonucu dikkate alınarak düzeltilmektedir.

Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul

31.12.2018 itibarıyla İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **342m TL** olarak, Net Varlık Yaklaşımı'na göre ise **307m TL** olarak tahmin edilmektedir. Borsa Yaklaşımı'na göre İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **288m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değeri – İhlas Gayrimenkul (m TL)



Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün hisse değeri, şirket tarafından yaratılması beklenen nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine indirgenmesi ile tahmin edilmektedir. Bu kapsamda, İhlas Gayrimenkul'ün yalnızca devam etmekte olan Bizimevler 8 projesinin nakit akımları tahmin edilmiş olup, gelecekte üstlenilmesi muhtemel potansiyel inşaat projelerinin etkisi Gelir Yaklaşımı kapsamında incelenmemektedir. İhlas Gayrimenkul için tahmin edilen hisse değerine, İhlas Marmara Evleri'nin Gelir Yaklaşımı kapsamında hesaplanan toplam hisse değerinin; İhlas Marmara Evleri'nin adi ortaklık payı da dikkate alınarak eklenmesiyle ulaşılmaktadır.

Net Varlık Yaklaşımı'nda ise İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri, şirketin TMS'ye uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilançosunda yer alan toplam özkaynak tutarına (temsil hakları bulunmayan azınlık payları hariç) eşit olarak kabul edilmektedir.

Borsa Yaklaşımı'na göre İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri, sermaye artırımını sonrası dönemde gerçekleşmiş ve işlem hacmine göre ağırlıklılandırılmış ortalama hisse fiyatının hisse adedi ile çarpılması ile tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün ve iştiraklerinin şirket değerlerine uygulanan duyarlılık analizi dikkate alındığında, İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **342m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri **307m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Borsa Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değeri ise **288m TL** olarak tahmin edilmektedir.

İhlas Gayrimenkul Sermaye Artırımı

8 Mart 2019 tarihi itibarıyla, İhlas Gayrimenkul'ün 196m TL tutarındaki bedelli sermaye artırımının SPK tarafından onaylandığı anlaşılmaktadır.

Sermaye Artırımı Düzeltmesi	31 Aralık 2018
Sermaye Artırımı	196,000,000
Zorunlu Harcamalar	(721,600)
SPK Kayıt Ücreti (Payların ihraç değeri üzerinden %0,2)	(392,000)
BİST Kota Alma Ücreti (%0,03+BSMV)	(61,740)
MKK İhraççı Hizmet Bedeli (%0,005+BSMV)	(10,290)
Rekabeti Koruma Fonu (%0,04)	(78,400)
Aracı Kurum Ücreti (BSMV dahil)	(177,670)
Noter ve benzeri harcamalar	(1,500)
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195,278,400

İhlas Gayrimenkul, 27 Aralık 2018 tarihinde yaptıkları özel durum açıklamasında İhlas İnşaat Holding ile devralma yoluyla birleşeceğini ve birleşme öncesinde SPK'dan gerekli izinleri alarak İhlas Gayrimenkul'ün sermaye artırımını yapacağı bildirilmiştir. İhlas Gayrimenkul'ün ödenmiş sermayesi 196m TL artırılarak, toplam ödenmiş sermaye tutarı 336m TL'ye ulaşmıştır.

Sermaye artırımını düzeltmesi tahmin edilirken bedelli sermaye artırımını ile elde edilen kaynaklar ve katlanılmış zorunlu harcamalar dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı Değerleme Sonuçları

*Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün düzeltilmiş hisse değerinin 31.12.2018 tarihi itibarıyla **335m TL** ile **349m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.*

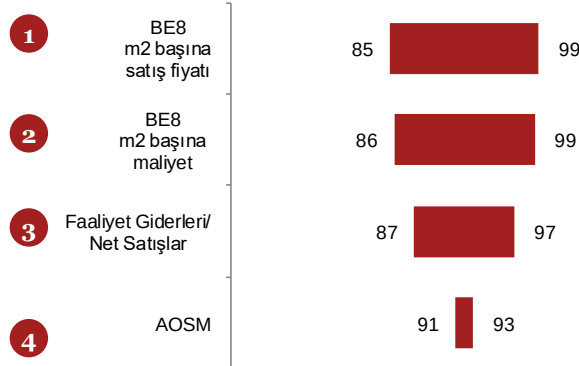
İhlas Gayrimenkul Toplam Hisse Değeri (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri (ŞD)	85,2	92,3	99,4
Düzeltilmiş Net Borç	5,2	5,2	5,2
Operasyonel Olmayan Varlıklar	43,2	43,2	43,2
İştirak Değeri Öncesi ŞD	133,6	140,7	147,8
İhlas Marmara Evleri İştirak Değeri	6,3	6,3	6,3
Toplam Hisse Değeri	139,8	147,0	154,1
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195,3	195,3	195,3
Düzeltilmiş Toplam Hisse Değeri	335,1	342,2	349,3

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

Gelir Yaklaşımı ve duyarlılık analizi dikkate alındığında İhlas Gayrimenkul'ün şirket değerinin **85m TL** ile **99m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir. 31.12.2018 tarihi itibarıyla net borç pozisyonu ve operasyonel olmayan varlıklar dikkate alındığında ise iştirak değeri öncesi şirket değeri **134m TL** ile **148m TL** aralığında tahmin edilmektedir. İhlas Marmara Evleri'nde bulunan iştirak payının gelir yaklaşımından gelen değeri ile sermaye artırım tutarı dikkate alındığında, İhlas Gayrimenkul'ün 31.12.2018 itibarıyla hisse değerinin **335m TL** ile **349m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri (m TL)



Gelir yaklaşımı kapsamında önemli parametrelerin İhlas Gayrimenkul'ün şirket değeri üzerindeki etkileri; bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiştir:

- 1 Satış fiyatı:** Projeksiyon dönemi için satış fiyatlarının baz duruma göre **%10** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 2 m² başına maliyet:** Projeksiyon dönemi için m² başına maliyetlerin baz duruma göre **%10** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 3 Faaliyet Giderleri/Net Satışlar:** Faaliyet giderlerinin net satışlara oranının baz beklentiye göre **300 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi;
- 4 AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (2019: %27,5) göre **100 baz puan** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu İhlas Gayrimenkul'ün şirket değeri **85m TL** ile **99m TL** arasında tahmin edilmiştir.

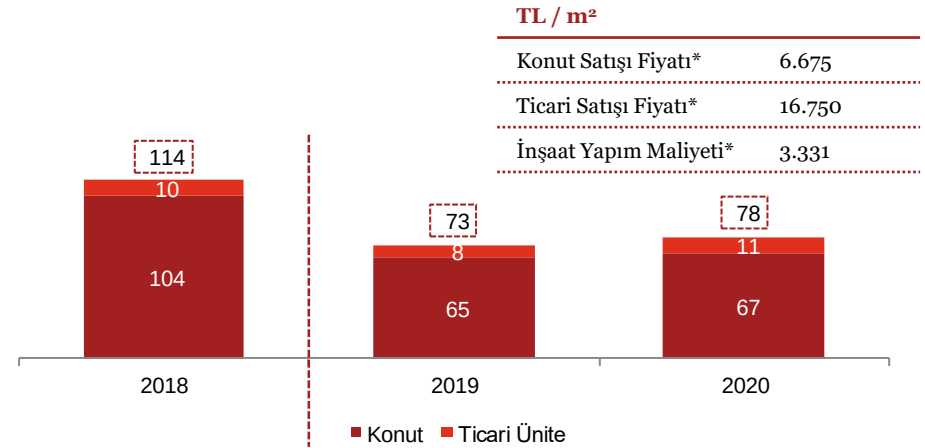
Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Gelir Yaklaşımı

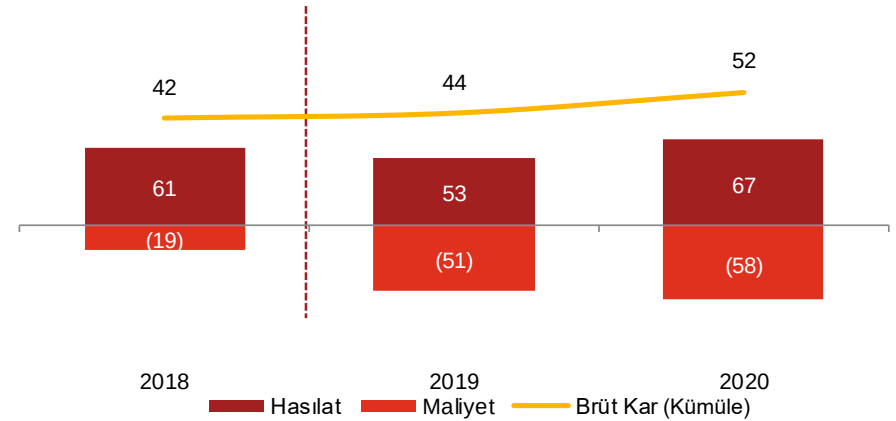
Devam Eden Proje: Bizimevler 8

Lokasyon	Avcılar / Firüzköy
Konut Sayısı:	236 adet
Ticari Ünite Sayısı:	29 adet
Toplam m ² :	44 bin m ²
• Konut m ² :	41 bin m ²
• Ticari Ünite m ² :	3 bin m ²
Proje Başlangıç Yılı:	2018
Proje Bitiş Yılı:	2020
Proje Türü:	Hasılat Paylaşım Modeli
Arsa Sahibi:	Şahıslar (%41)
Proje Yüklenicisi:	İhlas Gayrimenkul Pr. Gel. A.Ş. (%59)
Toplam Proje Bedeli:	306 m TL
Yüklenici Geliri:	180 m TL
Arsa Sahibi Payı:	(125) m TL
İnşaat Maliyeti:	(129) m TL
Proje Kârı:	52 m TL
Kâr Marjı:	%17

Satılan Konut ve Ticari Ünite Sayıları



Hasılat (Yüklenici Payı) ve Maliyet Dağılımı (m TL)



* 2019 fiyatları kullanılmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Gelir Yaklaşımı

Net İşletme Sermayesi

Değerleme çalışması kapsamında, İhlas Gayrimenkul'ün TMS'ye uygun mali tabloları üzerine uygulanan düzeltmeler sonrası tahmin edilmiş düzeltilmiş NİS seviyesi dikkate alınmaktadır.

Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ticari Alacaklar	13.892	15.498	70.220	70.141	21.806	(0)
Stoklar	547	71.962	44.686	77.669	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	5.266	24.360	84.173	71.011	6.427	-
Diğer Dönen Varlıklar	-	21	31	38	75	-
Dönen Varlıklar	19.705	111.842	199.109	218.860	28.308	(0)
Ticari Borçlar	716	46.867	43.125	23.963	18.528	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	91.507	181.394	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.966	1.139	896	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.682	48.006	135.527	205.357	18.528	-
Net İşletme Sermayesi	17.023	63.836	63.582	13.503	9.780	(0)
Net İşletme Sermayesi Değişimi				(50.079)	(3.723)	(9.780)
KDV Değişimi				8.733	(12.769)	-

Stoklar: Stokların tamamı Bizimevler 8 projesi için yapılmış olan inşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat yapımı tamamlandığında gelir tablosuna inşaat maliyeti olarak kaydedilecektir.

Ticari borçlar, Bizimevler 8 inşaatı için yapılan harcamaların ortalama 90 günlük vadeyle ödeme yapıldığı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Ticari Alacaklar: 2019 yılındaki ticari alacakların 51m TL'si Bizimevler 8 projesinin satışlarından doğmaktadır. Projede gerçekleşmiş ve 2019 sonrası İhlas yönetimi tarafından sağlanan tahsilat takvimi baz alınarak, satışların ortalama %60'ının çek/senet karşılığı yapıldığı görülmüş ve projeksiyon döneminde bu oran korunmuştur. İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, inşaat dönemi bitiminde bütün çeklerin dönem sonunda tahsil edileceği bilgisi alınmıştır ve 2020 sonrasında herhangi bir alacak bakiyesinin kalmaması öngörülmüştür. Projeksiyon dönemindeki ilk yıl yapılan senet ödemeli satışları, tahsil etme oranları sırasıyla %45,%40 ve %15 olarak yıllara dağıtılmıştır. 2020 yılında yapılan satışların %100'ünün aynı yıl tahsil edileceği varsayılmaktadır. Bankaların mevcut düzenleme uyarınca en az %75'i tamamlanan projelere yönelik tüketicilere konut kredisi vermesinden dolayı, İhlas yönetimi tarafından tahsilat oranının %100 olacağı varsayılmaktadır.

Ticari alacaklardaki 9m TL'lik tutar ise muhtelif konut satışlarında kaynaklanan alacak senetleri bakiyesidir ve 2020'de hepsinin tahsil edileceği öngörülmüştür.

Ertelenmiş gelirler kalemi yıl içinde yapılan hasılatları ifade etmektedir. 2020 yılında inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilmektedir.

KDV Değişimi: İnşaat yapım maliyetlerine ilişkin proje süresince aktifleştirilen KDV alacaklarının proje bitim yılı olan 2020'de hasılatların gelir tablosuna yansıtılmasıyla ortaya çıkacak KDV borçları ile mahsup edileceği öngörülmektedir. Proje teslimi sonrası kalan KDV bakiyesinin ise aynı yıl iade alınacağı varsayılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Gelir Yaklaşımı İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi sonucunda İhlas Gayrimenkul'ün toplam hisse değerinin **342,2m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Satışlar	3.461	10.898	17.860	22.368	350.369	-
Satışların Maliyeti (-)	(3.283)	(9.637)	(16.000)	(16.201)	(273.971)	-
Brüt Kâr	178	1.261	1.860	6.167	76.398	-
Brüt Kâr Marjı (%)	5,1%	11,6%	10,4%	27,6%	21,8%	0,0%
Faaliyet Giderleri (-)	(2.455)	(3.386)	(5.320)	(5.931)	(6.767)	-
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	2.922	763	(1.861)			
FAVÖK	645	(1.362)	(5.321)	236	69.631	-
FAVÖK Marjı (%)	18,7%			1,1%	19,9%	
Amortisman (-)				(29)	(29)	(29)
FVÖK				207	69.602	(29)
FVÖK Marjı (%)				0,9%	19,9%	0,0%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	(15.279)	-
Amortisman				29	29	29
Operasyonel Nakit Akımları				236	54.352	-
Δ NİS				50.079	3.723	9.780
Δ KDV				(8.733)	12.769	-
Serbest Nakit Akımları				41.581	70.844	9.780
AOSM				27,5%	24,0%	22,7%
Kısmi dönem faktörü				1,00	1,00	1,00
İskonto dönemi				0,50	1,50	2,50
İskonto faktörü				0,89	0,70	0,57
İndirgenmiş Nakit Akımları				36.818	49.877	5.581

2016 – 2018 yılları arasındaki FAVÖK İhlas Gayrimenkul'ün bütün faaliyetlerinin toplam sonuçlarını ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında sadece Bizimevler 8 projesinden elde edilmesi beklenen nakit akımlarının ve muhtelif konut satışlarından elde edilecek nakit etkisi dikkate alınmıştır.

('000 TL)	31.12.2018
Şirket Değeri	92.276
Net Borç - 31.12.2018	5.184
Operasyonel Olmayan Varlıklar	43.212
İştirak Değeri Öncesi Hisse Değeri	140.671
Marmara Evleri İştirak Değeri	6.283
Toplam Hisse Değeri	146.955
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195.278
Düzeltilmiş Hisse Değeri	342.233

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları metodu sonucunda İhlas Gayrimenkul'ün şirket değerinin **92,3m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. Düzeltilmiş net borçluluk seviyesi ile operasyonel olmayan varlıklar şirket değerine eklendiğinde, İhlas Gayrimenkul'ün hisse değerinin **140,7m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. İhlas Marmara Evleri'nin gelir yaklaşımından gelen hisse değeri, sahiplik oranı dikkate alınarak hisse değerine eklenmiştir. Bunun üzerine, şirketin gerçekleştirmiş olduğu sermaye artırımını da eklendikten sonra, İhlas Gayrimenkul'ün toplam düzeltilmiş hisse değeri **342,2m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Net Varlık Yaklaşımı Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İhlas Gayrimenkul'ün hisse değeri 31.12.2018 tarihi itibarıyla **306,6m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	21,330	127,724	211,017
Duran Varlıklar	37,569	37,043	41,520
Aktif Toplam	58,898	164,767	252,537
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,835	48,249	44,941
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,402	3,233	96,880
Özkaynaklar	54,661	113,285	110,716
Pasif Toplam	58,898	164,767	252,537

Net Varlık Değeri

Ödenmiş Sermaye	210,141
Sermaye	140,000
Sermaye Düzeltme Farkları	70,141
Sermaye Yedekleri	777
Kâr Yedekleri	9,580
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	(107,157)
Dönem Net Kârı / (Zararı)	(1,973)
Azınlık Payları	(651)
Toplam Özkaynak	110,716
Sermaye Artırımı Düzeltmesi	195,278
Azınlık Payları Düzeltmesi	651
Net Varlık Değeri	306,646

Değerleme Sonuçları

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve İrfan YMM'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TMS'ye uygun İhlas Gayrimenkul konsolide bilançoları bulunmaktadır.

TMS bilançosuna göre İhlas Gayrimenkul'ün 31.12.2018 tarihi itibarıyla sermaye düzeltme farkları ile beraber 210.141 bin TL tutarında ödenmiş sermayesi, 110.716 bin TL tutarında da özsermayesi bulunmaktadır.

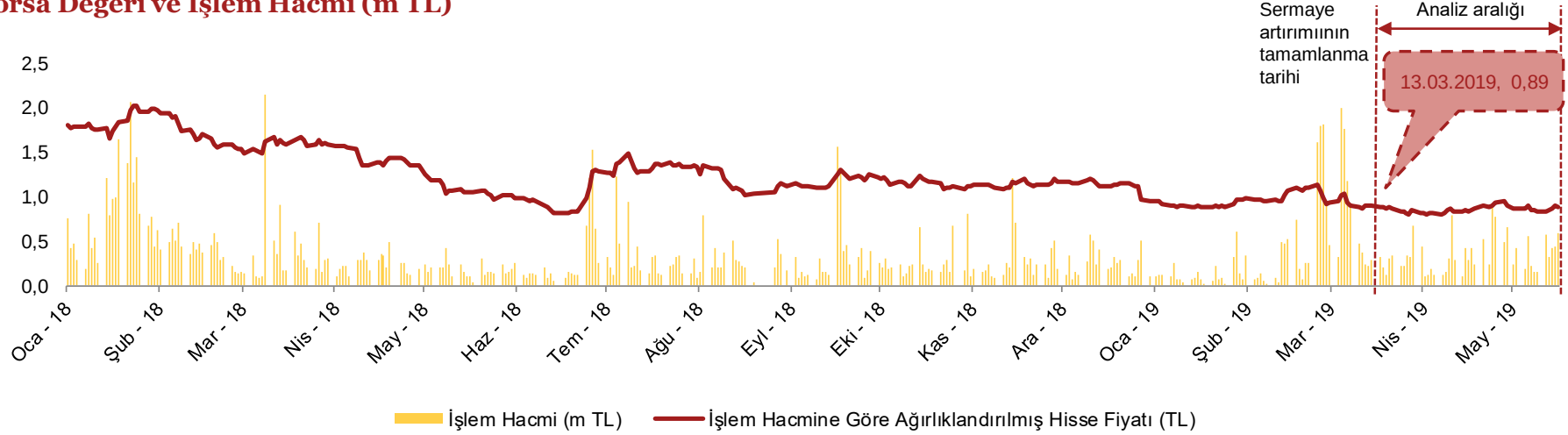
İhlas Gayrimenkul için 31.12.2018 sonrasında gerçekleşen 196m TL tutarındaki bedelli sermaye artırımının net varlık değeri üzerindeki etkisi, sermaye artırımı ile şirket kontrolüne geçen kaynaklar ile zorunlu harcamaların etkisi gözetilerek hesaplanmıştır. Sermaye artırımını düzeltmesi sonrası İhlas Gayrimenkul'ün Net Varlık Değeri **306,6m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Raporlama standartları gereği konsolidasyon kapsamında özkaynaklar içerisinde değerlendirilen azınlık payları, şirketlerin ödenmiş sermayeleri içerisinde temsil payları bulunmadığı için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

Borsa Yaklaşımı Değerleme Sonuçları

İhlas Gayrimenkul'ün değerleme çalışması tarihi itibarıyla Borsa Yaklaşımı'na göre toplam hisse değeri **288,3m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Borsa Değeri ve İşlem Hacmi (m TL)



İhlas Gayrimenkul

İşlem Hacmine Göre Ağırlıklandırılmış Hisse Fiyatı (TL)	0,86
Toplam Hisse Adedi	336.000.000
Toplam Hisse Değeri (TL)	288.282.157

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan işlem hacmine göre ağırlıklı ortalama hisse fiyatı olan 0,86 TL, sermaye artırımının tamamlandığı 13 Mart 2019 ile rapor tarihi itibarıyla mevcut en güncel hisse fiyatı bilgisinin bulunabildiği tarih olan 17 Mayıs 2019 arasını kapsamaktadır.

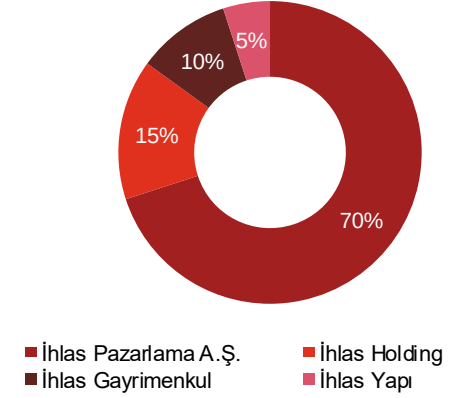
Bedelli sermaye artırımının halka açıklandığı tarih olan 27 Aralık 2018 tarihi ile 13 Mart 2019 tarihi arasında İhlas Gayrimenkul'ün borsada işlem gören hisselerinin fiyatının düştüğü gözlemlenmektedir. 27 Aralık 2018 tarihinde günlük ortalama fiyat 1,12 TL olarak gerçekleşmiş, 13 Mart 2019 tarihine kadar fiyat 0,89 TL seviyesine kadar düşmüştür. Borsa Yaklaşımı kapsamında bedelli sermaye artırımı sürecinin tamamlanmasından önceki halka açık hisse fiyatının şirketin sermaye artırımı sonrası durumunun göstergesi olamayacağı düşünülmüş, dolayısıyla sadece yukarıdaki tabloda gösterilen analiz aralığındaki fiyat çalışmaya dahil edilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, Bloomberg, KAP, PwC Analizi

İhlas Marmara Evleri

İhlas Marmara Evleri

- İhlas Marmara Evleri; İhlas Gayrimenkul ve İhlas Yapı tarafından Marmara Evleri 4 ve Marmara Evleri 5 projeleri için kurulmuş bir adi ortaklıktır.
- İhlas Marmara Evleri; Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin hak sahibi olduğu Beylikdüzü'nde bulunan arsada toplamda 1.321 konut ve 64 ticari ünite inşası üzerine 2017'de anlaşma imzalamıştır.



Marmara Evleri 4

Projeler

Marmara Evleri 5

- Marmara Evleri 4; bünyesinde 2+1'den 4+1'e kadar daireler bulunduran bir konut projesidir. İstanbul'un Beylikdüzü ilçesi, Yakuplu'da yer alan projenin inşaatına 2018 yılında başlanmış olup 2020 yılında teslim edilmesi planlanmaktadır.
- Hasılat paylaşımı modeli ile yürütülecek Marmara Evleri 4 projesi, 62 bin m² arsa üzerine inşa edilmekte olup 640 konut ve 44 ticari üniteden oluşmaktadır.

- İstanbul'un Beylikdüzü ilçesi Yakuplu'da yer alacak Marmara Evleri 5 projesinin inşaatına 2020 yılında başlanması, 2022 yılında ise tamamlanması hedeflenmektedir.
- Hasılat paylaşımı modeli ile yürütülecek Marmara Evleri 5 projesi, 31 bin m² arsa üzerine inşa edilecek olup 681 konut ve 20 ticari üniteden oluşacaktır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

İhlas Marmara Evleri için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş solo bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL) 31.12.2017 31.12.2018

Dönen Varlıklar	36,573	92,873
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,753	85
1 Ticari Alacaklar	-	13,904
2 Stoklar	20,926	71,254
3 Peşin Ödenmiş Giderler	9,741	-
Diğer Dönen Varlıklar	2,153	7,630
Duran Varlıklar	14	106,679
1 Ticari Alacaklar	-	60,795
Diğer Alacaklar	14	40
3 Peşin Ödenmiş Giderler	-	45,844
Aktif Toplam	36,587	199,551
Kısa Vadeli Yükümlülükler	21,009	44,560
4 Ticari Borçlar	20,421	42,840
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	588	1,720
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,579	153,991
5 Ertelenmiş Gelirler	14,579	153,161
Borç Ve Gider Karşılıkları	-	830
Özkaynaklar	1,000	1,000
Ödenmiş Sermaye	1,000	1,000
Pasif Toplam	36,587	199,551
Ödenmiş Sermaye		1,000
Dönem Net Kârı / (Zararı)		-
Özkaynaklar Toplamı		1,000

- 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla uzun ve kısa vadeli ticari alacaklar bakiyelerinin tamamı Marmara Evleri 4 projesindeki konut ve ticari ünitelerin satışlarının alacak senetleriyle ilgilidir.
- Stokların tamamı Marmara Evleri 4 projesinin yapımındaki inşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat tamamlandıktan sonra bakiyenin tamamı inşaat maliyeti olarak 2020 yılında gelir tablosuna kaydedilecektir.
- Peşin ödenmiş giderler Marmara 4 projesinin inşaatı için arsa sahiplerine ödenen tutarlardan oluşmaktadır. Nakit olarak yapılan satışlar direkt peşin ödenmiş giderler hesabına kaydolmakta olup, senet karşılığı yapılan satışlarda senetlerin vadesi geldikten sonra arsa sahipleri hesabına aktarılmaktadır.
- Ticari borçların 8m TL'si Marmara Evleri 4 projesi için yapılan inşaat harcamalarıyla ilgili borçlardan oluşmaktadır. Ortalama borç ödeme vadesi geçmiş performanslar dikkate alınarak 60 gün olarak hesaplanmış ve projeksiyon döneminde gün sayısı korunmuştur.
- Ertelenmiş gelirler Marmara Evleri 4 projesinin satışlarından elde edilen gelirleri ifade eder ve inşaat tamamlandığında 2020 yılında gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilecektir.

İhlas Marmara Evleri'nin devam eden projeleri ile ilgili değerlendirme tarihi itibarıyla gelir tablosuna herhangi bir muhasebesel kayıt yansıtmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla geçmiş finansal performans kapsamında, şirketin gelir tablosuna dair herhangi bir analiz paylaşılmamaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Değerleme Sonuçları

*Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Marmara Evleri'nin hisse değerinin 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla **39m TL** ile **86m TL** aralığında olması tahmin edilmektedir.*

İhlas Marmara Evleri Hisse Değeri (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	75,0	98,5	122,0
Net Borç	(35,7)	(35,7)	(35,7)
Hisse Değeri	39,4	62,8	86,3

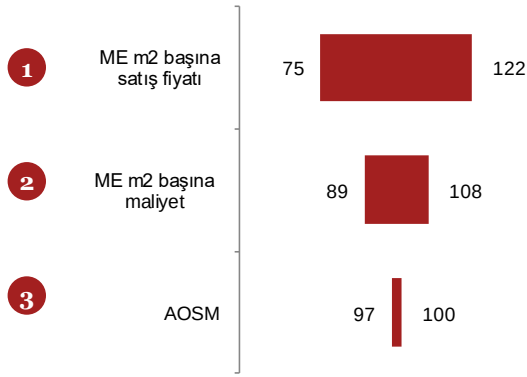
Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas Marmara Evleri'nin hisse değeri, şirket tarafından yaratılması beklenen nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine indirgenmesi ile tahmin edilmektedir. Bu kapsamda; İhlas Marmara Evleri'nin devam etmekte olan Marmara Evleri 4 projesine ek olarak, inşaatına gelecek sene başlanması planlanan ve arsa sahibi ile sözleşmesi imzalanmış Marmara Evleri 5 projesinin nakit akımları tahmin edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

Gelir Yaklaşımı ve duyarlılık analizi dikkate alındığında İhlas Marmara Evleri şirket değerinin **75m TL** ile **122m TL** aralığında olması tahmin edilmektedir. 31.12.2018 tarihi itibarıyla net borç pozisyonu dikkate alındığında ise hisse değeri **39m TL** ile **86m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri (m TL)



Gelir yaklaşımı kapsamında önemli parametrelerin İhlas Marmara Evleri'nin şirket değeri üzerindeki etkileri; bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiştir:

- 1 Satış fiyatı:** Projeksiyon dönemi için satış fiyatlarının baz duruma göre **%5** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 2 m² başına maliyet:** Projeksiyon dönemi için m² başına maliyetlerin baz duruma göre **%5** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 3 AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (2019: %27,5) göre **100 baz puan** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu İhlas Marmara Evleri'nin şirket değeri **75m TL** ile **122m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Devam Eden Projeler

Marmara Evleri 4

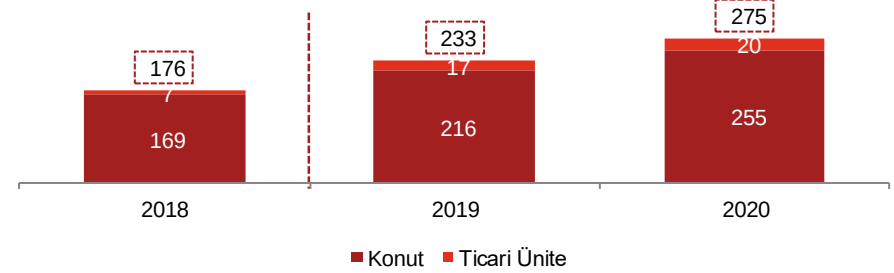
Lokasyon	Beylikdüzü Yakuplu Kuzey
Konut Sayısı:	640 adet
Ticari Ünite Sayısı:	44 adet
Toplam m ² :	116 bin m ²
• Konut m ² :	105 bin m ²
• Ticari Ünite m ² :	11 bin m ²
Proje Başlangıç Yılı:	2018
Proje Bitiş Yılı:	2020
Proje Türü:	Hasılat Paylaşım Modeli
Arsa Sahibi:	Paylaşım Oranı Arsa Alanı
Kiler Gayrimenkul	%45 30.396 m ²
İhlas Gayrimenkul	%45 1.431 m ²
Şahıslar (2 kişi)	%48 - %50 2.045 m ² - 1.464 m ²
Proje Yüklenicisi:**	İhlas Marmara Evleri Ort. Grş. (%55)
Toplam Proje Bedeli:	855 m TL
Yüklenici Geliri:	470 m TL
Arsa Sahibi Payı:	(385) m TL
İnşaat Maliyeti:	(395) m TL
Proje Kârı:	75 m TL
Kâr Marjı:	%9

**İhlas Marmara Evleri'nin hasılat paylaşım oranı arsanın büyük kısmına sahip Kiler Gayrimenkul ve İhlas Gayrimenkul için %55, şahıslar için ise sırasıyla %52 ve %50'dir.

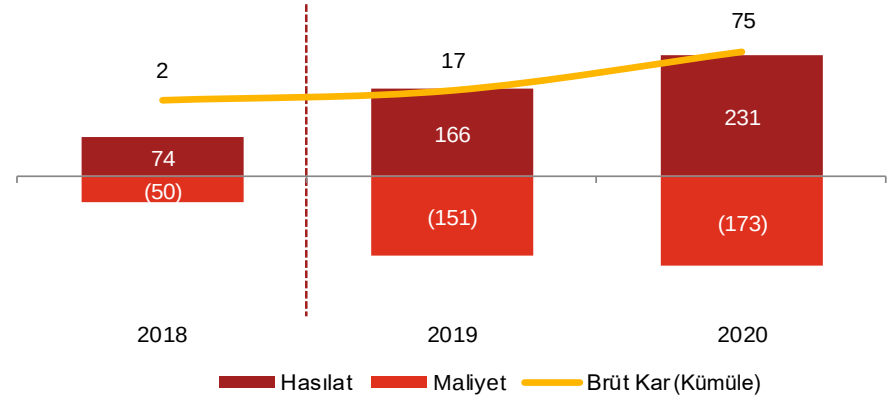
Satılan Konut ve Ticari Ünite Sayıları

TL / m²

Konut Satış Fiyatı*	6.191
Ticari Satış Fiyatı*	17.044
İnşaat Yapım Maliyeti*	3.413



Hasılat (Yüklenici Payı) ve Maliyet Dağılımı (m TL)



* 2019 fiyatları kullanılmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Net İşletme Sermayesi Marmara Evleri 4

Değerleme çalışması kapsamında, İhlas Marmara Evleri'nin TMS'ye uygun mali tabloları üzerine uygulanan düzeltmeler sonrası tahmin edilmiş düzeltilmiş NİS seviyesi dikkate alınmaktadır.

Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	-	74.699	151.351	4.921	-	-	-
Stoklar	20.926	71.254	222.501	-	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	9.741	45.844	125.422	-	-	-	-
Dönen Varlıklar	30.667	191.797	499.273	4.921	-	-	-
Ticari Borçlar	20.421	7.881	29.338	33.473	-	-	-
Alınan Sipariş Avansları	139	990	2.225	-	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	14.579	153.161	435.636	-	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	448	731	2.196	4.189	1.970	2.575	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35.587	162.763	469.395	37.662	1.970	2.575	-
Net İşletme Sermayesi	(4.920)	29.034	29.879	(32.741)	(1.970)	(2.575)	-
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(4.920)	33.955	844	(62.619)	30.770	(604)	2.575
KDV Değişimi	2.153	5.476	34.692	(42.322)	-	-	-

Ticari Alacaklar: Projede gerçekleşmiş ve 2019 sonrası İhlas yönetimi tarafından sağlanan tahsilat takvimi baz alınarak, satışların ortalama %60'ının çek/senet karşılığı yapıldığı görülmüş ve projeksiyon döneminde bu oran korunmuştur. İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, inşaat dönemi bitiminde bütün çeklerin dönem sonunda tahsil edileceği bilgisi alınmıştır ve 2020 sonrasında herhangi bir alacak bakiyesinin kalmayacağı öngörülmüştür. Projeksiyon dönemindeki ilk yıl yapılan senet ödemeli satışların, tahsil edilme oranları sırasıyla %50 - %50 olarak 2019 ve 2020 yıllarına dağıtılmıştır. İkinci yıl yapılan satışlar için ise %100'ünün nakit olacağı öngörülmüştür. Bankaların %75'i tamamlanan tüm projelere konut kredisi verebilmesinden dolayı İhlas yönetimi bu şekilde planlama yapmıştır.

Stoklar, İnşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat yapımının tamamlandığı tarih olan 2020'de gelir tablosuna inşaat maliyeti olarak kaydedilecektir.

Ticari borçlar, Marmara Evleri 4 inşaatı için yapılan harcamaların ortalama 60 günlük vadeyle ödeme yapıldığı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Ertelenmiş gelirler kalemi yıl içinde yapılan hasılatları ifade etmektedir. 2020 yılında inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilmektedir.

KDV Değişimi: İnşaat yapım maliyetlerine ilişkin proje süresince aktifleştirilen KDV alacaklarının proje bitim yılı olan 2020'de hasılatların gelir tablosuna yansıtılmasıyla ortaya çıkacak KDV borçları ile mahsup edileceği öngörülmektedir. Proje teslimi sonrası kalan KDV bakiyesinin ise aynı yıl iade alınacağı varsayılmaktadır.

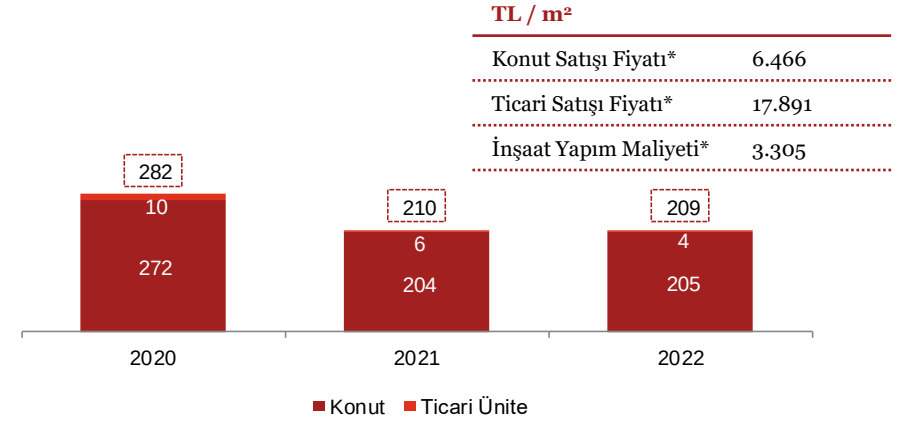
Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Devam Eden Projeler

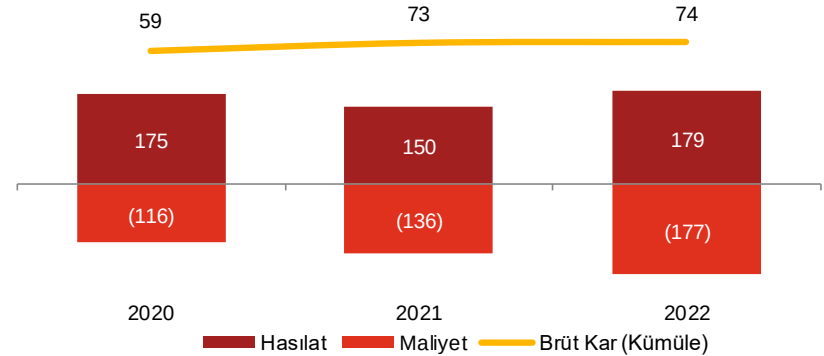
Marmara Evleri 5

Lokasyon	Beylikdüzü Yakuplu Güney
Konut Sayısı:	681 adet
Ticari Ünite Sayısı:	20 adet
Toplam m ² :	113 bin m ²
• Konut m ² :	110 bin m ²
• Ticari Ünite m ² :	3 bin m ²
Proje Başlangıç Yılı:	2020
Proje Bitiş Yılı:	2022
Proje Türü:	Hasılat Paylaşım Modeli
Arsa Sahibi:	Kiler Gayrimenkul (%45)
Proje Yüklenicisi:	İhlas Marmara Evleri Ort. Grş. (%55)
Toplam Proje Bedeli:	915 m TL
Yüklenici Geliri:	503 m TL
Arsa Sahibi Payı:	(412) m TL
İnşaat Maliyeti:	(429) m TL
Proje Kârı:	74 m TL
Kâr Marjı:	%8

Satılan Konut ve Ticari Ünite Sayıları



Hasılat (Yüklenici Payı) ve Maliyet Dağılımı (m TL)



Kaynak: İhlas yönetimi

* 2019 fiyatları kullanılmıştır.

Net İşletme Sermayesi Marmara Evleri 5

Değerleme çalışması kapsamında, Marmara Evleri 5 projesi için aşağıda tahmin edilmiş NİS gelişimi dikkate alınmıştır.

Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	104.885	119.706	-	-
Stoklar	115.946	251.674	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	95.826	211.506	-	-
Dönen Varlıklar	316.657	582.885	-	-
Ticari Borçlar	22.490	26.328	34.399	-
Alınan Sipariş Avansları	1.159	2.517	-	-
Ertelenmiş Gelirler	317.832	589.718	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	341.482	618.563	34.399	-
Net İşletme Sermayesi	(24.825)	(35.677)	(34.399)	-
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(24.825)	(10.852)	1.278	34.399
KDV Değişimi	19.827	23.209	(43.036)	-

Ticari Alacaklar	2020	2021	2022
Tahsilat Tablosu			
1.yıl tahsilat	45%	35%	20%
2.yıl tahsilat	-	50%	50%
3.yıl tahsilat	-	-	100%

Ticari Alacaklar: İhlas yönetimi tarafından sağlanan tahsilat takvimi baz alınarak, satışların ortalama %60'ının çek/senet karşılığı yapılacağı tahmin edilmektedir. İnşaat dönemi bitiminde bütün çeklerin dönem sonunda tahsil edileceği bilgisi alınmıştır ve 2022 sonrasında herhangi bir alacak bakiyesinin kalmayacağı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde yapılan senet karşılığı satışların, tahsil edilme oranları yukarıdaki tahsilat tablosunda sunulmuştur. Ek olarak tabloda görüldüğü üzere üçüncü yıl yapılan satışların %100'ünün nakit olacağı tahmin edilmektedir. Bankaların %75'i tamamlanan tüm projelere konut kredisi verebilmesinden dolayı İhlas yönetimi bu şekilde planlama yapmıştır.

Stoklar: İnşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat yapımının tamamlandığı tarih olan 2022'de gelir tablosuna inşaat maliyeti olarak kaydedilecektir.

Ticari borçlar, Marmara Evleri 5 inşaatı için yapılan harcamaların ortalama 60 günlük vadeyle ödeme yapıldığı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Ertelenmiş gelirler kalemi yıl içinde yapılan hasılatları ifade etmektedir. 2022 yılında inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilmektedir.

KDV Değişimi: İnşaat yapım maliyetlerine ilişkin proje süresince aktifleştirilen KDV alacaklarının proje bitim yılı olan 2022'de hasılatların gelir tablosuna yansıtılmasıyla ortaya çıkacak KDV borçları ile mahsup edileceği öngörülmektedir. Proje teslimi sonrası kalan KDV bakiyesinin ise aynı yıl iade alınacağı varsayılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi sonucunda İhlas Marmara Evleri'nin toplam hisse değerinin **62,8m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

('000 TL)	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	-	855.034	-	914.811	-
Satışların Maliyeti (-)	-	(775.111)	-	(840.678)	-
Brüt Kâr	-	79.923	-	74.133	-
Faaliyet Giderleri (-)	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	79.923	-	74.133	-
Amortisman (-)	-	-	-	-	-
FVÖK	-	79.923	-	74.133	-
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)	-	(17.583)	-	(14.827)	-
Amortisman	-	-	-	-	-
Operasyonel Nakit Akımları	-	62.340	-	59.307	-
Δ NİS	(844)	87.444	(19.918)	(674)	(36.973)
Δ KDV	(34.692)	22.495	(23.209)	43.036	-
Serbest Nakit Akımları	(35.537)	172.279	(43.128)	101.669	(36.973)
AOSM	27,5%	24,0%	22,7%	21,8%	21,8%
Kısmi dönem faktörü	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
İskonto dönemi	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50
İskonto faktörü	0,89	0,70	0,57	0,47	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımları	(31.466)	121.290	(24.610)	47.457	(14.174)

('000 TL)	31.12.2018
İndirgenmiş Nakit Akımları	98.497
Şirket Değeri	98.497
Net Borç	(35.664)
Hisse Değeri	62.833

('000 TL)	2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	85
Diğer Duran Varlıklar	40
Kıdem Tazminatı Karşılığı	(830)
Toplam	(705)
Grup İçi Borçlar	(34.959)
Net Borçluluk	(35.664)

1 Diğer duran varlıklar elektrik, su ve gaz dağıtımıyla ilgili kamu kurumlarına verilen depozito ve teminatlarıyla ilgilidir.

2 Grup içi borçların 21m TL'si İhlas Pazarlama'ya, 9m TL'si İhlas Yapı'ya ve 4.5m TL'si ise İhlas Holding'e borçlardan oluşmaktadır. 131k TL'lik kalan borç ise Şifa Yemek ve Gıda Ür. Tesis Tic. A.Ş. ve İleri Otomotiv Yedek Parça San. Ve Tic Ltd. Şti'ye olan borçlardan oluşmaktadır.

İhlas Marmara Evleri için hazırlanmış nakit akım projeksiyonlarında Marmara Evleri 4 ve Marmara Evleri 5 projeleri beraber dikkate alınmaktadır. Her iki projenin de inşaat, satış ve teslim süreçleri tamamlanana kadar oluşması muhtemel faaliyet giderleri İhlas yönetimi tarafından ilgili projeler için sağlanan inşaat maliyet tahminleri içinde dikkate alınmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC analizi

İhlas İnşaat Holding

2	İhlas İnşaat Holding	56
2.1	İhlas Proje Taahhüt	61
2.2	İhlas Yapı	66
2.3	Güzelce	71
2.4	Armutlu	78
2.5	Kuzuluk	93

Geçmiş Finansal Performans Konsolide Bilanço & Gelir Tablosu

İhlas İnşaat Holding için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilanço ve gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Bilançolar

('000 TL)	01.01.2017*	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	1,202,702	1,277,649	862,960
Nakit ve Nakit Benzerleri	13,063	3,096	2,778
Ticari Alacaklar	418,000	386,680	310,263
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	9,235	38,887	102,407
Stoklar	559,342	441,931	266,205
Peşin Ödenmiş Giderler	168,138	364,085	131,158
Diğer Dönen Varlıklar	34,924	42,969	50,148
Duran Varlıklar	22,135	26,784	31,562
Diğer Alacaklar	14	14	536
Mali Duran Varlıklar	5	55	55
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6,445	6,585	6,590
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,871	5,387	3,996
Şerefiye	2,373	2,373	2,373
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9,427	12,371	18,013
Aktif Toplam	1,224,836	1,304,433	894,521
Kısa Vadeli Yükümlülükler	565,601	999,617	571,525
Finansal Borçlar	42	7,297	14,519
Ticari Borçlar	166,652	139,632	142,600
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	500	268	74
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,488	5,417	13,766
Ertelenmiş Gelirler	388,919	847,002	400,567
Uzun Vadeli Yükümlülükler	428,173	58,669	55,075
Finansal Borçlar	-	43,514	43,358
Ertelenmiş Gelirler	422,863	6,108	4,480
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,310	9,047	7,238
Özkaynaklar	231,063	246,147	267,920
Ödenmiş Sermaye	70,000	70,000	70,000
Sermaye Yedekleri	4,560	4,560	4,560
Kâr Yedekleri	0	5,251	5,329
Aktüeryal Kazanç / (Kayıp)	-	(83)	437
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	149,192	143,942	158,515
Dönem Net Kârı / (Zararı)	-	14,652	20,042
Azınlık Payları	7,310	7,826	9,038
Pasif Toplam	1,224,836	1,304,433	894,521

Kaynak: Bağımsız Denetimden geçmiş TMS konsolide mali tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Gelir Tablosu

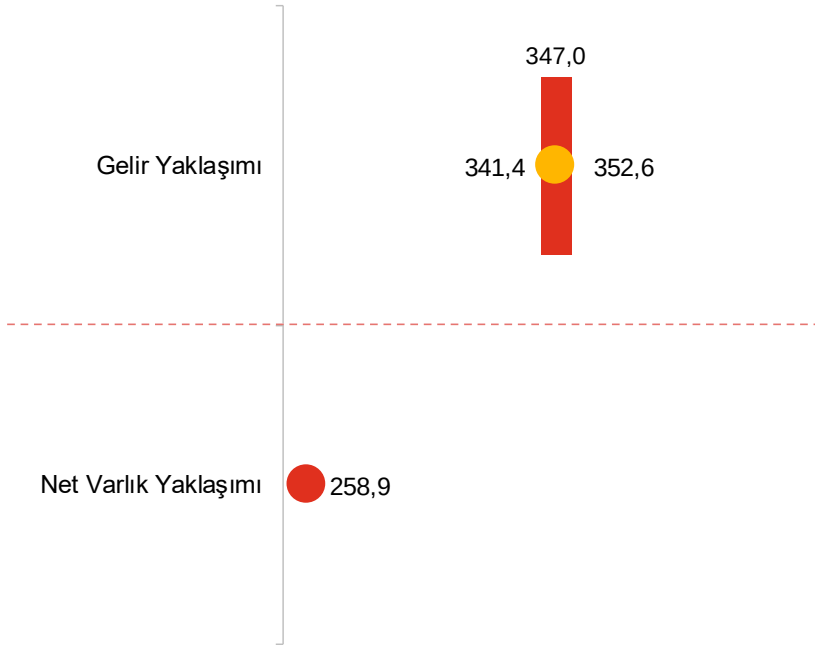
('000 TL)	2017	2018
Net Satışlar	218.287	585.700
Satışların Maliyeti	(151.728)	(492.347)
Brüt Kâr	66.559	93.353
Faaliyet Giderleri	(40.171)	(35.055)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(27.223)	(18.875)
Genel Yönetim Giderleri	(12.947)	(16.180)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	1.127	(3.828)
FAVÖK	27.515	54.471
Amortisman	(915)	(1.090)
FVÖK	26.601	53.381
Diğer Gelir ve Giderler	223	(116)
Finansal Gelir ve Giderler	(6.470)	(29.879)
Vergi Öncesi Kâr	20.354	23.385
Dönem Kârı Vergi Karşılığı	(5.179)	(2.158)
Azınlık Payları Öncesi Dönem Net Kârı/(Zararı)	15.175	21.227
Azınlık Payları	(523)	(1.185)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	14.652	20.042

* 01.01.2017 tarihli İhlas İnşaat Holding'e ait mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir

Değerleme Sonuçları

31.12.2018 itibarıyla İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **347m TL** olarak, Net Varlık Yaklaşımı'na göre ise **259m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değeri – İhlas İnşaat Holding (m TL)



Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı kapsamında İhlas İnşaat Holding'in iştiraklerinin Gelir Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiş hisse değerleri şirketin sahiplik oranları dahilinde dikkate alınmıştır. İhlas İnşaat Holding seviyesinde gelir getirici ve devamlılık ifade eden bir faaliyet bulunmadığı anlaşıldığı için iştiraklerden gelen değer, İhlas İnşaat Holding'in solo özkaynak değeriyle beraber dikkate alınarak İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri tahmin edilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı'nda ise İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri, şirketin TMS'ye uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilançosunda yer alan toplam özkaynak (temsil hakları bulunmayan azınlık payları hariç) tutarına eşit olarak kabul edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı kapsamında hesaplanan iştirak değerleri, şirketin solo özkaynak tutarı ile birlikte dikkate alındığında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **347m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **259m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, İhlas İnşaat Holding altında faaliyet gösteren iştiraklerin şirket değerleri (Armutlu ve Kuzuluk hariç), devam eden projelerden yaratılması beklenen nakit akımları dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Armutlu ve Kuzuluk için değerlendirme çalışmalarında şirket yönetimleri tarafından sağlanan 5 yıllık iş planları ve sonraki döneme dair nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır.

İhlas İnşaat Holding Hisse Değeri Tahmini

İhlas İnşaat Holding	TL	Pay Oranı
İhlas İnşaat Holding Özkaynak Değeri (solo)	79.178.718	
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	267.824.976	
İhlas Proje Taahhüt	117.154.130	95,0% A
İhlas Yapı	117.364.357	76,8% B
Armutlu	31.668.491	100,0% C
Kuzuluk	1.637.998	18,6%
Toplam Hisse Değeri	347.003.695	

İhlas İnşaat Holding'in gelir yaklaşımına göre değerlendirme çalışmasında şirketin iştiraklerinin gelir yaklaşımına göre tahmin edilmiş toplam hisse değerleri İhlas İnşaat Holding'in efektif sahiplik oranları dahilinde dikkate alınmıştır. İhlas İnşaat Holding seviyesinde gelir getirici ve devamlılık ifade eden bir faaliyet bulunmadığı anlaşıldığı için iştiraklerden gelen değer İhlas İnşaat Holding'in solo özkaynak değeriyle beraber dikkate alınarak İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri tahmin edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı kapsamında, hesaplanan iştirak değerleri dikkate alındığında İhlas İnşaat Holding'in toplam hisse değeri **347m TL** olarak tahmin edilmektedir.

İhlas Proje Taahhüt	Pay Oranı
Net Varlık Değeri*	91.773.228
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	31.546.908
İhlas Yapı	31.546.908 20,6%
Toplam Hisse Değeri	123.320.137 A

İhlas Yapı	Pay Oranı
Net Varlık Değeri*	146.181.505
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	6.623.832
Güzelce	3.482.176 5,0%
İhlas Marmara Evleri	3.141.657 5,0%
Toplam Hisse Değeri	152.805.337 B

Armutlu	Pay Oranı
Gelir Yaklaşımı Sonucu Değeri	24.617.968
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	7.050.523
Kuzuluk	7.050.523 79,9%
Toplam Hisse Değeri	31.668.491 C

* İhlas Proje Taahhüt ve İhlas Yapı'nın devam eden projeleri üzerine uygulanan değerlendirme yöntemi dikkate alınarak ulaşılan hisse değerleri; şirketlerin Net Varlık Değerleri olarak ele alınmaktadır.

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla İhlas İnşaat Holding'in Net Varlık Değeri **258,9m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Net Varlık Değeri

İhlas İnşaat Holding	TL
Ödenmiş Sermaye	70,000,000
Sermaye Yedekleri	4,560,000
Kâr Yedekleri	5,329,225
Aktüeryal Kazanç / (Kayıp)	436,545
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	158,515,215
Dönem Net Kârı / (Zararı)	20,041,961
Azınlık Payları	9,037,505
Toplam Özkaynak	267,920,452
Azınlık Payları Düzeltmesi	(9,037,505)
Net Varlık Değeri	258,882,947

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve İrfan YMM'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TMS'ye uygun mali tablolarda yer alan İhlas İnşaat Holding konsolide özkaynak tutarı bulunmaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS standartlarına uygun, 31.12.2018 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

Raporlama standartları gereği konsolidasyon kapsamında özkaynaklar içerisinde değerlendirilen azınlık payları, şirketlerin ödenmiş sermayeleri içerisinde temsil payları bulunmadığı için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

İhlas İnşaat Holding'in değerlendirme tarihi itibarıyla konsolide özkaynak tutarı 267,9m TL olup, azınlık paylarının düzeltilmesiyle Net Varlık Değeri **258,9m TL** olarak tahmin edilmektedir.

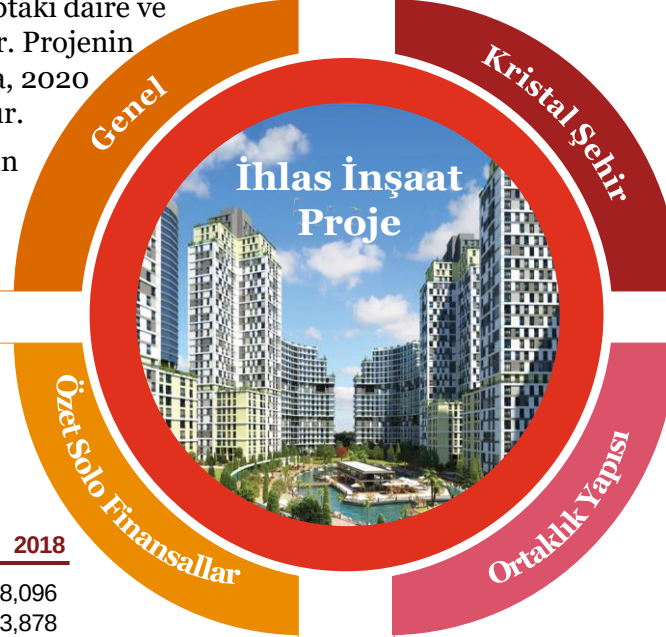
İhlas Proje Taahhüt

İhlas Proje Taahhüt

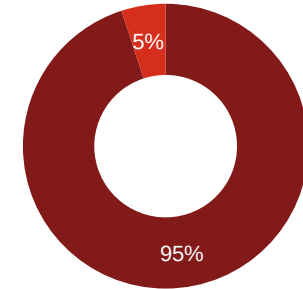


- İhlas İnşaat Proje Taahhüt; İstanbul Esenyurt'ta toplamda 17 bloktan oluşan Kristal Şehir Projesini yürütmektedir. 2011 yılında başlanan projenin 16 blokluk ilk etabı tamamlanmış, bu etaptaki daire ve dükkanlar sahiplerine teslim edilmiştir. Projenin son bloğunun bulunduğu 2.etabının da, 2020 yılında tamamlanması planlanmaktadır.
- Kat karşılığı paylaşım modeliyle 143 bin m² arsa üzerine inşa edilen projede, 4.655 konut ve 82 ticari ünite yer almaktadır.

- Toplam 17 bloktan oluşan Kristalşehir'de:
 - 10 bin m² alan üzerinde kapalı sosyal tesis, cafe, kapalı yüzme havuzları, fitness salonu,
 - 144 bin m² alan üzerinde yeşil alan, süs havuzları, site iç yolları,
 - 190 bin m² alan üzerinde kapalı otopark bulunmaktadır.



('000 TL)	2016	2017	2018
Toplam Aktifler	550,695	630,794	478,096
Toplam Yükümlülükler	502,706	579,644	393,878
Satışlar	261	1,735	344,659
Brüt Kâr	145	829	36,855
Brüt Kâr Marjı %	56%	48%	11%



■ İhlas İnşaat Holding ■ Zeki Celep

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

İhlas Proje Taahhüt için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	504.212	584.715	432.187
Nakit Ve Nakit Benzeri Varlıklar	611	188	107
1 Ticari Alacaklar	162.181	191.334	125.212
2 İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	20.704	-	13.477
3 Stoklar	285.614	345.774	232.880
Devreden KDV	34.586	42.619	48.220
Diğer Dönen Varlıklar	516	4.800	12.292
Duran Varlıklar	46.482	46.079	45.908
4 Mali Duran Varlıklar	43.605	43.605	43.605
Sabit Kıymetler	828	731	106
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.049	1.742	2.197
Aktif Toplam	550.695	630.794	478.096
Kısa Vadeli Yükümlülükler	283.793	572.176	387.776
5 Ticari Borçlar	20.369	66.085	112.112
6 Ertelenmiş Gelirler	261.926	503.902	265.129
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.497	2.189	10.535
Uzun Vadeli Yükümlülükler	218.913	7.468	6.102
6 Ertelenmiş Gelirler	218.036	6.108	4.480
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	877	1.360	1.622
Özkaynaklar	47.989	51.150	84.218
Pasif Toplam	550.695	630.794	478.096

- 1 Ticari alacakların 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla 57m TL'si Kristalşehir projesindeki konut ve ticari ünitelerin satışlarından dolayı doğan alacak senetleriyle ilgilidir. Proje ile ilgili alacakların vadesi 2025 yılına kadar devam etmektedir. Geriye kalan bakiyenin 37m TL'si İhlas Holding A.Ş.'den ve diğer ilişkili taraflardan alacaklardan oluşmaktadır.
- 2 İlişkili taraflardan diğer alacakların tamamı İhlas Holding A.Ş.'den alacaklardan oluşmaktadır.
- 3 31.12.2018 itibarıyla stoklarda bulunan bakiyenin tamamı Kristalşehir projesinin tamamlanan ilk 16 bloğu için katılan inşaat ve arsa maliyetlerini ifade etmektedir. Kristalşehir projesinde blokların tamamlanma sırasına göre iskana başvurulmakta olup, iskan alınan her blok için faturalanarak ilgili gelir ve maliyet kalemleri gelir tablosu ile ilişkilendirilmektedir. 2018 yılında iskan başvuruları kabul edilerek iskanları verilen konutların faturaları kesilerek gelir tablosuna gelir ve maliyet kalemleri yansıtılmıştır. Kalan kısım için ise 2019 yılı içinde gelir tablosuna yansıtılacaktır.
- 4 Mali duran varlıklar İhlas Proje Taahhüt'ün İhlas Yapı'da bulunan %20,6 payına karşılık gelen iştirak değeridir.
- 5 Ticari borç bakiyesinin 51m TL'si İhlas İnşaat Holding ve İhlas Yapı'ya, kalan bakiye ise grup dışı şirketlere inşaat maliyeti sebebiyle doğan borçlardır.
- 6 Ertelenmiş gelirler, Kristalşehir projesine yönelik satışı tamamlanmış fakat iskan alınmadığı için gelir tablosuna yansıtılmamış konut ve ticari ünite satış gelirlerini içermektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

İhlas Proje Taahhüt için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	261	1,735	344,659
Satışların Maliyeti	(116)	(906)	(307,804)
Brüt Kâr	145	829	36,855
Faaliyet Giderleri	(1,655)	(692)	(1,104)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderler	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	(1,655)	(692)	(1,104)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	19,673	3,800	2,947
FVÖK	18,162	3,937	38,698
Diğer Gelir ve Giderler	18	-	(447)
Finansal Gelir ve Giderler	144	40	2,074
Vergi Öncesi Kâr	18,325	3,978	40,325
Dönem Kârı Vergi Karşılığı	228	(816)	(9,243)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	18,552	3,161	31,082

Kristalşehir projesininin satışları tamamlanan ilk 16 bloğunda yer alan dairelerin bir kısmı için 2018 yılında iskan başvurularının yapıldığı ve iskanları verilen konutların faturalarının kesilerek gelir tablosuna gelir ve maliyet kalemleri olarak yansıtıldığı belirtilmiştir.

İhlas yönetimi Kristalşehir projesi ile ilgili yapılacak toplam satışların yaklaşık 800m TL olarak 2020 yılı sonuna kadar gerçekleşmesini beklemektedir. İlk 16 bloktan iskan süreci tamamlanmış ve tapu teslimleri resmi olarak tamamlanmış konut ve ticari ünitelerin gelir tablosuna yansıtılması sonucu 2018 yılında yaklaşık **345m TL**'lik satış kaydedilmiştir.

Kaynak: İhlas yönetimi

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı

*İhlas Proje Taahhüt altında yürütülen Kristalşehir projesine yönelik satış kârı düzeltmeleri dikkate alındığında şirketin değerleme tarihi itibarıyla net varlık değeri **123,3m TL** olarak tahmin edilmektedir.*

Net Varlık Değeri

('000 TL)	2019	2020
1-16 Blok Gelirleri	322.126	-
17. Blok Gelirleri	-	128.246
Toplam Gelirler	322.126	128.246
1-16 Blok Maliyetleri	(274.615)	-
17. Blok Maliyetleri	-	(101.884)
Toplam Maliyet	(274.615)	(101.884)
Brüt Kar	47.512	26.362
KKEG	1.000	1.000
Vergi Matrahı	48.512	27.362
Vergi	(10.673)	(6.020)
Vergi Sonrası Kar	36.839	20.342
İskonto Faktörü	1,00	0,70
İndirgenmiş Vergi Sonrası Kar	36.839	14.322
Kristalşehir Toplam Satış Karı Düzeltmesi	51.161	
('000 TL)	31.12.2018	
Özkaynak	84.218	
Kayıtlı İştirak Değerinin Silinmesi	(43.605)	
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	31.547	Ort. Payı
İhlas Yapı	31.547	20,6%
Kristalşehir Satış Karı	51.161	
Net Varlık Değeri	123.320	

Kristalşehir projesinin 31.12.2018 tarihi itibarıyla ilk 16 blokta yer alan ve satışı tamamlanan dairelerin bir kısmı için 2018 yılında iskan başvuruları yapılmış ve iskan süreçleri tamamlanmıştır. Bu daireler için faturaların kesilerek gelir tablosuna gelir ve maliyet kalemleri olarak yansıtıldığı belirtilmiştir. 31.12.2018 tarihi itibarıyla ilk 16 bloğa ait geriye kalan dairelerin iskan süreci için başvuruların 2019 yılı içinde yapılması ve sürecin aynı yıl içinde tamamlanıp; ilgili gelir ve maliyetlerin gelir tablosuna yansıtılacağı belirtilmiştir.

İnşaatına yeni başlanan ve toplam satışı planlanan 111 konut ve 2 ticari ünite olarak tasarlanan 17. blok satışlarının ise 2019 ve 2020 yılında tamamlanması beklenmektedir.

İhlas yönetiminden alınan projeksiyonlar doğrultusunda 2019-2020 yılları arasında gerçekleşmesi beklenen ilk 16 blok ve 17. blokla ilgili satış kârının şirketin özkaynakları üzerindeki etkisi yandaki tabloda gösterildiği üzere tahmin edilmiştir. İlk 16 blokla ilgili bütün inşaat ve satış faaliyetinin tamamlanmış olmasından dolayı, satış kârının özkaynak üzerindeki etkisi indirgenmeden dikkate alınmıştır.

İhlas Proje Taahhüt'ün İhlas Yapı'daki iştirak payı İhlas Yapı için yapılan değerleme çalışması sonucuna göre düzeltilmiştir. Yapılan düzeltmeler sonrası, İhlas Proje Taahhüt'ün değerleme tarihi itibarıyla net varlık değeri **123,3m TL** olarak tahmin edilmektedir.

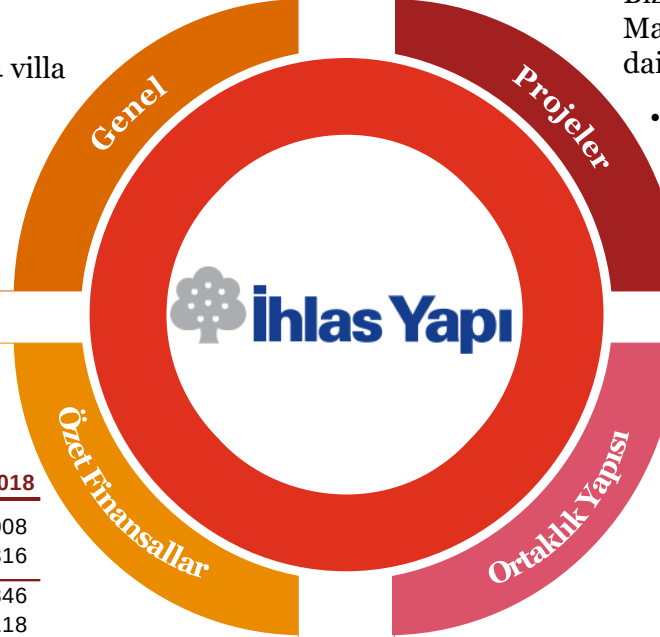
İhlas Yapı

İhlas Yapı

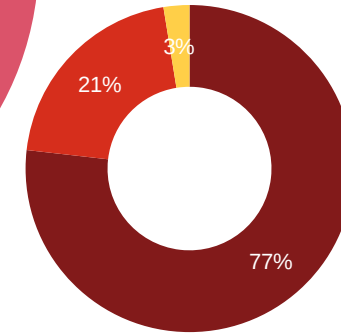


- İhlas Yapı, 1990 yılından itibaren başta toplu konut olmak üzere, iş merkezi, cadde dükkanları, hastane, villa/devre mülk siteleri ve tatil köyleri gibi inşaat projeleri gerçekleştirmiştir.
- İhlas Yapı, toplamda 15.878 konut, 134 villa ve diğer projelerle birlikte yaklaşık 3 milyon m² inşaat alanına ulaşmıştır.

- İstanbul Ispartakule’de yer alan Bizimevler 7 projesinin inşaatı Eylül 2017’de tamamlanmıştır. Projede 532 daire ve 48 iş yeri bulunmaktadır.
 - Bizimevler 6 (Gökkuşuğu) projesinin inşaatı Mayıs 2016’da tamamlanmıştır. Projede 1.207 daire ve 113 iş yeri bulunmaktadır.
 - Bizimevler 6 (Metro) projesinin inşaatı ise Temmuz 2016’da tamamlanmıştır. Projede 454 daire ve 45 iş yeri bulunmaktadır.



('000 TL)	2016	2017	2018
Toplam Aktifler	684.048	763.128	487.008
Toplam Yükümlülükler	549.834	615.357	354.316
Satışlar	703.716	190.043	211.846
Brüt Kâr	149.703	58.473	49.118
Brüt Kâr Marjı %	21%	31%	23%
FAVÖK	133.676	25.224	51.176
FAVÖK Marjı %	19%	13%	24%



■ İhlas İnşaat Holding ■ İhlas Proje Taahhüt ■ İhlas Pazarlama A.Ş.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

İhlas Yapı için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	672.540	756.827	472.712
Nakit Ve Nakit Benzeri Varlıklar	12.077	1.052	574
1 Ticari Alacaklar	251.929	319.351	230.151
2 İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	88.931
3 Stoklar	254.871	164.120	32.395
4 Verilen Avanslar	153.566	272.301	119.161
Diğer Dönen Varlıklar	97	2	1.500
Duran Varlıklar	11.508	6.301	14.296
Finansal (Mali) Duran Varlıklar	5	55	55
Maddi Duran Varlıklar	1.978	3.780	3.067
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9.525	2.466	11.173
Aktif Toplam	684.048	763.128	487.008
Kısa Vadeli Vadeli Yükümlülükler	548.214	570.500	309.939
5 Finansal Borçlar	42	7.297	14.519
6 Ticari Borçlar	47.919	94.276	90.357
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	102.001	70.913	68.486
4 Alınan Avanslar	390.727	396.081	133.965
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.524	1.933	2.612
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.621	44.857	44.377
5 Finansal Borçlar	-	43.514	43.358
Borç Ve Gider Karşılıkları	403	508	21
Ertelenmiş Vergi Borcu / (Yükümlülüğü)	1.218	835	998
Özkaynaklar	134.214	147.771	132.692
Pasif Toplamı	684.048	763.128	487.008

- 31.12.2018 itibarıyla İhlas Yapı'nın ticari alacak bakiyesinin çoğunluğu portföyünde bulunan Bizimevler 6, Bizimevler 7 ve geçmiş projelerle ilgili senetlerden oluşmaktadır. İhlas yönetimi tarafından verilen bilgiye göre geçmiş dönemdeki projelerle ilgili yürütülen indirim kampanyaları sebebiyle portföyünde geçmiş projelere ait uzun vadeli senetler bulunmaktadır.
- İlişkili taraflardan alacaklar bakiyesinin 61m TL'si İhlas Pazarlama A.Ş., 10.3 m TL'si Güzelce ve kalan bakiye ise diğer grup şirketlerinden alacaklardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2018 itibarıyla tamamlanan Bizimevler 6 projesine yönelik 50 adet konut stoğu bulunmaktadır. İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre stoklarda bulunan konutların tamamının 2019 yılında satılması hedeflenmektedir.
- İhlas Yapı, arsa sahibi ile gelir paylaşımı esasına göre gelirin %41'i arsa sahibine bırakılmak üzere İstanbul İli, Avcılar İlçesi, İspartakule mevkiinde Bizimevler 7 projesi geliştirmiş olup, bu projeyi yapma işini müteahhit firmaya gelir paylaşım esasına göre gelirin %45'i şirkette kalacak şekilde devretmiştir. Bu projede 532 adet daire ve 48 adet işyeri inşa edilmiştir. 31.12.2018 tarihi itibarıyla projede bulunan toplam daire ve işyerlerinin %92,5'ine tekabül eden 499 adet konut ile 37 adet işyeri de avans karşılığı satılmıştır. Kalan 33 konut ve 11 ticari ünitenin satılması sonrasında bu bakiyelerin mahsuplaşarak netleştirilmesi beklenmektedir.
- 31 Aralık 2018 itibarıyla İhlas Yapı'nın Türkiye Halk Bankası'ndan alınan kısa ve uzun vadeli toplam 58m TL banka kredisi bulunmaktadır. Kredi ödeme planına göre toplam kredinin 2022 yılı sonuna kadar geri ödenmesi beklenmektedir.
- Ticari borçların 45m TL Bizimevler 6 projesine yönelik arsa sahibine arsa maliyeti sonucu doğan ticari borç, 25m TL'si İhlas Proje Taahhüt'e ödenecek senetler ile geriye kalan bakiye ise 2019 vadeli senetlerden oluşmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

İhlas Gayrimenkul için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
1 Satış Gelirleri (Net)	703.716	190.043	211.846
2 Satışların Maliyeti (-)	(554.014)	(131.570)	(162.728)
Brüt Satış Kârı/(Zararı)	149.703	58.473	49.118
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	21%	31%	23%
3 Faaliyet Giderleri	(16.027)	(34.029)	(27.495)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	(26.474)	(18.244)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(16.027)	(7.554)	(9.251)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider, net	6.878	4.260	(6.908)
FVÖK	140.554	28.705	14.715
Diğer Gelir ve Giderler	18	(8)	25
4 Finansal Gelir ve Giderler	1.977	(3.460)	(31.844)
Vergi Öncesi Kâr	142.549	25.237	(17.104)
Dönem Kârı Vergi Karşılığı	(23.672)	(11.680)	7.148
Dönem Net Kârı/(Zararı)	118.877	13.557	(9.956)

- İhlas Yapı geçmiş dönemlerde yürüttüğü Bizimevler 6 ve Bizimevler 7 projelerinden konut satış geliri elde etmiştir. 31 Aralık 2018 itibarıyla devam eden projesi bulunmamaktadır. 2018 yılında; İhlas Yapı'nın gelirlerinin; 128 m TL'si Bizimevler 7 konut satışlarından, 83 m TL'si ise Bizimevler 6 konut satışlarından elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.
- 2018 yılındaki satışların maliyetleri tutarının 112 m TL'lik kısmı Bizimevler 7 projesi için arsa sahibine ödenen tutarı ifade etmektedir. Geri kalan kısım ise Bizimevler 6 konut satış maliyetlerinden oluşmaktadır.
- Genel yönetim giderleri çoğunlukla personel ve satış pazarlama giderlerinden oluşmaktadır.
- Finansal giderler Halk Bankası'ndan alınan uzun vadeli kredi faiz giderlerinden oluşmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı

İhlas Yapı'nın stoklarında bulunan Bizimevler 6 konutlarının 2019 yılında yapılması beklenen satışlarından elde edilecek karın ve Bizimevler 7'de satılmamış konutlardan elde edilecek komisyon gelirinin, şirketin iştiraklerine dair değer düzeltmeleri ile birlikte ele alınması sonucu 31.12.2018 itibarıyla İhlas Yapı'nın Net Varlık Değeri **153m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Net Varlık Değeri

('000 TL)	2019
Bizimevler 7 Komisyon Gelirleri	6.988
Bizimevler 6 Stok Satışı	36.883
Gelirler	43.871
Bizimevler 6 Stok Maliyeti	(24.260)
Maliyet	(24.260)
Kar	19.611
Vergi	(4.314)
Vergi Sonrası Kar	15.297
İskonto Faktörü	0,89
İndirgenmiş Kar	13.545
('000 TL)	31.12.2018
Özkaynak	132.692
Kayıtlı İştirak Değerinin Silinmesi	(55)
Değerleme Sonucu İştirak Değeri	6.624
Güzelce	3.482
İhlas Marmara Evleri	3.142
Bizimevler Satış Karı Düzeltmesi	13.545
Net Varlık Değeri	152.805

Ort. Payı
5,0%
5,0%

İhlas Yapı'nın 31 Aralık 2018 itibarıyla devam eden projesi bulunmamaktadır. Bu nedenle İhlas Yapı'nın değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı uygulanmamış, sadece mevcut Bizimevler 6 projesi stoklarından ve Bizimevler 7 projesi komisyon gelirlerinden elde edilmesi beklenen nakit etkisi dikkate alınarak Net Varlık Değeri tahmin edilmiştir.

İhlas yönetiminden alınan bilgiye göre tamamlanmış olan Bizimevler 6 projesinden 31 Aralık 2018 itibarıyla satılmamış 50 adet konut ve ofis stokları bulunmaktadır. İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre stoklarda bulunan konutların tamamının 2019 yılında satılması hedeflenmektedir.

Bunun yanında İhlas Yapı, arsa sahibi ile gelir paylaşımı esasına göre gelirin %41'i arsa sahibine bırakılmak üzere Bizimevler 7 projesi geliştirmiş olup, bu projeyi yapma işini müteahhit firmaya gelir paylaşım esasına göre gelirin %45'i Şirkette kalacak şekilde devretmiştir. Bu projede 532 adet daire ve 48 adet işyeri inşa edilmiştir. 31.12.2018 tarihi itibarıyla projede bulunan toplam daire ve işyerlerinin %92,5'ine tekabül eden 499 adet konut ile 37 adet işyeri de avans karşılığı satılmıştır. Satılan konut ve işyerine yönelik 2019 yılı içerisinde yansıtılmamış komisyon geliri olarak gelir tablosuna 4,9m TL komisyon gelirinin etkisi yansıtılmıştır. Buna ek olarak İhlas yönetiminden alınan bilgi doğrultusunda geriye kalan satılmamış 33 konut ve 11 ticari ünitenin tamamının 2019 yılında satılması ve %4 komisyon geliri elde edilmesi planlanmaktadır.

Bu kapsamda 2019 yılında elde edilecek vergi sonrası kar İhlas Yapı'nın Güzelce ve İhlas Marmara Evleri adi ortaklıklarındaki iştirak paylarının değerleme çalışmaları sonrası tahmin edilmiş değerleri ile beraber çalışmada dikkate alınmıştır. 31 Aralık 2018 itibarıyla raporlanan özkaynak değerine yapılan düzeltmeler sonrası İhlas Yapı'nın Net Varlık Değeri **153m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Güzelce

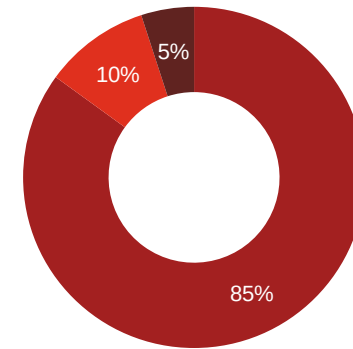
Güzelce

BizimEvler
GÜZELCE

- İhlas Pazarlama-İhlas Yapı Adi Ortaklığı; İstanbul Büyükçekmece’de Bizimevler Güzelce Projesini yürütmektedir. 2017 yılında başlanan projenin 2020 yılında tamamlanması planlanmaktadır.
- Hasılat paylaşım modeliyle 92 bin m² arsa üzerine inşa edilen projede, 709 konut ve 111 ticari ünite bulunmaktadır.

- Bizimevler Güzelce projesinde:

- Bahçeler, yürüyüş ve koşu parkurları, bisiklet parkuru, çocuklar için oyun parkları
- 2 adet futbol sahası, kapalı havuzu, Türk hamamı, sauna ve buhar odaları bulunmaktadır.



■ İhlas Holding ■ İhlas Pazarlama A.Ş. ■ İhlas Yapı

('000 TL)	2016	2017	2018
Toplam Aktifler	3.456	106.533	219.735
Toplam Yükümlülükler	3.356	106.433	219.635
Toplam Özkaynaklar	100	100	100

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

Güzelce için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş solo bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	3,347	68,707	121,449
Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar	27	195	3,211
1 Ticari Alacaklar	-	13,671	9,029
Diğer Alacaklar	-	-	13
2 Stoklar	3,157	38,525	103,560
Peşin Ödenmiş Giderler	-	11,278	-
3 Diğer Dönen Varlıklar	163	5,038	5,636
Duran Varlıklar	109	37,826	98,286
1 Ticari Alacaklar	-	37,732	27,988
4 Peşin Ödenmiş Giderler	109	-	70,249
Diğer Alacaklar	-	94	50
Aktif Toplam	3,456	106,533	219,735
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,356	27,343	62,447
5 Ticari Borçlar	3,356	26,623	59,537
Diğer Borçlar	0.1	720	2,909
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	79,090	157,189
6 Ertelenmiş Gelirler	-	78,757	156,833
Borç Ve Gider Karşılıkları	-	333	356
Özkaynaklar	100	100	100
Pasif Toplam	3,456	106,533	219,735
Ödenmiş Sermaye			100
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)			-
Dönem Net Kârı / (Zararı)			-
Özkaynaklar Toplamı	100	100	100

Kaynak: İhlas yönetimi

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.
PwC

- 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla uzun ve kısa vadeli ticari alacaklar bakiyelerinin tamamı Güzelce projesindeki konut ve ticari ünitelerin senet karşılığı satışlarıyla ilgilidir. Senet karşılığı yapılan satışların %40'ı arsa sahibi olan Kale Güzelce Gayrimenkul Geliştirme ve Tic. A.Ş. (Kale)'nin peşin ödenmiş giderler hesabında takip edildiğinden burada sadece Güzelce'ye kalan ticari alacak bakiyesi bulunmaktadır.
- Stokların tamamı Güzelce projesinin yapımındaki inşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat tamamlandıktan sonra buradaki bakiye, inşaat maliyeti olarak 2020 yılında gelir tablosuna kaydedilecektir.
- Diğer dönen varlıklar devreden katma değer vergisi bakiyesinden oluşmaktadır.
- Peşin ödenmiş giderler Güzelce projesinin inşaatı için arsa sahibi olan Kale'ye ödenen tutarlardan oluşmaktadır. Nakit ve senet karşılığı yapılan satışların %40'ı peşin ödenmiş giderler hesabında izlenmektedir.
- Ticari borçların 15m TL'si Güzelce projesi için yapılan inşaat harcamalarıyla ilgili borçlardan oluşmaktadır. Ortalama borç ödeme vadesi geçmiş performanslar dikkate alınarak 60 gün olarak hesaplanmış ve projeksiyon döneminde gün sayısı korunmuştur. 44m TL ise ilişkili taraflarda borçlardan oluşmaktadır.
- Ertelenmiş gelirler Güzelce projesinin satışlarından elde edilen gelirleri ifade eder ve inşaat tamamlanma tarihi olan 2020 yılında gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilmektedir.

Güzelce'nin devam eden projeleri ile ilgili değerleme tarihi itibarıyla gelir tablosuna herhangi bir muhasebesel kayıt yansıtmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla geçmiş finansal performans kapsamında, şirketin gelir tablosuna dair herhangi bir analiz paylaşılmamaktadır.

Değerleme Sonuçları

*Gelir Yaklaşımı kapsamında Güzelce'nin hisse değerinin 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla **60m TL** ile **79m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.*

Güzelce Hisse Değeri (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	101,6	111,0	120,4
Net Borç	(41,4)	(41,4)	(41,4)
Hisse Değeri	60,3	69,6	79,0

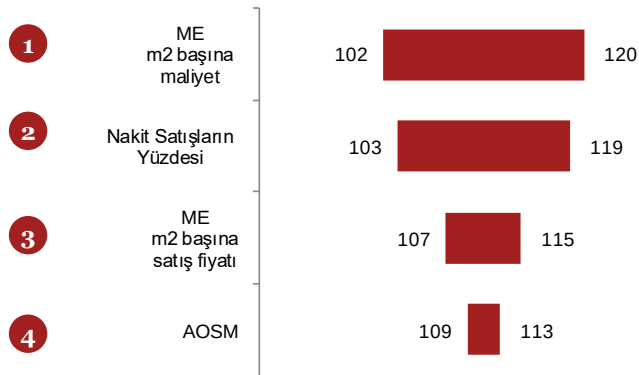
Değerleme Yöntemi

Gelir Yaklaşımı kapsamında Güzelce'nin hisse değeri, şirket tarafından yaratılması beklenen nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine indirgenmesi ile tahmin edilmektedir.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

Gelir Yaklaşımı ve duyarlılık analizi dikkate alındığında Güzelce şirket değerinin **102m TL** ile **120m TL** aralığında olması tahmin edilmektedir. 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla Güzelce'nin net borç pozisyonu dikkate alındığında ise hisse değeri **60m TL** ile **79m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri (m TL)



Gelir yaklaşımı kapsamında önemli parametrelerin Güzelce şirket değeri üzerindeki etkileri; bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiştir:

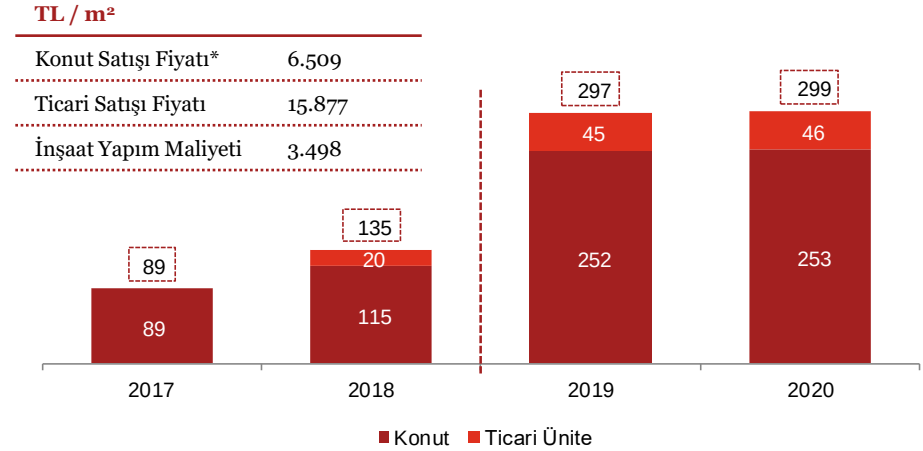
- 1 m² başına maliyet:** Projeksiyon dönemi için m² başına maliyetlerin baz duruma göre **%10** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 2 Nakit Satışların Yüzdesi:** Satışların yıl içinde tahsil edilme oranının baz beklentiye göre **1500 baz puan** yüksek veya düşük gerçekleşmesi;
- 3 Satış fiyatı:** Projeksiyon dönemi için satış fiyatlarının baz duruma göre **%5** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 4 AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (2019: %27,5) göre **100 baz puan** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu Güzelce'nin şirket değeri **102m TL** ile **120m TL** arasında tahmin edilmiştir.

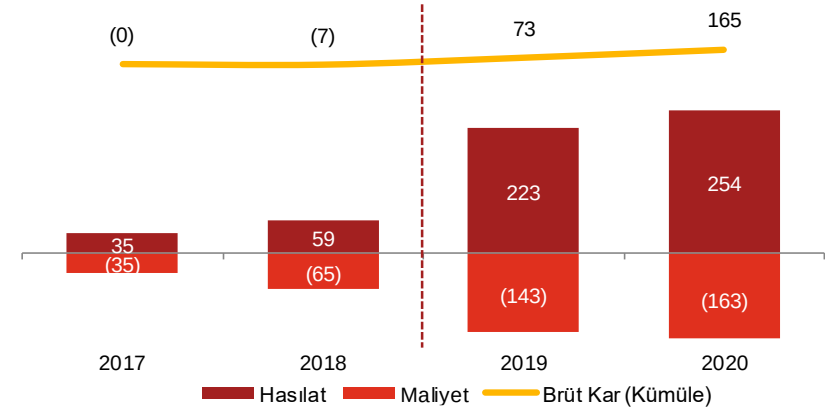
Devam Eden Proje Güzelce

Lokasyon	Büyükcçekmece
Konut Sayısı:	709 adet
Ticari Ünite Sayısı:	111 adet
Toplam m²:	130 bin m²
• Konut m²:	116 bin m²
• Ticari Ünite m²:	14 bin m²
Proje Başlangıç Yılı:	2017
Proje Bitiş Yılı:	2020
Proje Türü:	Hasılat Paylaşım Modeli
Arsa Sahibi:	Kale Güzelce Gayrimenkul (%40)
Proje Yüklenicisi:	İhlas Pazarlama – İhlas Yapı Adi Ort. (%60)
Toplam Proje Bedeli:	951 m TL
Yüklenici Geliri:	571 m TL
Arsa Sahibi Payı:	(380) m TL
İnşaat Maliyeti:	(406) m TL
Proje Karı:	165 m TL
Kar Marjı:	%17

Satılan Konut ve Ticari Ünite Sayıları



Hasılat (Yüklenici Payı) ve Maliyet Dağılımı (m TL)



* 2019 fiyatları kullanılmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Net İşletme Sermayesi

Değerleme çalışması kapsamında, Güzelce için aşağıda tahmin edilmiş NİS gelişimi dikkate alınmıştır.

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	-	51.402	37.017	102.205	103.637	473	393	0
Stoklar	3.157	38.259	103.560	246.088	-	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	109	11.278	70.249	210.793	-	-	-	-
Dönen Varlıklar	3.266	100.939	210.825	559.086	103.637	473	393	0
Ticari Borçlar	3.356	26.623	15.261	27.647	31.544	-	-	-
Alınan Sipariş Avansları	-	311	2.205	4.922	-	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	-	78.757	156.833	526.982	-	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	409	704	1.425	1.626	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.356	106.101	175.004	560.976	33.170	0	0	0
Net İşletme Sermayesi	(90)	(5.161)	35.822	(1.890)	70.468	473	392	(0)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(88)	(5.071)	40.983	(37.711)	72.357	(69.994)	(81)	(393)
KDV Değişimi	-	-	-	24.372	(30.008)	-	-	-

Ticari Alacaklar Projede gerçekleşmiş ve 2019 sonrası İhlas yönetimi tarafından sağlanan tahsilat takvimi baz alınarak, satışların ortalama %50'sinin çek/senet karşılığı yapıldığı görülmüş ve projeksiyon döneminde bu oran korunmuştur. Arsa sahibinin payına düşen ticari alacak bakiyesi bu hesapta izlenmemektedir. Bu sebeple ticari alacaklar bakiyesi yapılan hasılatın Güzelce şirket payına düşen kısmının %50'si olarak dikkate alınır. Ek olarak, projeksiyon dönemindeki ilk yıl yapılan senet ödemeli satışların, tahsil edilme planı 3 yıla %33 olarak dağıtılmıştır. İkinci yıl yapılan satışların tahsilatının ise %50'sinin ilk yıl, kalan %50'sinin ikinci yıl yapılacağı öngörülmüştür.

Stoklar, Güzelce projesinin inşaat maliyetlerinden oluşmaktadır. İnşaat yapımının tamamlandığı tarih olan 2020'de gelir tablosuna inşaat maliyeti olarak kaydedilecektir.

Ticari borçlar, Güzelce inşaatı için yapılan harcamaların ortalama 60 günlük vadeyle ödeme yapıldığı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Ertelenmiş gelirler kalemi yıl içinde yapılan hasılatları ifade etmektedir. 2020 yılında inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna hasılat olarak kaydedilmektedir.

KDV Değişimi: İnşaat yapım maliyetlerine ilişkin proje süresince aktifleştirilen KDV alacaklarının proje bitim yılı olan 2020'de hasılatların gelir tablosuna yansıtılmasıyla ortaya çıkacak KDV borçları ile mahsup edileceği öngörülmektedir. Proje teslimi sonrası kalan KDV bakiyesinin ise aynı yıl iade alınacağı varsayılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi sonucunda Güzelce'nin toplam hisse değerinin 69,6m TL seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

('000 TL)	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	-	950.917	-	-	-
Satışların Maliyeti (-)	-	(789.074)	-	-	-
Brüt Kâr	-	161.843	-	-	-
Brüt Kâr Marjı (%)	0,0%	17,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Faaliyet Giderleri (-)	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	161.843	-	-	-
FAVÖK Marjı (%)	0,0%	17,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman (-)	-	-	-	-	-
FVÖK	-	161.843	-	-	-
FVÖK Marjı (%)	0,0%	17,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)	-	(35.605)	-	-	-
Kurumlar Vergisi Oranı	0,0%	22,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman	-	-	-	-	-
Operasyonel Nakit Akımları	-	126.238	-	-	-
Δ NİS	37.711	(72.357)	69.994	81	393
Δ KDV	(24.372)	30.008	-	-	-
Yatırım Harcamaları (-)	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları	13.339	83.889	69.994	81	393
AOSM	27,5%	24,0%	22,7%	21,8%	21,8%
Kısmi dönem faktörü	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
İskonto dönemi	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50
İskonto faktörü	0,89	0,70	0,57	0,47	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımları	11.811	59.060	39.941	38	151

('000 TL)	31.12.2018
İndirgenmiş Nakit Akımları	111.001
Şirket Değeri	111.001
Net Borç	(41.358)
Hisse Değeri	69.644

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.
PwC

Gizli ve Özel

('000 TL)	2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.211
Diğer Duran Varlıklar	63
Kıdem Tazminatı Karşılığı	(356)
Toplam	2.919
1 Grup İçi Borçlar	(44.276)
Net Borçluluk	(41.358)

1 Grup içi borçların 28m TL'si İhlas Pazarlama'ya ve 16m TL'si İhlas Yapı'ya borçlardan oluşmaktadır. 345k TL'lik kalan borç ise İhlas Gazetecilik, İhlas Holding, Şifa Yemek ve İhlas Gayrimenkul' e olan borçlardan oluşmaktadır.

Güzelce için hazırlanmış nakit akım projeksiyonlarında projenin inşaat, satış ve teslim süreçleri tamamlanana kadar oluşması muhtemel faaliyet giderleri İhlas yönetimi tarafından ilgili projeler için sağlanan inşaat maliyet tahminleri içinde dikkate alınmıştır.

17 Mayıs 2019

77

Armutlu

Armutlu



- Armutlu Tatil Köyü, Yalova'nın Armutlu ilçesinde 2004 yılında hizmete girmiştir. Armutlu; Armutlu Tatil Köyü içerisinde konaklayan devremülk sahipleri ve misafirlere hizmet vermek için kurulmuştur.
- Daireler üçüncü şahıs veya kurumlara devremülk (veya tam) olarak satılmışken, ortak kullanım alanları İhlas Holding'e aittir. Armutlu'nun hisselerinin tamamı İhlas İnşaat Holding'e aittir.
- Konaklamaya ek olarak; yüzme havuzları, kaplıca merkezi, kafe & restoranları ile ziyaretçilerine hizmet vermektedir.

- Devremülk kira gelirlerinin elde edildiği, ilk etapta 1.688 daire yer almaktadır:

50 m²: 120 adet
 70 m²: 120 adet
 85 m²: 322 adet
 98 m²: 1108 adet
 105 m²: 18 adet

- 2018'de inşaatı tamamlanan Panorama etabı ile ek olarak 450 adet daire toplam kapasiteye eklenmiştir.

83 m²: 150 adet
 117 m²: 300 adet

Armutlu Tatil Köyü Organizasyonu



1 Devremülk Kiralama Hizmeti

Armutlu şirketinin en önemli operasyonu; tatil köyü içerisinde dairelerin, sahipleri tarafından kullanılmayacağı dönemlerde üçüncü kişilere kiralınması faaliyetidir. Bu hizmet karşılığında Armutlu kiracılardan alınan kiralama ücretinden bir komisyon tutarı ("Komisyon Geliri") elde etmekte ve geri kalan tutarı mülk sahibine ödemektedir. Komisyon gelirlerine ek olarak, dileyen ziyaretçiler için kafe ve restoranlarda geçerli yemek fişlerinin satışı ("Pansiyon Gelirleri") da gerçekleştirilmektedir. Komisyon ve pansiyon bedelleri kiralama ücretine dahil olup, Armutlu'nun devremülk kira gelirlerini oluşturmaktadır.



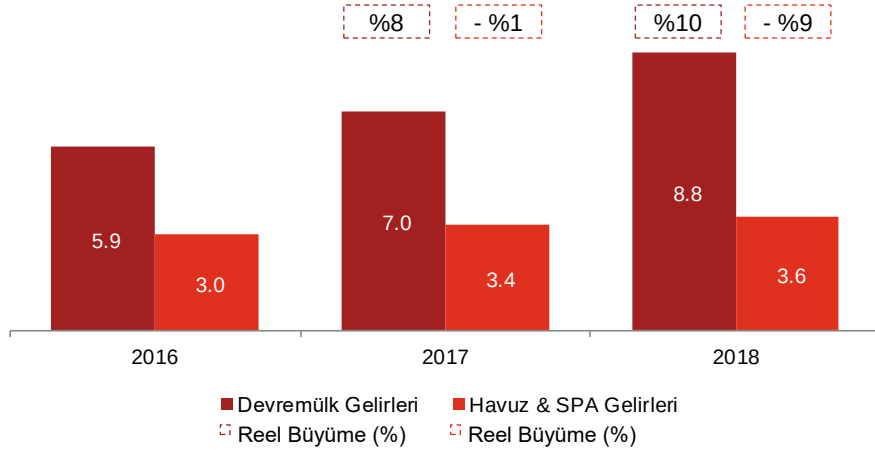
2 Havuz & SPA Hizmetleri

Havuz & SPA hizmetleri; tesis bünyesinde bulunan havuzların, aquaparkın ve termal sağlık merkezlerinin mülk sahipleri ve kiralama yapan ziyaretçiler tarafından kullanımını kapsamaktadır.

Operasyonel Performans

Son üç yılda devremülk gelirleri reel anlamda büyüme kaydederken, havuz & SPA gelirlerinin azalan ziyaretçi sayıları ile birlikte küçüldüğü gözlemlenmektedir. Devremülk kiralama oranında (%16-18) önemli bir değişiklik gözlemlenmemektedir.

Devremülk Kiralama ve Havuz & SPA Gelirleri (m TL)

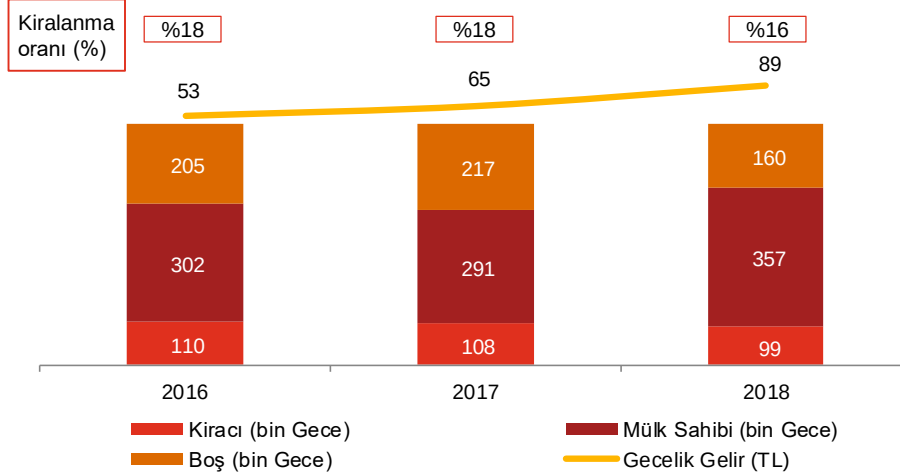


Devremülk kiralama ile havuz & SPA gelirleri toplam gelirlerin en önemli kısmını oluşturmaktadır. Devremülk kiralama gelirini belirleyen faktörler; geceleme sayısı ve geceleme başına gelir tutarlarıdır.

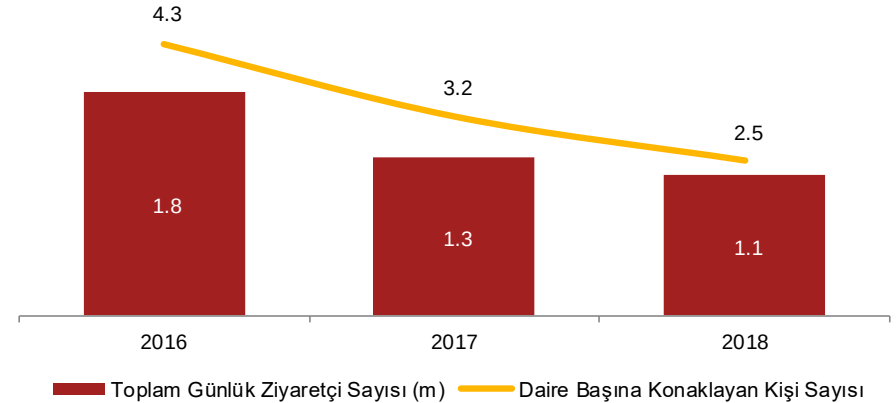
Devremülk kiralama faaliyetlerinin son üç yılda reel anlamda büyümekte olduğu gözlemlenmektedir. 2018 yılı gelirlerindeki artışa büyük ölçüde gecelik pansiyon gelirlerindeki büyümenin neden olduğu anlaşılmaktadır. 2018'den itibaren, gruplar dışında şahsi olarak devremülk kiralayan müşterilere de bu hizmet sunulmaya başlanmıştır.

Kiralanma oranındaki gerilemeden daha hızlı olarak ziyaretçi sayısının azalması da havuz & SPA gelirlerinin son üç yılda reel anlamda küçülmesine neden olmuştur.

Devremülk Geceleme Sayıları ve Ortalama Gecelik Gelir



Ziyaretçi Sayıları



Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

Armutlu için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	5,260	9,044	9,086
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	685	1,551	1,837
2 Ticari Alacaklar	4,479	7,434	7,071
Stoklar	80	59	84
Diğer Dönen Varlıklar	15	-	95
Duran Varlıklar	10,420	10,422	10,579
3 Mali Duran Varlıklar	10,047	10,047	10,047
Sabit Kıymetler	1,030	1,112	1,042
Birikmiş Amortismanlar	(754)	(887)	(742)
Diğer Duran Varlıklar	96	149	232
Aktif Toplam	15,680	19,466	19,665
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,973	4,250	2,832
2 4 Ticari Borçlar	844	2,757	1,077
5 Alınan Sipariş Avansları	968	1,150	1,473
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	161	344	283
Uzun Vadeli Yükümlülükler	340	469	926
Özkaynaklar	13,366	14,746	15,907
Pasif Toplam	15,680	19,466	19,665

6 Uzun vadeli yükümlülüklerin büyük bir kısmını kıdem tazminatı karşılıkları (844 bin TL) oluşturmaktadır. Ayrıca dava karşılıklarını ve ertelenen vergi hesaplamasını içermektedir.

- 1 Bu bakiye altında bulunan kredi kartı alacakları, kafe ve restoran satışlarının ödemelerine ait olan kredi kartı alacaklarını ifade ettiği için değerlendirilmesinde düzeltilmiş net işletme sermayesi seviyesine dahil edilmiştir.
- 2 Ticari alacakların neredeyse tamamını grup içi alacaklar (31.12.2018 itibarıyla reeskont öncesi 6.328 bin TL) oluşturmaktadır. Grup içi alacaklar değerlendirilmesinde düzeltilmiş net işletme sermayesi seviyesine dahil edilmemiştir. Buna ek olarak, Armutlu 2018 yılında site yönetiminin tüketiminden kaynaklanan elektrik faturaları için elektrik perakende şirketi ile site yönetimi arasında aracılık faaliyeti üstlenmiştir. Ticari alacaklar altında takip edilen 821 bin TL tutarındaki site yönetiminden alacak, ilgili tüketimden kaynaklı elektrik faturalarını yansıtmaktadır. Bu faaliyete ilişkin alacak (**822 bin TL**) ve borçlar (**407 bin TL**), Armutlu'nun faaliyetlerine yönelik olmamaları nedeniyle değerlendirilmesinde düzeltilmiş net işletme sermayesi seviyesinden çıkarılıp, net borçluluk seviyesine dahil edilmiştir.
- 3 Mali duran varlıkların tamamını Armutlu'nun Kuzuluk'ta bulunan %79.9'luk bağlı ortaklık payı oluşturmaktadır.
- 4 31.12.2018 itibarıyla **366 bin TL** tutarındaki site yönetimine olan borçlar, devremülk sahibinin kiralama işleminde doğmuş payının, ilgili devremülk sahibinin site yönetimine aidat borcu olması durumunda yönetime aktarılacak kısmı ifade etmektedir. Bu bakiye değerlendirilmesinde düzeltilmiş net işletme sermayesi analizinde sipariş avansları altında sınıflandırılmıştır. Ticari borçların geri kalan kısmı ise operasyonel nitelikteki ticari borçları yansıtmaktadır.
- 5 Alınan sipariş avansları bakiyesinin tamamını; kiralama işlemleri için erkenden elde edilen komisyonların devremülk sahiplerine düşen payları temsil etmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans

İşletme Sermayesi ve Net Borç Analizi

Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Ticari Alacaklar	4,479	7,434	7,071
Stoklar	80	59	84
Diğer Dönen Varlıklar	15	-	95
Dönen Varlıklar	4,575	7,493	7,249
Ticari Borçlar	844	2,757	1,077
Alınan Sipariş Avansları	968	1,150	1,473
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	161	344	283
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,973	4,250	2,832
Raporlanan Net İşletme Sermayesi	2,601	3,242	4,417
Satışlara Oranı %	27%	28%	32%
Düzeltilmeler			
Kredi Kartı Alacakları	266	467	428
Site Yön. Alacaklar (Elektrik Borcu)	-	-	(822)
Grup İçi Alacaklar	(4,385)	(7,322)	(6,230)
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	-	-	(35)
Grup İçi Borçlar	5	316	72
Elektrik Şirketine Borçlar (Site Yön.)	-	-	407
Kurumlar Vergisi Yükümlülükleri	0	2	-
Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi	(1,513)	(3,296)	(1,762)
Satışlara Oranı %	-15%	-29%	-13%

Düzeltilmiş Net Borç

('000 TL)	31.12.2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.837
Uzun Vadeli Yükümlülükler	(876)
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	(844)
Dava Karşılıkları	(32)
Raporlanan Net Borç	961
NİS Düzeltilmeleri	
Kredi Kartı Alacakları	(428)
Site Yön. Alacaklar (Elektrik Borcu)	822
Grup İçi Alacaklar	6.230
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	35
Grup İçi Borçlar	(72)
Elektrik Şirketine Borçlar (Site Yön.)	(407)
Düzeltilmiş Net Borç	7.140

Armutlu'nun raporlanan net işletme sermayesi seviyesi, grup içi ve operasyonel olmayan bakiyeler elimine edilerek düzeltilmiştir. Değerleme çalışmasına baz olan net işletme sermayesi değişimi, düzeltilmiş seviyeleri ele almaktadır. Düzeltilen bakiyelerin hisse değerine etkisi net borçluluk seviyesinde dikkate alınmıştır.

Grup içi alacakların büyük kısmını, İhlas İnşaat Holding'den ve İhlas Yapı'dan olan sırasıyla 4m TL ve 2m TL büyüklüğündeki bakiyeler oluşturmaktadır. 72 bin TL'lik grup içi borçların büyük kısmı ise İhlas İnşaat Holding ve TGRT'ye olan borçlardan oluşmaktadır.

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	9,471	11,219	13,460
Satışların Maliyeti	(7,166)	(8,295)	(10,361)
Brüt Kâr	2,305	2,924	3,098
Faaliyet Giderleri	(992)	(1,365)	(1,635)
FAVÖK	1,313	1,559	1,463
FAVÖK*	1,703	1,864	1,689
Diğer Gelir ve Giderler	105	24	68
Finansal Gelir ve Giderler	98	72	327
Vergi Öncesi Kâr	1,517	1,655	1,858
Dönem Karı Vergi Karşılığı	(316)	(343)	(406)
Dönem Net Karı/(Zararı)	1,201	1,312	1,451

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	9,765	11,449	13,614
Devremülk Kira Geliri	5,869	7,004	8,850
Havuz & SPA Gelirleri	3,048	3,365	3,628
Diğer Gelirler	848	1,080	1,136
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	(293)	(229)	(155)
Düzeltilmiş Net Satışlar	9,471	11,219	13,460

('000 TL)	2016	2017	2018
Satışların Maliyeti	(7,157)	(8,227)	(10,332)
İlan ve Reklam Giderleri	(2,593)	(2,868)	(2,993)
Pansiyon Giderleri	(666)	(1,433)	(2,965)
Ortak Alan Kiraları	(1,328)	(1,364)	(1,285)
Personel	(1,469)	(1,357)	(1,478)
Diğer Giderler	(1,100)	(1,204)	(1,611)
Yasal Amortisman	(132)	(134)	(149)
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	123	66	120
Düzeltilmiş Satışların Maliyeti	(7,166)	(8,295)	(10,361)

Kaynak: İhlas yönetimi

Armutlu için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

Aşağıdaki tablolarda, yasal mali tablolara ve yönetim tarafından sağlanan verilere göre net satışlar ve satışların maliyeti tutarlarının geçmiş üç yıl için faaliyetlere göre detaylı kırılımı verilmektedir.

Armutlu yönetiminden sağlanan veriye göre satışlar ve satışların maliyeti seviyesinde bağımsız denetim düzeltmelerinin aşağıdaki konularla ilgili olduğu anlaşılmaktadır:

- Diğer gelir kalemi altında SGK teşvik gelirinin net satışlardan satışların maliyeti içerisine sınıflanması
- Bağımsız denetim kapsamında baştan hesaplanan amortisman ve itfa payları ile ilişkili giderler
- Kıdem tazminatı kaydı ile ilgili gelir tablosuna yansıtılan karşılıklar

Faaliyet gideri seviyesinde bağımsız denetim kapsamında dikkate alınan mali tablo düzeltmelerinin de yine nakdi etkisi olmayan kıdem tazminatı karşılığı ile ilgili olduğu anlaşılmaktadır. (*) Dolayısıyla, mali tablo analizi ve değerlendirme çalışmasında kullanılmak üzere, bağımsız denetimden geçmiş ve yasal mali tablolardan hesaplanacak ve Armutlu'nun operasyonlarının performansının göstergesi olabilecek FAVÖK'ünün (gayri nakdi kıdem tazminatı giderleri dışında) benzer seviyede olduğu kabulü yapılmıştır. Kıdem tazminatı ve kullanılmamış izinler ile ilgili yükümlülükler değerlendirme tarihi itibarıyla net borç tutarı içerisinde bırakılmış ve tahmini FAVÖK seviyesi ile işletme sermayesi analizine dahil edilmemiştir.

En önemli gelir kalemleri olan devremülk kira geliri ile havuz & SPA gelirleri dışında Armutlu'nun satış komisyonu gelirleri, ticari mal satış gelirleri ve danışmanlık gelirleri bulunmaktadır. Satış komisyonu gelirleri Panorama etabında bulunan dairelerin satışından elde edilen emlak komisyon gelirlerini ifade etmektedir. Dairelerin 2019 yılında satışının tamamlanması beklendiğinden, ileriki yıllarda iş planında bu gelirin elde edilmeyeceği tahmin edilmektedir. Ticari mal satış gelirleri çarşı ve kafedeki satışları ifade ederken; danışmanlık gelirleri ise site yönetiminde başkanlık görevini üstlenen Armutlu personeli için yönetimden alınan hizmet bedelini ifade etmektedir.

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	9,471	11,219	13,460
Satışların Maliyeti	(7,166)	(8,295)	(10,361)
Brüt Kâr	2,305	2,924	3,098
7 Faaliyet Giderleri	(992)	(1,365)	(1,635)
FVÖK	1,313	1,559	1,463
FAVÖK	1,703	1,864	1,689
Diğer Gelir ve Giderler	105	24	68
Finansal Gelir ve Giderler	98	72	327
Vergi Öncesi Kâr	1,517	1,655	1,858
Dönem Karı Vergi Karşılığı	(316)	(343)	(406)
Dönem Net Karı/(Zararı)	1,201	1,312	1,451

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	9,765	11,449	13,614
Devremülk Kira Geliri	5,869	7,004	8,850
Havuz & SPA Gelirleri	3,048	3,365	3,628
1 Diğer Gelirler	848	1,080	1,136
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	(293)	(229)	(155)
Düzeltilmiş Net Satışlar	9,471	11,219	13,460

('000 TL)	2016	2017	2018
Satışların Maliyeti	(7,157)	(8,227)	(10,332)
2 İlan ve Reklam Giderleri	(2,593)	(2,868)	(2,993)
3 Pansiyon Giderleri	(666)	(1,433)	(2,965)
4 Ortak Alan Kiraları	(1,328)	(1,364)	(1,285)
5 Personel	(1,469)	(1,357)	(1,478)
6 Diğer Giderler	(1,100)	(1,204)	(1,611)
Yasal Amortisman	(132)	(134)	(149)
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	123	66	120
Düzeltilmiş Satışların Maliyeti	(7,166)	(8,295)	(10,361)

Kaynak: İhlas yönetimi

Armutlu'nun en büyük gelir kalemlerini devremülk kira geliri ile havuz & SPA gelirleri oluştururken, büyük gider kalemleri arasında ilan ve reklam, pansiyon ve ortak alan kiraları gibi maliyetler bulunmaktadır.

2 İlan ve reklam giderleri devremülk kiralama operasyonlarının tanıtımını sağlamak amacıyla katılan maliyetleri ifade etmektedir.

3 Pansiyon giderleri, kiralama işlemleri sırasında isteğe bağlı satışı yapılan kafe ve restoranlarda geçerli yemek fişlerinin hizmet maliyetlerini temsil etmektedir.

4 Armutlu yönetiminin verdiği bilgiye göre; çarşı, kafe ve restoran gibi ticari alanların mülkiyetinin İhlas Holding A.Ş.'ye ait olduğu anlaşılmaktadır. Bu alanların işletmesini Armutlu üstlendiğinden Holding'e senelik bir kira bedeli ödenmektedir. Kira bedeli, her sene İhlas Holding ve Armutlu arasında piyasa koşullarına göre sağlanan karşılıklı mutabakatla belirlenmektedir. Armutlu yönetimi, 2018 yılı ekonomik gelişmelere bağlı olarak; ilgili kira bedelinin 2019 yılında %10 oranında, sonraki yıllarda da enflasyon tahminlerine eşit olarak artış göstereceği bilgisini tarafımıza sağlamıştır.

5 Kiralama ofisi ve havuzda görevli çalışanların personel maliyetlerini ifade eder.

6 Diğer satışların maliyetinde elektrik giderleri, havuz bakım onarım ve çarşı ve kafeler için katılan ticari mal maliyetleri yer almaktadır.

7 İdari merkezde görevli çalışanların personel maliyetlerini ifade eder. Denetim ve danışmanlık hizmeti giderleri ile diğer çeşitli giderleri içermektedir.

Değerleme Sonuçları

Armutlu'nun hisse değerinin tahmin edilmesi çalışmasında Gelir Yaklaşımı ana değerlendirme yöntemi olarak dikkate alınmıştır. Gelir Yaklaşımı kapsamında Armutlu'nun 31.12.2018 itibarıyla hisse değeri **27,4m TL** ile **35,9m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

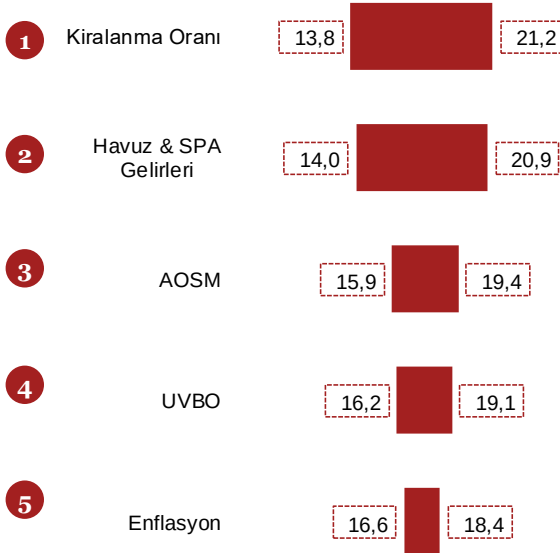
Armutlu Hisse Değeri (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	13,8	17,5	21,2
Net Borç - 31.12.2018	7,1	7,1	7,1
Kuzuluk Bağlı Ortaklık Değeri*	6,5	7,1	7,6
Hisse Değeri	27,4	31,7	35,9
FAVÖK - 2018	1,7	1,7	1,7
ŞD/FAVÖK	8,2x	10,3x	12,5x

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

Gelir Yaklaşımı ve duyarlılık analizi dikkate alındığında Armutlu'nun şirket değerinin **13,8m TL** ile **21,2m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir. Armutlu'nun 31.12.2018 tarihi itibarıyla net borç pozisyonu ile Kuzuluk'ta bulunan hisselerinin gelir yaklaşımından gelen hisse değeri ve ortaklık payı dikkate alındığında, Armutlu'nun 31.12.2018 itibarıyla hisse değeri **27,4m TL** ile **35,9m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri (m TL)



Gelir yaklaşımı kapsamında önemli parametrelerin Armutlu'nun şirket değeri üzerindeki etkileri; bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiştir:

- 1 Kiralanma Oranı:** Projeksiyon dönemi için oda tipinde tahmin edilen devremülk kiralanma oranının (%16, 2018 seviyesi) baz duruma göre **100 baz puan** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 2 Havuz & SPA Gelirleri:** Projeksiyon dönemi için tahmin edilen havuz ve kafe gelirlerinin baz duruma göre **%10** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 3 AOSM:** AOSM'nin tahmin edilen baz duruma göre **100 baz puan** düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- 4 UVBO:** %10 olarak tahmin edilen UVBO'nun baz durumuna göre **100 baz puan** düşük (%9) veya yüksek (%11) olarak gerçekleşmesi;
- 5 Enflasyon:** Projeksiyon dönemi enflasyon tahminlerinin **100 baz puan** düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu Armutlu'nun hisse değeri **27,4m TL** ile **35,9m TL** aralığında tahmin edilmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi, * Kuzuluk'ta bulunan %79,9'luk pay dikkate alınarak hesaplanmıştır.

İş Planı - Özet

Gelir yaklaşımı kapsamında değerleme tarihine indirgenen serbest nakit akımlarının tahmin edilmesinde Armutlu yönetimi tarafından sağlanan iş planından faydalanılmıştır.

İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Enflasyon Tahminleri

%	2019	2020	2021	2022	2023
TR Enflasyon, Ortalama	17.5%	14.1%	13.4%	13.0%	13.0%

Değerleme çalışmasına baz iş planı Armutlu yönetimi tarafından sağlanmıştır. Değerleme çalışmasında kullanılacak serbest nakit akımları bu iş planı baz alınarak tahmin edilmektedir.

Paylaşılan iş planındaki önemli varsayımlar:

- ✓ Devremülklerin kiralama oranları değiştirilmeyerek 2018 yılı seviyesine (%16) eşit tutulmuştur,
- ✓ Devremülklerin ortalama gecelik gelirlerinin enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır,
- ✓ Havuz & SPA kullanımında belirleyici olan ziyaretçi sayısı tahminlerinin geçmiş ziyaretçi sayıları ile paralel olması beklenmektedir,
- ✓ İlan ve reklam giderlerinin devremülk kiralama faaliyetlerinden elde edilen gelirlere oranının 2018 gerçekleşmesine eşit olması beklenmektedir,
- ✓ İşletmesi Armutlu'ya, mülkiyeti ise İhlas Holding'e ait olan ortak ticari alanlar için ödenen kira bedelinin 2019 yılında %10, sonraki yıllarda ise enflasyon oranında artacağı varsayılmaktadır,
- ✓ Personel maliyetlerinin enflasyon oranında artacağı varsayılmaktadır,
- ✓ Projeksiyon dönemi NİS seviyesinin satışlara oranının 2018'deki gerçekleşmiş/düzeltilmiş NİS seviyesine eşit olması beklenmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, IMF (WEO Nisan 2019, enflasyon tahminleri)

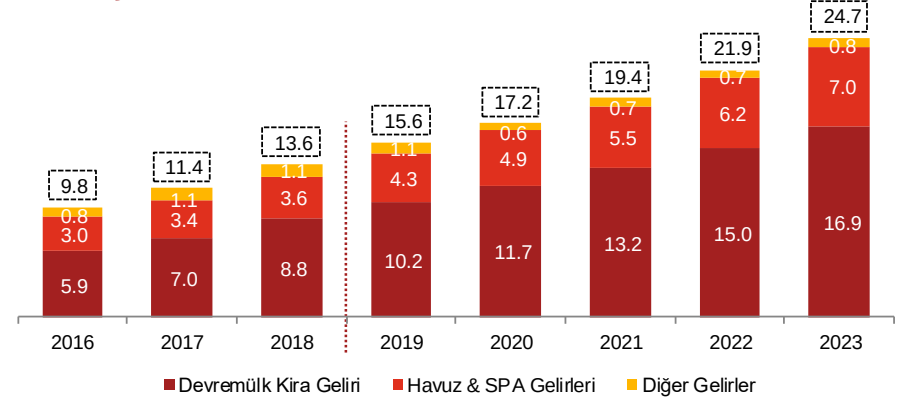
Net Satışlar

Armutlu'nun en büyük gelir kalemlerini devremülk kira geliri ve havuz & SPA gelirleri oluşturmaktadır. Son üç yılda devremülklerin kiralama oranları düşüş kaydederken, pansiyon gelirlerinin katkısı ile devremülk kira gelirleri büyümeye devam etmiştir.

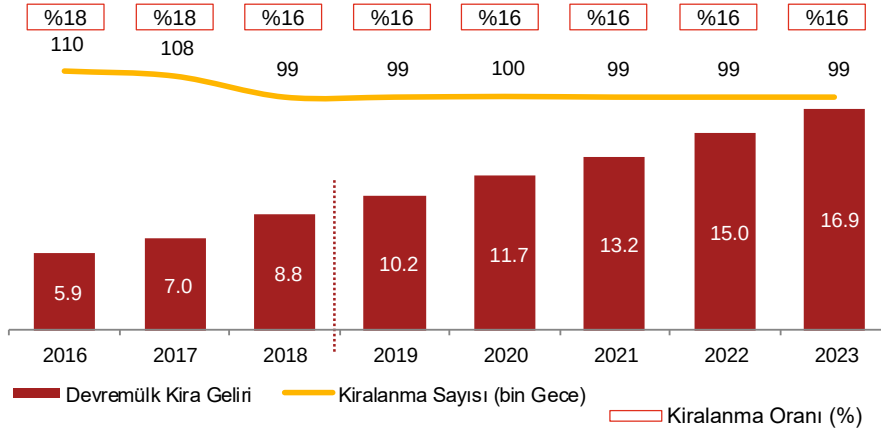
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Net Satışlar (m TL)



Devremülk Kira Geliri (m TL)



Genel olarak son üç yılda devremülklerin üçüncü şahıslara kiralama oranı düşüş kaydetmektedir (%18 > %16). Devremülk kiralama talebin 2018 yılında oldukça düşük olmasının arkasında ekonomik etkenlerin de olduğu anlaşılmaktadır. Projeksiyon döneminde kiralama oranının son sene ortalamasına eşit tutulduğu (%16) aktarılmıştır. Devremülklerin gecelik kira ücretlerinin ise ortalama enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.

Havuz ve SPA gelirleri düşen ziyaretçi sayılarına paralel olarak son üç yılda düşüş kaydetmiştir. Ziyaretçilerden elde edilen gelirlerin enflasyon ile artacağı, ziyaretçi sayısının ise son yıldaki seviyeye benzer gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

Diğer gelirler içinde yer alan satış komisyonu gelirlerinin 2019 yılında Panorama etabındaki dairelerin satışının sonlanması nedeniyle 2020 ve sonrasında devam etmeyeceği tahmin edilmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

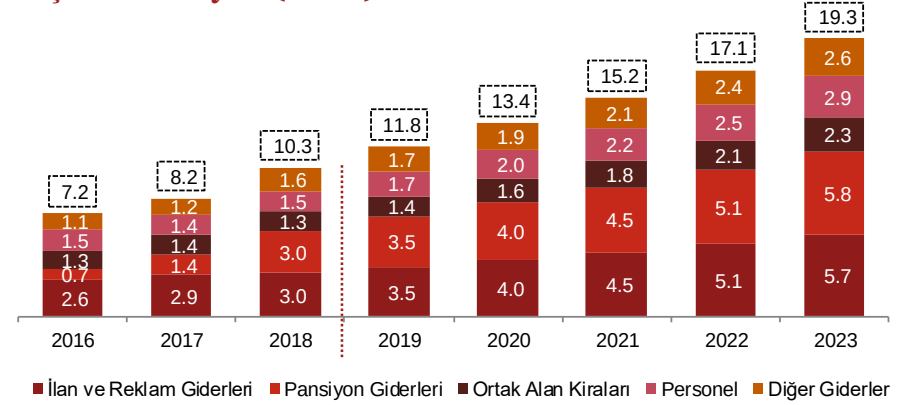
Satışların Maliyeti

Satışların maliyetini oluşturan kalemler büyük ölçüde devremülk kiralama hizmetine ilişkin katlanılan maliyetleri ifade etmektedir. Ayrıca ticari alanların kullanımı için bu alanların mülk sahibi Holding'e yıllık kira ödemeleri yapılmaktadır. Maliyetler geçtiğimiz senede satışlara oranla daha hızlı bir oranda artmaktadır.

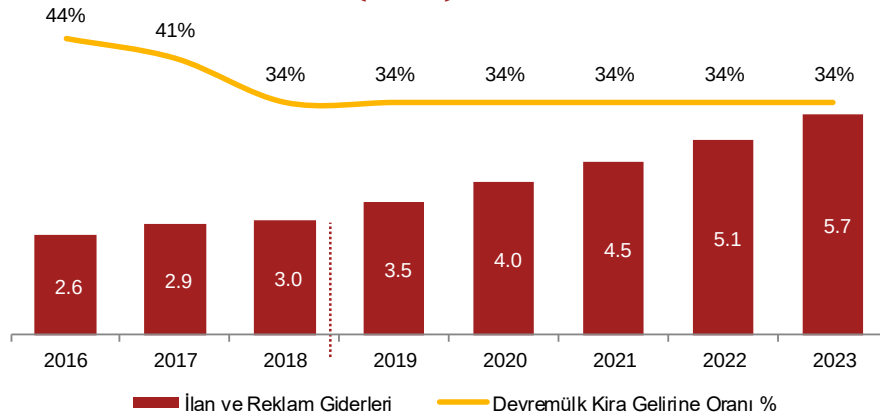
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Satışların Maliyeti (m TL)



İlan ve Reklam Giderleri (m TL)



İlan ve reklam giderleri, devremülk kiralama hizmetinin tanıtımı için katlanılan maliyetleri temsil ettiğinden, devremülk kira gelirleri ile ilişkilendirilerek tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminde bu giderlerin devremülk kiralama gelirlerine oranının 2018 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

İhlas Holding'e ödenen ortak alan kiralaları son üç yılda reel anlamda artış kaydetmezken, 2019 yılı kirasının %10 oranında, sonraki yıllarda enflasyon oranı ile artacağı Armutlu yönetimi tarafından aktarılmıştır.

Ziyaretçi başına düşen pansiyon giderinin projeksiyon döneminde enflasyon ile paralel olarak artacağı tahmin edilirken, diğer giderler altında yer alan ve 2018 yılında tek seferlik katlanılan 100 bin TL tutarındaki havuz bakım harcamasının ileriki yıllarda tekrar etmesinin beklenmediği Armutlu yönetimi tarafından aktarılmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

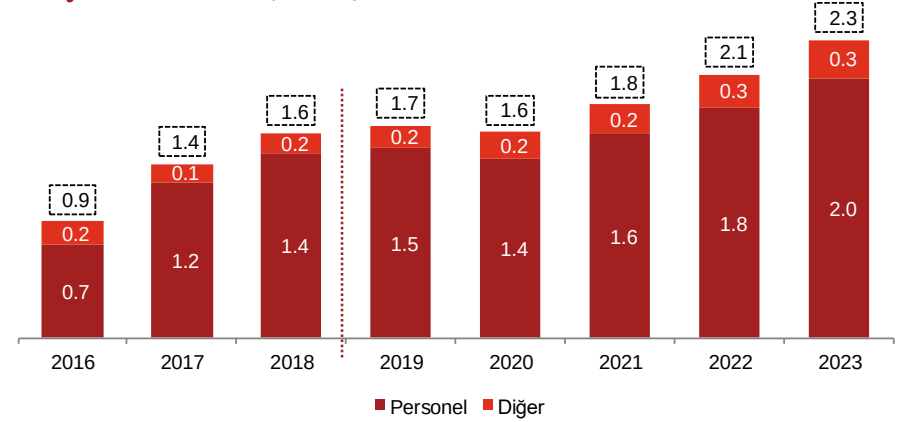
Faaliyet Giderleri

Armutlu'nun faaliyet giderlerinin büyük bir kısmını merkez büroda ve satış ofisinde yer alan personelin giderleri oluşturmaktadır.

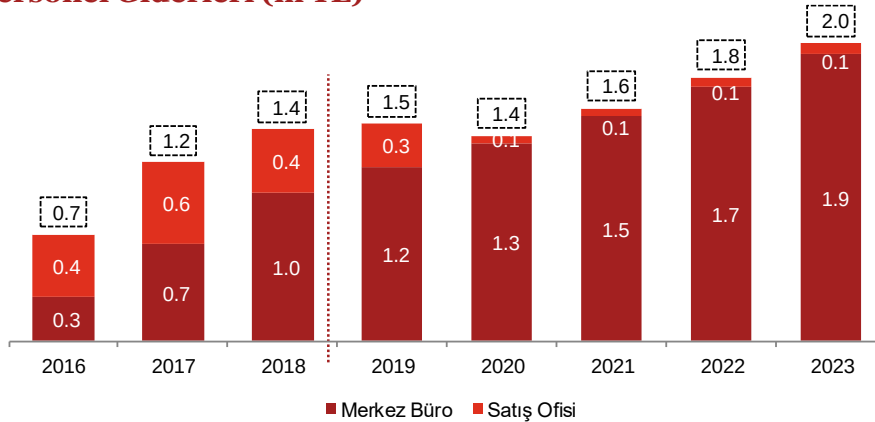
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Faaliyet Giderleri (m TL)



Personel Giderleri (m TL)



Merkez büro ve satış ofisinde yer alan personellerin maliyetleri faaliyet giderlerinin büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Merkez büroda yer alan personel sayısının sabit kalacağı varsayılırken, personel başına maliyetin enflasyon ile artacağı tahmin edilmektedir. Satış ofisinde yer alan personel, Panorama etabındaki dairelerin satışından sorumludur. Projeksiyon döneminde ilgili dairelerin satışının tamamlanacağı varsayıldığından 2020 yılı ve ertesinde bu fonksiyonda çalışacak personel sayısının 1 kişi ile asgari düzeyde tutulduğu anlaşılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

FAVÖK

Armutlu'nun son üç yıldaki FAVÖK marjı artan maliyetler ve ziyaretçi sayısındaki azalma nedeniyle düşüş göstermektedir. Projeksiyon dönemi FAVÖK marjının %13 seviyesinde seyretmesi beklenmektedir.

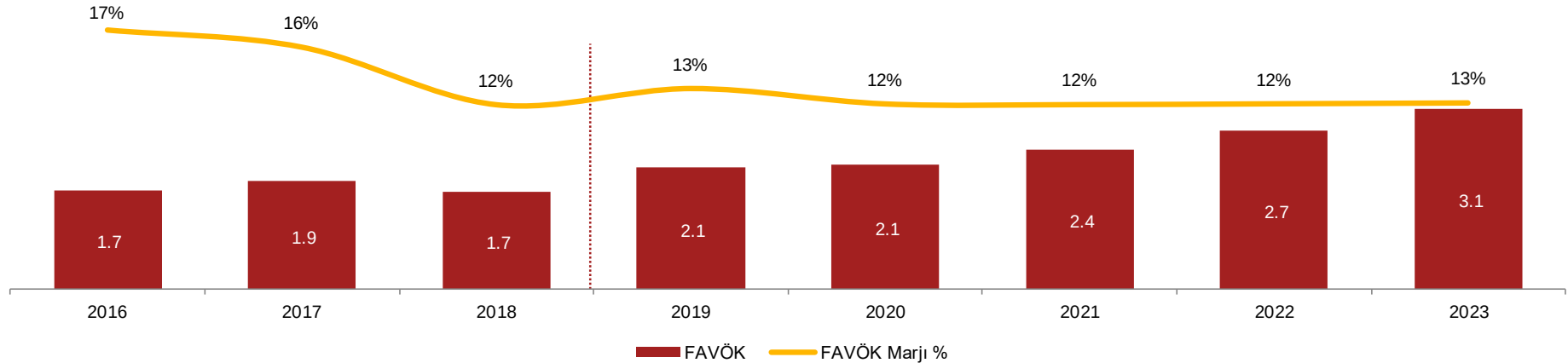
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Armutlu'nun FAVÖK marjı özellikle son yılda önemli miktarda düşüş göstermiştir. Buna temel olarak; artan maliyetler (özellikle personel ve pansiyon maliyetlerindeki artış), ziyaretçi sayısındaki düşüş (sonucunda reel olarak küçülen havuz & SPA gelirleri) ve giderek düşen ve sınırlı Panaroma dairelerinin satış komisyon gelirlerinin neden olduğu gözlemlenmektedir.

Projeksiyon dönemi ilk yılında gözlemlenen marjdaki iyileşme 2019 yılında Holding'e ödenen ortak alan kiraların enflasyon oranının altında artacağından kaynaklanmaktadır. Sonraki yıllarda ise gelir ve maliyetlerin genel olarak enflasyon ile paralel artması ve uzun dönemde FAVÖK marjının %13 seviyesinde seyretmesi beklenmektedir.

FAVÖK (m TL) ve FAVÖK Marjı (%)



Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Vergi, NİS & Yatırım Harcamaları

İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504
Δ NİS				341	268	308	349	303
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657

Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	360	578	448	489	537	609	687	775
Stoklar	80	59	84	88	100	114	128	145
KDV Alacakları	-	-	6	-	-	-	-	-
Avanslar	15	-	1	-	-	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	52	-	-	-	-	-
Dönen Varlıklar	455	637	592	576	637	722	815	920
Ticari Borçlar	77	648	231	236	269	305	345	390
Alınan Sip. Avansları	1.730	2.943	1.840	2.105	2.380	2.690	3.039	3.343
KDV Borçları	12	44	-	23	19	21	24	27
Personel İliş. Borçlar	122	215	194	213	224	255	288	325
Diğer K. Vad. Yük.	27	82	89	101	116	131	147	166
K. Vad. Yükümlülükler	1.968	3.932	2.353	2.679	3.008	3.401	3.843	4.251
Düzeltilmiş NİS	(1.513)	(3.296)	(1.762)	(2.103)	(2.371)	(2.679)	(3.028)	(3.331)
Satışlara Oranı %	-15%	-29%	-13%	-14%	-14%	-14%	-14%	-13%
NİS Değişimi		(1.782)	1.534	(341)	(268)	(308)	(349)	(303)

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Kurumlar Vergisi

Armutlu'nun kurumlar vergisi ödemesi FVÖK seviyesi üzerinden hesaplanmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla yararlanılması beklenen geçmiş yıl zararları bulunmamaktadır.

Kurumlar vergisi oranı 2019 ve 2020 yılları için mevcut yasalar uyarınca %22 olarak dikkate alınmış olup, projeksiyon döneminin ileriki yılları için %20 olarak varsayılmıştır.

Yatırım Harcamaları

Geçmiş dönem sabit kıymet harcamaları dikkate alınarak, projeksiyon döneminde senelik 150 bin TL seviyesinde tahmin edilmektedir.

Net İşletme Sermayesi Değişimi

İş planında, düzeltilmiş NİS seviyesi esas alınmaktadır.

Projeksiyon dönemi düzeltilmiş ticari alacakların tamamını oluşturan kredi kartı alacaklarının gün sayısı, projeksiyon döneminde 2018'deki seviye olan 10 günlük seviyeye eşit olarak tahmin edilmektedir. Aynı şekilde stok gün sayısı da 2018 seviyesi olan 30'a eşit tutulmaktadır.

Düzeltilmiş ticari borçların büyük kısmını oluşturan yemek şirketine olan borçların gün sayısı, projeksiyon döneminde 2018'de gözlemlenen 23 günlük seviyeye eşit olarak tahmin edilmektedir.

2018 yılına paralel olarak, alınan iş avansları; takip eden yılın devremülk kira gelirlerinin %18'ine eşit olarak tahmin edilmektedir.

Personele ilişkin borçların, 2018 ile aynı şekilde, personel maliyetlerinin %7'sine denk gelmesi beklenmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi sonucunda Armutlu'nun hisse değerinin **31,7m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	DED
Net Satışlar	9.765	11.449	13.614	15.554	17.191	19.417	21.915	24.738	27.212
Satışların Maliyeti (-)	(7.157)	(8.227)	(10.332)	(11.799)	(13.447)	(15.190)	(17.130)	(19.319)	(21.251)
Brüt Kâr	2.608	3.221	3.282	3.755	3.744	4.227	4.786	5.419	5.961
Brüt Kâr Marjı (%)	27%	28%	24%	24%	22%	22%	22%	22%	22%
Faaliyet Giderleri (-)	(905)	(1.357)	(1.592)	(1.656)	(1.602)	(1.817)	(2.053)	(2.320)	(2.552)
FAVÖK	1.703	1.864	1.689	2.100	2.142	2.411	2.733	3.100	3.410
FAVÖK Marjı (%)	17%	16%	12%	13%	12%	12%	12%	13%	13%
Amortisman (-)				(101)	(123)	(144)	(158)	(122)	(150)
FVÖK				1.998	2.020	2.267	2.575	2.978	3.260
FVÖK Marjı (%)				13%	12%	12%	12%	12%	12%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				(440)	(444)	(453)	(515)	(596)	(652)
Amortisman				101	123	144	158	122	150
Operasyonel Nakit Akımları				1.660	1.698	1.957	2.218	2.504	2.758
Δ NİS				341	268	308	349	303	333
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				1.851	1.816	2.115	2.417	2.657	2.941
AOSM				28%	25%	24%	23%	23%	20%
Kısmi dönem faktörü				1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
İskonto dönemi				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
İskonto faktörü				0,88	0,70	0,56	0,45	0,37	0,37
İndirgenmiş Nakit Akımları				1.633	1.265	1.185	1.099	985	11.312

Devam Eden Dönem Varsayımları

Gelirler: Satışların 5 yıllık iş planı döneminde ortalama uzun vade TL enflasyon beklentisi dahilinde artacağı (UVBO - %10) varsayılmıştır.

Brüt Kâr Marjı: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

FAVÖK Marjı: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

Yatırım Harcamaları: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

Amortisman: Tüm sabit kıymetlerin faydalı ömürlerini dolduracağı varsayımıyla devam eden dönemde yapılacak yatırım harcamaları seviyesine eşit tutulmuştur.

Vergi: FVÖK seviyesi üzerinden %20'lik vergi oranı ile tahmin edilmektedir.

NİS Değişimi: 2023 yılındaki düzeltilmiş NİS / Net Satışlar seviyesi olan -%13'lük oran devam eden dönemde de korunarak, düzeltilmiş NİS bakiyesi tahmin edilmiştir.

('000 TL)	31.12.2018
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.166
Devam Eden Değer	11.312
Şirket Değeri	17.478
Net Borç	7.140
Kuzuluk Bağlı Ortaklık Değeri	7.051
Hisse Değeri	31.668

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Değerleme Sonucu

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları metodu sonucunda Armutlu'nun şirket değerinin **17,5m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. Düzeltilmiş net borçluluk seviyesi ve Kuzuluk'un gelir yaklaşımından gelen hisse değeri de %79.9'luk ortaklık payı oranınca dikkate alındığında, Armutlu'nun hisse değerinin **31,7m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

Kuzuluk

Kuzuluk

ihlas
KAPLICA EVLERİ

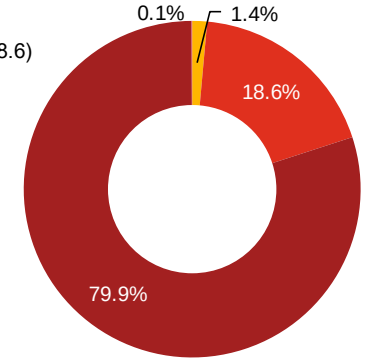
- İhlas Kuzuluk; termal otel ve devremülk konaklama olmak üzere iki bölümü bünyesinde bulunduran, 200 bin m²'lik alana yayılmış bir tatil köyü kompleksidir. Otelin de 2004 yılında hizmete girmesinden sonra tesis mevcut hali ile o dönemden beri faaliyet göstermektedir.
- Kuzuluk; tesiste yer alan kaplıca otel, çarşı ve kafe & restoranların işletmesine ek olarak devremülk konutların (1.470 adet) istenmesi halinde üçüncü şahıslara kiralama faaliyetlerini üstlenmektedir.

Hakkında

İhlas Kuzuluk

Ortaklık Yapısı

- İhlas Holding (%1.4)
- İhlas İnşaat Holding (%18.6)
- Armutlu (%79.9)
- Osman Özer (%0.06)



Kuzuluk Tatil Köyü Organizasyonu



1 Çarşı

Tesis; gıda, malzeme ve giysi satışı yapılan bir çarşı (market) alanına sahiptir. Bu alanın işletmesi ise Kuzuluk tarafından yürütülmektedir. Çarşı da dahil olmak üzere ortak alanların mülkiyeti İhlas Holding'e ait olduğundan, yıllık olarak İhlas Holding'e bir kira ödemesi yapılmaktadır.



2 Otel

Kuzuluk'un işletmiş olduğu termal otel toplam 130 yatak kapasitesine sahiptir. Otelde 60 standart, 3 süit ve 2 apart oda olmak üzere toplam 65 oda bulunmaktadır. Konaklama gelirlerine ek olarak SPA, restoran ve çamaşırhane gibi hizmetlerden de gelirler elde edilmektedir.



3 Kafe & Restoran

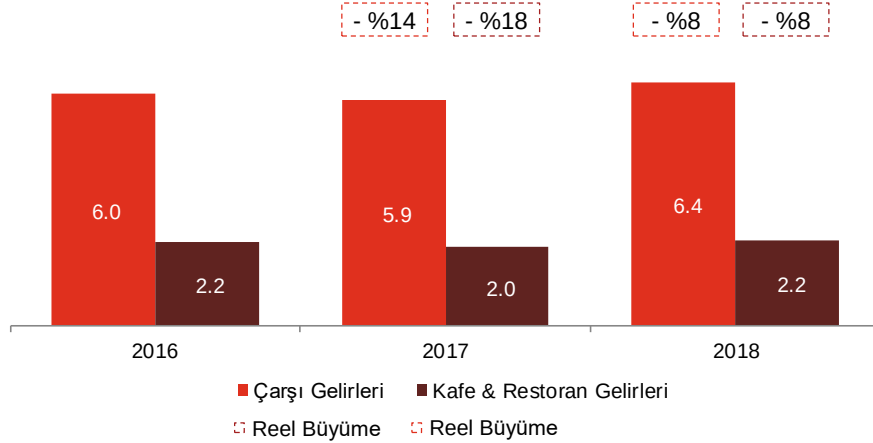
En önemli faaliyetlerinden biri de tesiste bulunan kafe ve restoranların işletmeciliği olan Kuzuluk; Şelale, Huzur ve Pastane gibi birden çok restoranı ile ziyaretçilerine hizmet vermektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi

Operasyonel Performans

Geçmiş üç yıl sırasında Kuzuluk'un operasyonlarının reel anlamda küçülmekte olduğu anlaşılmaktadır. Büyümeyen gelirler ve artan maliyetler ile birlikte Kuzuluk 2018 yılında ilk defa operasyonel zarar kaydetmiştir.

Çarşı ve Kafe Restaurant Gelirleri (m TL)

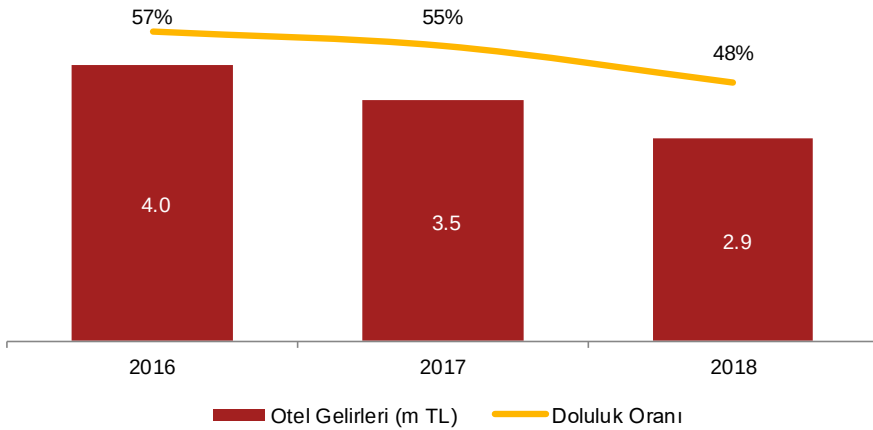


Kuzuluk'un en önemli gelir kalemi olan çarşı gelirleri son üç yılda reel anlamda küçülme kaydetmiştir. Çarşı gelirleri ile birlikte kafe ve restoran gelirlerinin de azalmasının sebebinin tesisin düşen doluluk oranları ile birlikte azalan ziyaretçi sayısı olduğu anlaşılmaktadır.

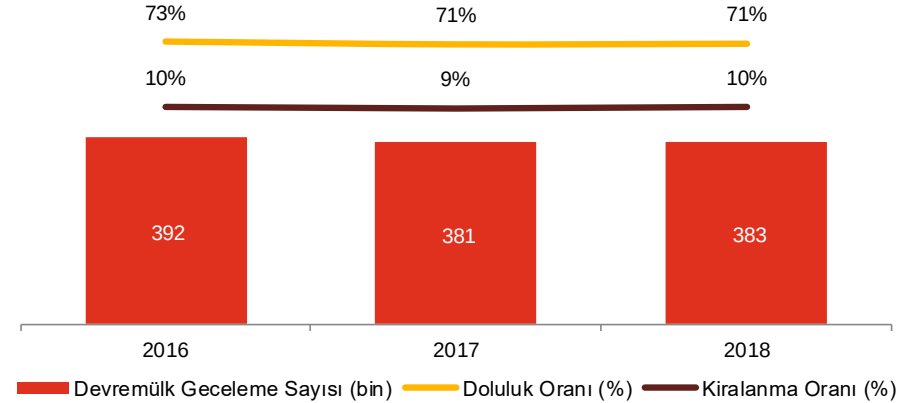
İkinci büyük operasyon olan termal otel işletmeciliğinden elde edilen gelirlerin, son üç yılda giderek düşen otel doluluk oranları ile birlikte büyük ölçüde azalmakta olduğu anlaşılmaktadır.

Devremülklerin üçüncü şahıslara komisyon karşılığı kiralanmasından elde edilen gelirler son üç yılda reel anlamda sabit kalmıştır. Devremülklerde mülk sahibi ve üçüncü şahısların toplam geceklemelerini ifade eden doluluk oranı ile üçüncü şahıslara kiralanma oranları son üç yılda önemli ölçüde değişiklik göstermemiştir.

Otel Gelirleri (m TL) ve Doluluk Oranları (%)



Devremülk Geceleme Sayısı ve Doluluk Oranı (%)



Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Geçmiş Finansal Performans Bilanço

Kuzuluk için TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş bilançolar aşağıda sunulmuştur.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	4.840	5.765	5.361
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	177	284	222
2 Ticari Alacaklar	3.934	4.391	4.255
3 Stoklar	708	997	846
3 Diğer Dönen Varlıklar	21	93	37
Duran Varlıklar	8.661	8.788	11.699
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	14	14	536
4 Sabit Kıymetler	26.559	26.877	8.338
Birikmiş Amortismanlar	(19.290)	(19.630)	(1.226)
Diğer Duran Varlıklar	1.379	1.526	4.051
Aktif Toplam	13.502	14.552	17.060
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.598	4.690	6.188
2 5 Ticari Borçlar	3.047	4.235	5.853
2 5 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	551	455	335
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.135	3.340	3.667
Özkaynaklar	6.768	6.522	7.204
Pasif Toplam	13.502	14.553	17.060

1 Bu bakiye altında bulunan kredi kartı alacakları (31.12.2018 itibarıyla 74 bin TL), çarşı ve restoran satışlarının ödemelerine ait olan kredi kartı alacaklarını ifade ettiği için değerlendirme çalışmasında düzeltilmiş net işletme sermayesi seviyesine dahil edilmiştir.

2 31.12.2018 itibarıyla ticari alacaklar, çoğunlukla Site Yönetiminden alacaklardan oluşmaktadır. Site yönetimi, yasal statüsünden ötürü, devremülk dairelerin bakım ve onarım harcamaları için çek verememektedir. Kuzuluk ise site yönetimi adına bu çekleri üçüncü partilere vermekte ve site yönetiminden alacak olarak kaydetmektedir. Site Yönetimi'ne ilişkilerine dair alacak ve borçlar düzeltmeler dahilinde net borçluluk seviyesine dahil edilmiş olup, düzeltilmiş NİS seviyesinde dikkate alınmamıştır. Ek olarak, 2018 yılında bakiyesi sıfır olan ancak önceki yıllarda yıl sonu bakiyesi bulunan ve ticari alacaklara dahil edilmiş Nakit & Kart Sınıflandırma hesabı da düzeltilmiş NİS seviyesine dahil edilmemiştir. Bu hesap aslında tahsilatı sağlanmış çarşı ve restoran gelirlerinin nakit seviyesine veya kart alacaklarına sınıflandırılmasından önce kullanılan bir ara hesaptır. İlgili hesap, tahsilatı sağlanmış alacakları temsil etmesi nedeniyle düzeltilmiş NİS seviyesine dahil edilmemektedir.

3 Büyük ölçüde kafe & restoran stokları ile çarşı ve otel birimleri tarafından da kullanılan envanterleri ifade etmektedir.

4 Sabit kıymetler bakiyesinin önemli bir kısmının (31.12.2018 itibarıyla 6.590 bin TL) şirket faaliyetlerinde direkt olarak kullanılmayan ve yatırım amaçlı elde tutulan gayrimenkullerden oluştuğu anlaşılmaktadır.

5 Ticari borçların büyük bir kısmını (31.12.2018 itibarıyla reeskont öncesi 3.193 bin TL) grup içi borçlar oluşturmaktadır. Grup içi borçlar değerlendirme çalışmasında düzeltilmiş net işletme sermayesi seviyesine dahil edilmemiştir. Bunun haricinde operasyonel nitelik taşıyan ticari borçların büyük bir parçası çarşı ticari mal maliyetlerine ilişkin ticari borçları ifade etmektedir. Aynı zamanda otel ve kafe & restoran birimlerine ait ticari borçlar da bulunmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi

Geçmiş Finansal Performans

İşletme Sermayesi ve Net Borç Analizi

Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Ticari Alacaklar	3.934	4.391	4.255
Stoklar	708	997	846
Diğer Dönen Varlıklar	21	93	37
Dönen Varlıklar	4.663	5.481	5.139
Ticari Borçlar	3.047	4.235	5.853
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	551	455	335
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.598	4.690	6.188
Raporlanan Net İşletme Sermayesi	1.064	791	(1.050)
Satışlara Oranı %	7%	10%	-15%
Düzeltilmeler			
Kredi Kartı Alacakları	75	70	74
Nakit & Kart Sınıflandırma Hesabı	(755)	(432)	-
Site Yönetiminden Alacaklar	(354)	(1.679)	(4.204)
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	(59)	(55)	(14)
Grup İçi Borçlar	1.522	1.407	2.947
Site Yönetiminden Kaynaklı Borçlar	12	1.184	1.340
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	59	56	-
Düzeltilmiş Net İşletme Sermayesi	1.565	1.340	(907)
Satışlara Oranı %	10%	9%	-6%

Düzeltilmiş Net Borç

('000 TL)	31.12.2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	222
Uzun Vadeli Yükümlülükler	(2.087)
Kıdem Tazminatı Karşılıkları	(2.087)
Raporlanan Net Borç	(1.865)
NİS Düzeltmeleri	
Kredi Kartı Alacakları	(74)
Site Yönetiminden Alacaklar	4.204
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	14
Grup İçi Borçlar	(2.947)
Site Yönetiminden Kaynaklı Borçlar	(1.340)
Düzeltilmiş Net Borç	(2.008)

Operasyonel Olmayan Varlıklar

('000 TL)	31.12.2018
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6,590

Kuzuluk'un raporlanan net işletme sermayesi seviyesi, operasyonel olmayan ve grup içi bakiyeler elimine edilerek düzeltilmiştir. Değerleme çalışmasına baz net işletme sermayesi değişimi, düzeltilmiş seviyeleri ele almaktadır. Düzeltilen bakiyelerin hisse değerine etkisi net borçluluk seviyesinde dikkate alınmıştır. Site Yönetiminden olan alacaklar, Kuzuluk yönetimi tarafından paylaşılan bakiyelere uygun olarak düzeltilmiştir. 2018 yılında raporlanan ticari alacakların neredeyse tamamının site yönetiminden olduğu anlaşılmakta olup, bu alacaklar düzeltilmiş NİS seviyesinin dışında net borçluluk seviyesinde dikkate alınmaktadır.

Grup içi şirketlere olan 3m TL'lik borcun tamamı İhlas Holding A.Ş.'ye olan borçlardan oluşmaktadır.

Net borca ek olarak; operasyonel olmayan yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri de hisse değerine eklenmektedir.

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS Gelir Tabloları

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	13.270	13.385	14.038
Satışların Maliyeti	(10.747)	(9.695)	(10.786)
Brüt Kâr	2.523	3.690	3.253
Brüt Kar Marjı %	0	0	0
Faaliyet Giderleri	(4.536)	(4.705)	(4.688)
FVÖK	(2.013)	(1.015)	(1.436)
FAVÖK*	835	709	(361)
Diğer Gelir ve Giderler	838	695	532
Finansal Gelir ve Giderler	60	140	(131)
Vergi Öncesi Kâr	(1.115)	(180)	(1.035)
Dönem Karı Vergi Karşılığı	199	(66)	202
Dönem Net Karı/(Zararı)	(916)	(246)	(833)
Brüt Kâr Marjı %	19%	28%	23%
FAVÖK Marjı %	6%	5%	-3%
FVÖK Marjı %	-15%	-8%	-10%
Net Kâr Marjı %	-7%	-2%	-6%

- 1 Kuzuluk yönetiminden sağlanan veriye göre net satışlar seviyesinde yapılan bağımsız denetim düzeltmelerinin önemli oranda reyon kira gelirlerinin satışlardan diğer faaliyetlere sınıflanması ile ilgili olduğu anlaşılmaktadır. Satışların maliyeti seviyesinde yapılan bağımsız denetim düzeltmelerinin ise, diğer faaliyet gelirleri seviyesinden teşvik gelirlerinin buraya sınıflanması dışında, ağırlıklı olarak faturalı olarak elden çıkarılmış demirbaşların satış karının geri çekilmesi ve diğer gayri nakdi düzeltmelerden (amortisman, kıdem tazminatı karşılığı) oluştuğu anlaşılmaktadır. Değerleme çalışması amacıyla, SMM'ye sınıflanmış teşvik gelirlerinin, Armutlu için de olduğu gibi, satış gelirleri içerisinde dikkate alınması gerektiği varsayımı altında, teşvik gelirleri gerçekleşme ve tahminleri geçmiş ve tahmini FAVÖK tutarları arasına dahil edilmiştir.

* Yasal mali tablolarda oluşmuş FAVÖK'ün içerisinde teşvik gelirlerinin de etkisinin dikkate alınması ile ulaşılacak FAVÖK'ün bağımsız denetim tablolarından elde edilecek düzeltilmiş FAVÖK ile aynı olduğu kabulü yapılmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Kuzuluk'un TMS'ye uygun bağımsız denetimden geçmiş gelir tabloları aşağıda sunulmaktadır. Sağ taraftaki tablolarda ise, yasal mali tablolara ve yönetim tarafından sağlanan verilere göre net satışlar ve satışların maliyeti tutarlarının geçmiş üç yıl için faaliyetlere göre detaylı kırılımı verilmektedir.

Net Satış ve Satışların Maliyeti Detayları

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	14.854	14.430	14.719
Çarşı Gelirleri	6.049	5.888	6.353
Otel Gelirleri	3.969	3.467	2.916
Kafe & Restoran Satışları	2.191	2.040	2.218
Devremülk Kira Geliri	622	940	967
Site Yönetimi Ödeneği	719	724	823
Havuz Gelirleri	686	668	748
Reyon Kira Gelirleri	585	611	681
Diğer Gelirler	33	93	13
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	(1.584)	(1.044)	(681)
Düzeltilmiş Net Satışlar	13.270	13.385	14.038
Teşvik Gelirleri	225	243	283
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	1.584	1.044	681
Değerleme Çalışması D. Net Satışlar	15.079	14.673	15.002
('000 TL)	2016	2017	2018
Satışların Maliyeti	(11.164)	(9.922)	(10.681)
Çarşı, Otel & Kafe Ticari Mal	5.050	4.318	5.417
Personel	4.149	3.621	3.662
Kafe & Restoran Malzeme	1.016	960	841
Diğer Maliyetler	949	1.023	762
Bağımsız Denetim Düzeltmeleri	417	227	(104)
Düzeltilmiş Satışların Maliyeti	(10.747)	(9.695)	(10.786)

- 2 Teşvik gelirleri düzeltmesi dışında kalan satışların maliyeti düzeltmelerinin değerlendirme çalışması amacıyla, Kuzuluk yönetimi tarafından verilen tahminler ve düzeltmelerin içeriği de dikkate alınarak, değerlendirme çalışmasına baz yaratacak FAVÖK seviyesi için dikkate alınmamasının uygun olacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla, değerlendirme çalışmasında yasal mali tablolarda oluşmuş ve teşvik gelirinin de etkisinin içeren FAVÖK seviyesi dikkate alınmıştır.

Geçmiş Finansal Performans Gelir Tablosu

Kuzuluk için Düzeltilmiş FAVÖK

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	14.854	14.430	14.719
Çarşı Gelirleri	6.049	5.888	6.353
Otel Gelirleri	3.969	3.467	2.916
Kafe & Restoran Satışları	2.191	2.040	2.218
1 Devremülk Kira Geliri	622	940	967
2 Site Yönetimi Ödeneği	719	724	823
3 Havuz Gelirleri	686	668	748
4 Reyon Kira Gelirleri	585	611	681
Diğer Gelirler	33	93	13
Satışların Maliyeti	(11.164)	(9.922)	(10.681)
5 Çarşı, Otel & Kafe Ticari Mal	5.050	4.318	5.417
6 Personel	4.149	3.621	3.662
Kafe & Restoran Malzeme	1.016	960	841
7 Diğer Maliyetler	949	1.023	762
Brüt Kâr	3.690	4.508	4.038
Brüt Kar Marjı %	25%	31%	27%
Faaliyet Giderleri	(3.081)	(4.041)	(4.682)
8 Ortak Alan Kira Giderleri	1.405	1.453	1.637
9 Personel	548	1.366	1.727
10 Diğer Giderler	1.127	1.222	1.318
FAVÖK	610	466	(644)
FAVÖK Marjı %	4%	3%	-4%
FAVÖK Düzeltmeleri	225	243	283
Teşvik Gelirleri	225	243	283
Değerleme Çalışması D. FAVÖK	835	709	(361)

Kuzuluk yönetiminden projeksiyon dönemine yönelik satış ve maliyet tahminleri alınırken, direkt olarak faaliyetlerden gelirler ve ilgili katlanılacak maliyetler anlaşılacak şekilde tutarların tahminlerine çalışılmıştır. Teşvik gelirleri projeksiyon döneminde diğer gelirler içerisinde dikkate alınmıştır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Kuzuluk'un en büyük gelir kalemlerini çarşı geliri ile otel gelirleri oluştururken, büyük gider kalemleri arasında çarşı satılan mal maliyetleri ile personel maliyetleri bulunmaktadır.

- 1 Çarşı, otel ve kafe & restoran gelirlerine ek olarak Kuzuluk'un devremülk komisyonu gelirleri de bulunmaktadır. Kuzuluk da Armutlu gibi tesiste bulunan devremülkleri mülk sahiplerinin tercih etmesi durumunda üçüncü şahıslara komisyon karşılığında kiralamaktadır.
- 2 Site sakinlerinin faydalanmakta olduğu ortak alanların bakım, onarım gibi diğer gereksinimlerini üstlendiği için site yönetiminden alınan ödeneği ifade eder.
- 3 Termal havuzların kullanımından elde edilen gelirleri ifade eder.
- 4 Çarşıda bulunan reyonların ürün yerleştirme amaçlı distribütörlere kiralanmasından elde edilen gelirleri ifade etmektedir.
- 5 Büyük ölçüde çarşı satışları için katlanılan; ancak gerektiğinde otel ve kafe için de kullanılan gıda, erzak ve malzemelerin maliyetlerini içermektedir.
- 6 Üretim fonksiyonunda rol alan personel maliyetlerini içermektedir.
- 7 Elektrik, otel malzeme ve diğer hizmet maliyetlerini içermektedir.
- 8 İşletmesi Kuzuluk tarafından sürdürülen mülkiyeti ise İhlas Holding'e ait olan ticari alanların kullanımı için İhlas Holding'e ödenen kira bedellerini ifade etmektedir. Kira bedeli, İhlas Holding ve Kuzuluk arasında piyasa koşulları göz önünde bulundurularak sağlanan karşılıklı mutabakatla belirlenmektedir. Kuzuluk yönetimi, ilgili kira bedelinin, 2018 yılındaki ekonomik gelişmeler göz önünde bulundurularak, 2019 yılında %10 oranında artış göstereceği bilgisini tarafımıza sağlamıştır.
- 9 Genel yönetim fonksiyonunda rol alan personel maliyetlerini içermektedir.
- 10 Mülkiyeti Kuzuluk'a ait olan daireler için site yönetimine ödenen aidatları, ve diğer genel yönetim giderlerini ifade etmektedir.

Değerleme Sonuçları

*Kuzuluk'un hisse değerinin tahmin edilmesi çalışmasında Gelir Yaklaşımı ana değerlendirme yöntemi olarak dikkate alınmıştır. Gelir Yaklaşımı kapsamında Kuzuluk'un hisse değerinin 31.12.2018 tarihi itibarıyla **8,2m TL** ile **9,5m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.*

Kuzuluk Hisse Değeri (m TL)

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	3,6	4,2	4,9
Net Borç	(2,0)	(2,0)	(2,0)
Diğer Varlıklar	6,6	6,6	6,6
Hisse Değeri	8,2	8,8	9,5

Gelir Yaklaşımı Sonuçları

Gelir Yaklaşımı ve duyarlılık analizi dikkate alındığında Kuzuluk'un şirket değerinin **3,6m TL** ile **4,9m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

Kuzuluk'un 31.12.2018 tarihi itibarıyla net borç pozisyonu ile operasyonel olmayan yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değeri dikkate alındığında, 31.12.2018 itibarıyla hisse değerinin **8,2m TL** ile **9,5m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri (m TL)

1	Otel Doluluk Oranı	3,6	4,9
2	Devremülk Kira Gelirleri	3,8	4,7
3	AOSM	3,9	4,7
4	UVBO	3,9	4,6
5	Enflasyon	3,9	4,6

Gelir yaklaşımı kapsamında önemli parametrelerin Kuzuluk'un şirket değeri üzerindeki etkileri; bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiştir:

- 1 Otel Doluluk Oranı:** Projeksiyon dönemi için tahmin edilen oranın baz duruma göre **200 baz puan** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 2 Devremülk Kira Gelirleri:** Projeksiyon dönemi için tahmin edilen devremülklerden elde edilen kira gelirlerinin baz duruma göre **%5** yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi;
- 3 AOSM:** AOSM'nin tahmin edilen baz duruma göre **100 baz puan** düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- 4 UVBO:** %10 olarak tahmin edilen UVBO'nun baz durumuna göre **100 baz puan** düşük (%9) veya yüksek (%11) olarak gerçekleşmesi;
- 5 Enflasyon:** Projeksiyon dönemi enflasyon tahminlerinin **100 baz puan** düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu Kuzuluk'un şirket değeri **3,6m TL** ile **4,9m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

İş Planı - Özet

Gelir yaklaşımı kapsamında değerleme tarihine indirgenen serbest nakit akımlarının tahmin edilmesinde Kuzuluk yönetimi tarafından sağlanan iş planından faydalanılmıştır.

İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Enflasyon Tahminleri

%	2019	2020	2021	2022	2023
TR Enflasyon, Ortalama	17.5%	14.1%	13.4%	13.0%	13.0%

Değerleme çalışmasına baz iş planı Kuzuluk yönetimi tarafından sağlanmıştır. Değerleme çalışmasında kullanılacak serbest nakit akımları bu iş planı baz alınarak tahmin edilmektedir.

Paylaşılan iş planındaki önemli varsayımlar:

- ✓ Çarşı ve kafe & restoranlardan daire başına elde edilen gelirin enflasyon ile paralel olarak artacağı varsayılmıştır,
- ✓ Otel doluluk oranlarının 2018 seviyesine eşit tutulduğu ve gecelik ücretlerin enflasyon ile artacağı varsayılmıştır,
- ✓ Projeksiyon dönemi devremülk kiralama oranının 2018 yılına eşit olacağı, ve devremülk kiralama gelirlerinin enflasyon ile artacağı varsayılmıştır,
- ✓ Çarşı, Otel & Kafe ticari mal maliyetlerinin, gelirlerdeki payının projeksiyon dönemi boyunca son üç yıl ortalamasına eşit olacağı varsayılmıştır,
- ✓ Kafe & Restoran malzeme giderlerinin gelirlerdeki payının 2018 yılındaki orana eşit olacağı varsayılmıştır,
- ✓ Personel maliyetlerinin enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır,
- ✓ İhlas Holding'e ödenen kira bedelinin 2019 yılında %10 oranında, sonraki yıllarda ise enflasyon ile artacağı varsayılmıştır,
- ✓ Projeksiyon dönemi NİS seviyesinin satışlara oranının 2018'deki gerçekleşmiş/düzeltilmiş NİS seviyesine eşit olacağı beklenmektedir.

Kaynak: İhlas yönetimi, IMF (WEO Nisan 2019, enflasyon tahminleri)

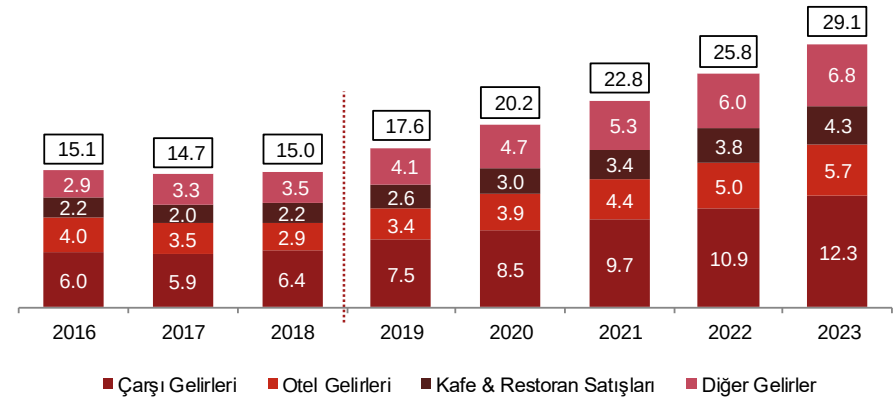
Net Satışlar

Kuzuluk'un son üç yılda en önemli üç gelir kaynağı olan Çarşı, Otel ve Kafe & Restoran faaliyetlerinin tümü reel anlamda küçülme kaydetmektedir. İş planına göre, projeksiyon döneminde bu gelirlerin genel anlamda enflasyon beklentisine paralel olarak artacağı varsayılmıştır.

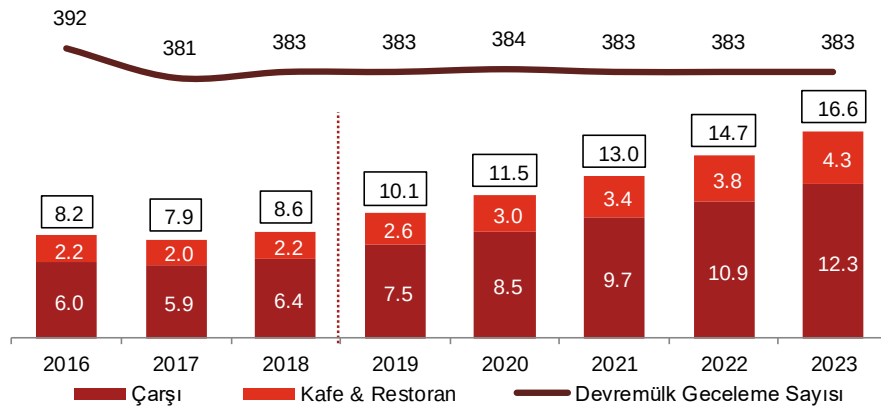
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Net Satışlar (m TL)



Çarşı ve Kafe & Restoran Gelirleri (m TL)



Çarşı ve Kafe & Restoran satışları büyük ölçüde devremülk ziyaretçilerine yapıldığından, bu gelirler mülk sahibi ve kiracılar dahil olmak üzere toplam devremülk geceleme sayısı ile birlikte tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminde geceleme sayısı 2018 yılındaki seviye ile sabit tutulurken, günlük daire başına düşen satışların enflasyon ile artacağı beklenmektedir.

Otel doluluk oranlarının 2018 seviyesinde sabit kalacağı varsayılırken, gecelik ücretlerin enflasyon ile artacağı varsayılmaktadır.

Diğer gelirler arasında yer alan site yönetimi ödenekleri, çarşı reyonlarının kiralama gelirleri, havuz gelirleri ve teşvik gelirlerinin ise enflasyon ile paralel olarak artacağı varsayılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

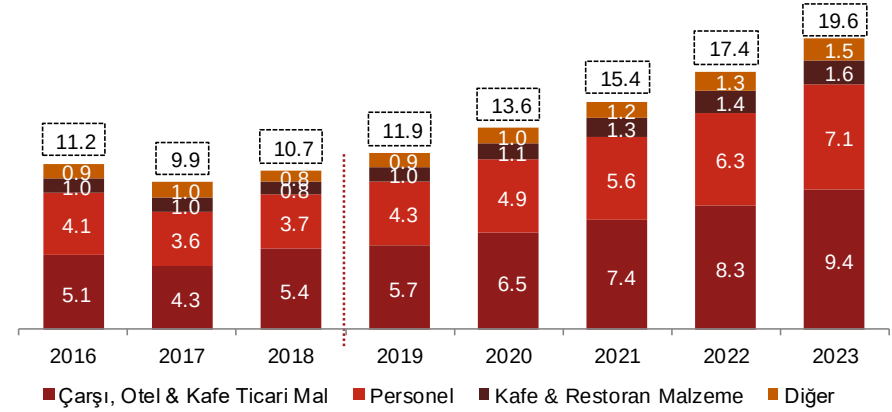
Satışların Maliyeti

Çarşı, Otel & Kafe ticari mal maliyetleri satışların maliyetinin en büyük parçasını oluşturan gider kalemidir. Kuzuluk yönetimi bu maliyetlerde gözlemlenen gözle görülür artışın nedeni olarak enflasyonu göstermektedir.

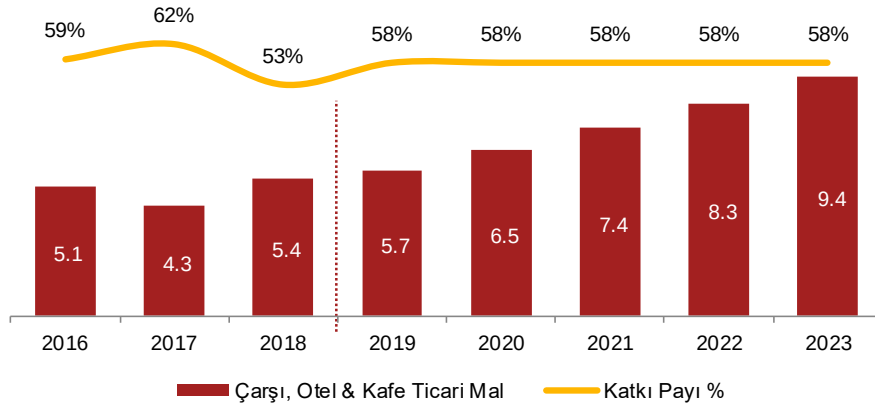
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Satışların Maliyeti (m TL)



Çarşı, Otel & Kafe Ticari Mal Maliyeti (m TL)



Çarşı, Otel & Kafe ticari mal maliyetleri; asıl olarak Çarşı'da yer alan market ve diğer ticari alanların gıda ve çeşitli mal maliyetlerini içermektedir. Ancak gerekmesi durumunda bu mallar otel ve kafe & restoranlardaki ihtiyacı karşılamak için de kullanılmaktadır. Bu nedenle bu maliyetler ilgili tüm gelirlere olan katkı paylarının tahmin edilmişlerdir. Kuzuluk yönetimi tarafından verilen bilgiye göre; projeksiyon döneminde katkı payı; 2018'deki önemli maliyet artışından dolayı, son üç yılın ortalamasına eşit tutulmuştur.

Personel ve kafe & restoran malzeme maliyetleri ile birlikte diğer gelirler altında yer alan otel malzeme gelirleri enflasyon beklentisi göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir.

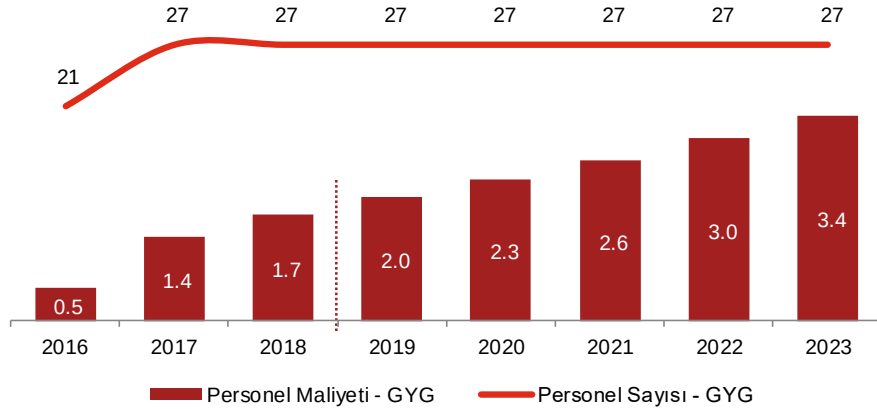
Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Faaliyet Giderleri

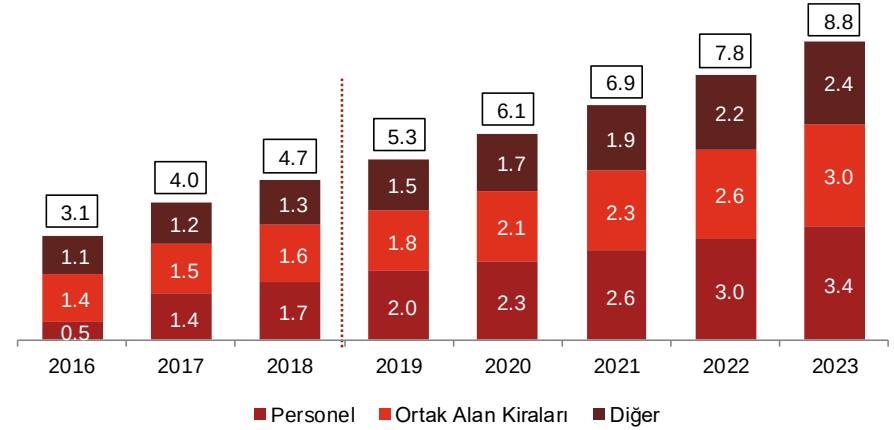
İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)	-	-	-	-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Personel Giderleri (m TL)



Faaliyet Giderleri (m TL)



2018 yılında Kuzuluk'ta genel yönetim fonksiyonunda ortalama 27 personel çalışmıştır. Projeksiyon döneminde bu personele ait kişi başına maliyetin enflasyon beklentisi ile artacağı varsayılırken, personel sayısı 27'ye eşit tutulmuştur.

Kuzuluk, işletmesi kendinde bulunan ticari alanlar için mülk sahibi konumundaki İhlas Holding'e kira ödemeleri yapmaktadır. Kira bedelinin 2019 yılında %10 oranında, sonraki yıllarda ise enflasyon oranında artacağı bilgisi Kuzuluk yönetimi tarafından paylaşılmıştır.

Diğer giderler altında takip edilen aidat giderlerinin mülkiyeti Kuzuluk'a ait olan devremülkler için site yönetimine ödenen aidat bedelleri olduğu anlaşılmaktadır. Bu giderlerin de enflasyon tahminlerine paralel olarak artacağı varsayılmaktadır.

Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

FAVÖK

Önemli ölçüde artan ticari mal ve personel maliyetleri ile birlikte reel anlamda küçülen satışların sonucunda; Kuzuluk 2018 yılında operasyonlarından kâr yaratamamıştır.

İş Planı

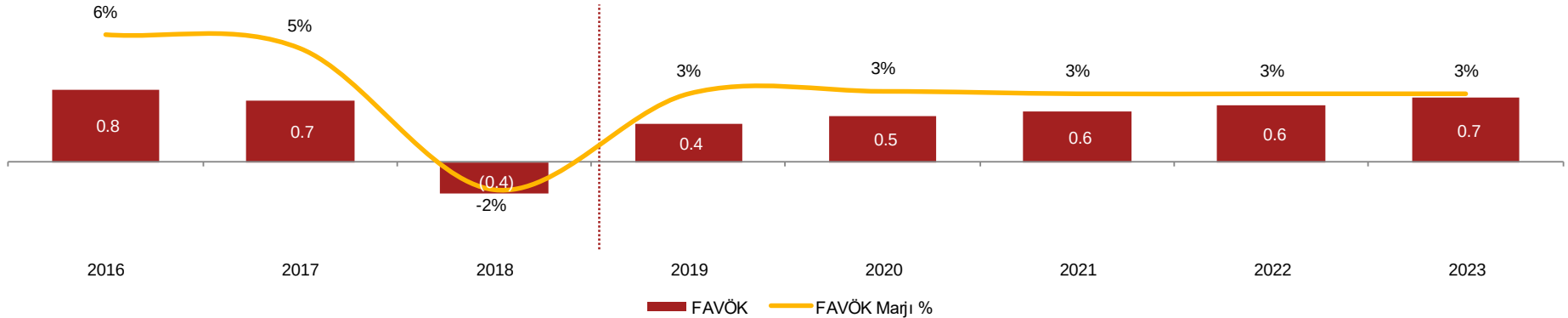
('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Brüt kâr marjı ile FAVÖK marjı arasındaki farkın oldukça yüksek olması sonucunda, Kuzuluk'un faaliyet giderlerinin operasyonel kârlılık seviyesi üzerinde belirleyici olduğu anlaşılmaktadır.

2018 yılında, personel ile çarşı, kafe & restoran ticari mal maliyetlerinde gözle görülür bir artış gerçekleşmiştir. Buna karşılık satışlarda reel anlamda büyümenin gerçekleşmemesi sonucunda FAVÖK negatif seviyelere düşmüştür.

Projeksiyon döneminde; özellikle çarşı, kafe & restoran ve otel ticari mal maliyetlerinin katkı paylarının iyileşmesi ve İhlas Holding'e ödenen kira bedelinin enflasyon oranının altında artacağı varsayımları ile birlikte operasyonel karlılığın normal seviyelere yaklaşması beklenmektedir.

FAVÖK (m TL) ve FAVÖK Marjı (%)



Kaynak: İhlas yönetimi, PwC Analizi

Vergi, NİS & Yatırım Harcamaları

İş Planı

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638
Δ NİS				114	144	156	172	194
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682

Net İşletme Sermayesi

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	2.901	2.351	126	148	169	191	216	244
Stoklar	708	997	846	908	1.036	1.175	1.327	1.500
KDV Alacakları	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	21	37	23	27	31	35	40	45
Dönen Varlıklar	3.629	3.385	995	1.083	1.235	1.401	1.583	1.789
Ticari Borçlar	1.513	1.645	1.566	1.694	1.932	2.191	2.476	2.798
KDV Borçları	189	25	26	50	57	65	73	82
Personel İliş. Borçlar	329	334	258	303	346	392	443	501
Diğer K. Vad. Yük.	33	41	51	57	65	74	83	94
K. Vad. Yükümlülükler	2.065	2.045	1.901	2.103	2.400	2.722	3.075	3.475
Düzeltilmiş NİS	1.340	(907)	(1.021)	(1.021)	(1.164)	(1.321)	(1.492)	(1.686)
Satışlara Oranı %		9%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
NİS Değişimi	(224)	(2.247)	(114)	(144)	(156)	(172)	(194)	(194)

Kurumlar Vergisi

Kuzuluk'un kurumlar vergisi ödemeleri FVÖK üzerinden tahmin edilmektedir. 31.12.2018 itibarıyla yararlanılması beklenen 738 bin TL'lik geçmiş yıl zararı bulunmaktadır.

Projeksiyon döneminde yaratılması beklenen FVÖK seviyeleri ile geçmiş yıl zararları göz önünde bulundurulduğunda, 2022'ye kadar kurumlar vergisi ödenmesi beklenmemektedir. Devam eden dönemde ise %20'lik vergi ödemesi nakit akımlarına dahil edilmektedir.

Yatırım Harcamaları

Geçmiş dönem sabit kıymet harcamaları dikkate alınarak, projeksiyon döneminde yıllık 150 bin TL seviyesinde yatırım harcaması tahmin edilmektedir.

Net İşletme Sermayesi Değişimi

İş planında, düzeltilmiş NİS seviyesi esas alınmaktadır.

Projeksiyon dönemi düzeltilmiş ticari alacakların gün sayısı, 2018'deki seviye olan 4 günlük seviyeye eşit tutulmuştur. Aynı şekilde stok gün sayısı da 2018 seviyesi olan 46'ya eşit tutulmaktadır.

Düzeltilmiş ticari borçların gün sayısı, projeksiyon döneminde 2018'de gözlemlenen 67 günlük seviyeye eşit olarak tahmin edilmektedir.

Personele ilişkin borçların, 2018 ile paralel olarak, personel maliyetlerinin %5' ine tekabül etmesi beklenmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları yöntemi sonucunda Kuzuluk'un hisse değerinin **8,8m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

('000 TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	DED
Net Satışlar	15.079	14.673	15.002	17.621	20.155	22.800	25.764	29.114	32.025
Satışların Maliyeti (-)	(11.164)	(9.922)	(10.681)	(11.870)	(13.564)	(15.358)	(17.354)	(19.611)	(21.572)
Brüt Kâr	3.915	4.751	4.321	5.752	6.591	7.442	8.410	9.503	10.453
Brüt Kâr Marjı (%)	26%	32%	29%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Faaliyet Giderleri (-)	(3.081)	(4.041)	(4.682)	(5.310)	(6.061)	(6.870)	(7.763)	(8.773)	(9.650)
FAVÖK	835	709	(361)	442	531	572	646	730	804
FAVÖK Marjı (%)	6%	5%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Amortisman (-)				(300)	(285)	(301)	(295)	(269)	(150)
FVÖK				142	246	272	351	462	654
FVÖK Marjı (%)				1%	1%	1%	1%	2%	2%
Kurumlar Vergisi Ödemesi (-)				-	-	-	(55)	(92)	(131)
Amortisman				300	285	301	295	269	150
Operasyonel Nakit Akımları				442	531	572	592	638	673
Δ NİS				114	144	156	172	194	169
Yatırım Harcamaları (-)				(150)	(150)	(150)	(150)	(150)	(150)
Serbest Nakit Akımları				406	524	578	614	682	691
AOSM				28,5%	25,0%	23,7%	22,7%	22,7%	19,6%
Kısmi dönem faktörü				1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
İskonto dönemi				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
İskonto faktörü				0,88	0,70	0,56	0,45	0,37	0,37
İndirgenmiş Nakit Akımları				358	365	324	279	253	2.660

Devam Eden Dönem Varsayımları

Gelirler: Satışların 5 yıllık iş planı döneminde ortalama uzun vade TL enflasyon beklentisi dahilinde artacağı (UVBO - %10) varsayılmıştır.

Brüt Kâr Marjı: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

FAVÖK Marjı: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

Yatırım Harcamaları: 2023 seviyesine eşit tutulmuştur.

Amortisman: Tüm sabit kıymetlerin faydalı ömürlerini dolduracağı varsayımıyla devam eden dönemde yapılacak yatırım harcamaları seviyesine eşit tutulmuştur.

Vergi: FVÖK seviyesi üzerinden %20'lik vergi oranı ile tahmin edilmektedir.

NİS Değişimi: 2023 yılındaki düzeltilmiş NİS / Net Satışlar seviyesi olan -%6'lık oran devam eden dönemde de korunarak, düzeltilmiş NİS bakiyesi tahmin edilmiştir.

('000 TL)	31.12.2018
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.579
Devam Eden Değer	2.660
Şirket Değeri	4.239
Net Borç	(2.008)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	6.590
Hisse Değeri	8.820

Değerleme Sonucu

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan indirgenmiş nakit akımları metodu sonucunda Kuzuluk'un şirket değerinin **4,2m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. Düzeltilmiş net borçluluk seviyesi ile operasyonel olmayan varlıklar şirket değerine eklendiğinde, Kuzuluk'un hisse değerinin **8,8m TL** seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir.

Ekler

1	Sözleşme	109
2	Konsolide Mali Tablolar	116
3	Bilgi Kaynakları	119
4	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	121
5	Beta Analizi	123
6	Kısaltmalar	125

Sözleşme (1/7)



PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
Süleyman Seha Cad. BJK Plaza No:48
B Blok, Kat 4 Akaretler
34357 Beşiktaş, İstanbul - Turkey
www.pwc.com/tr
Telefon +90 (212) 326 6060
Faks +90 (212) 326 6050
Mersis No: 0733044064400016

GİZLİ & ÖZEL

İhlas İnşaat Holding A.Ş.
Merkez Mahallesi, 29 Ekim Caddesi, İhlas Plaza,
No: 11 B/31 Yenibosna - Bahçelievler
İstanbul

Sayın Abdullah Tuğcu,

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.
Merkez Mahallesi, 29 Ekim Caddesi, İhlas Plaza,
No: 11 A/11 Yenibosna - Bahçelievler
İstanbul

Konu: Değerleme Hizmetlerine İlişkin Danışmanlık Sözleşmesi

Bu sözleşme, "İhlas İnşaat Holding A.Ş. ("İhlas İnşaat") ve İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş. ("İhlas Gayrimenkul") (hepsi birlikte "Şirketler") talebi üzerine Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Birleşme ve Bölünme Tebliği (11-33.2)" çerçevesinde, hedeflenen birleşme işleminde Şirketler'in ortaklık hesabında kullanılmak üzere hazırlanacak Uzman Kuruluş Raporu'nun kapsamının, danışmanlık ücretinin ve tarafların yükümlülüklerinin açıklanması amacıyla hazırlanmıştır.

1. Hizmetin Kapsamı

Uzman Kuruluş Raporu'nun hazırlanmasında, 31 Aralık 2018 itibarıyla geçerli olan en son mali tablolar ve değerleme tarihi itibarıyla en güncel finansal ve operasyonel bilgiler dikkate alınarak birleşecek şirketler olan İhlas İnşaat ve İhlas Gayrimenkul'un toplam hisse değerleri çalışmamız kapsamında tahmin edilecektir.

Uzman Kuruluş Raporu çalışması gizlilik içinde yürütülecek ve çalışma bittikten sonra raporun teslim edileceği kişiler dışında gizlilik korunacaktır. Çalışma sonucunda İhlas İnşaat ve İhlas Gayrimenkul'un değerleme tarihi itibarıyla ayrı ayrı makul hisse değerlerinin ve birleşme oranlarının yer aldığı Türkçe bir rapor hazırlanacaktır.

Değerleme çalışması niteliği gereği bir bilim olarak algılanmamalı ve sonuçta elde edilen değerlerin kesin ve tam olduğu düşünülmemelidir. Elde edilen sonuçlar sübjektif olması ve bireysel değerlendirmeye içerdiği göz önünde bulundurulmalıdır. Proje gizlilik içinde yürütülecek ve çalışma bittikten sonra raporun teslim edileceği Şirketler yönetimleri dışında gizlilik korunacaktır.

2. Değerleme Yöntemleri

Şirketler'in değerleme çalışmalarında aşağıda belirtilen gelir yaklaşımı / indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi ana değerlendirme yöntemi olarak kullanılacaktır. Net Aktif Değer (NAD) Yaklaşım ayrıca kullanılacaktır.

2.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Bu yönteme göre bir şirketin veya varlığın değeri, hâlihazırda müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte ortaya çıkması beklenen nakit akışlarının analizi sonucu elde edilmektedir.

Bu yöntem özetle, bir şirketin veya varlığın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilmesine indirgenmesi olarak ifade edilebilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. İNA yönteminin uygulanması sırasında gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilmektedir. Bu finansal modele baz olan varsayım ve projeksiyonlar Şirketler yönetimi tarafından sağlanacaktır ve tarafımızca sorgulanacaktır.

PwC

1 / 4

© 2019 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağı veya PwC ağına üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.

2.2 Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer yöntemi, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paramın en az o işletmenin bütün varlıklarının belirli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyete eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edilebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır; fakat işletmenin olası tasfiye değerine veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.

3. Yönetim Tarafından Sağlanan Bilgilerin Doğruluğu

Değerleme çalışması sırasında, Şirketler yönetimleri tarafından sağlanan, değerlendirme tarihine kadar olan süreçte kapsayıcı mali tablolar, finansal veriler ve projeksiyonlar ile çalışılacaktır. Bu finansal bilgilerin denetim çalışması gerçekleştirilemeyecek olup, ilgili finansallara ilişkin görüş bildirilmesi bu sözleşmenin kapsamında yer almamaktadır. Dolayısıyla çalışmamızla kullandığımız finansal verilerde sonradan ortaya çıkacak eksiklikler dolayısıyla sorumluluk kabul etmemiz beklenmemelidir.

Değerleme çalışması sırasında kullanılacak projeksiyonların sorumluluğu tamamen Şirketler Yönetimi'ne aittir. Bu kapsamda PwC, çalışmada kullanılan projeksiyonların geçerliliği veya gerçekleştirilebilirliği konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.

4. Çalışma Planı ve Süresi

Çalışmamız tarafınızda görüşülerek uygun görülen bir tarihte başlayacaktır. Taslak raporumuz bilgilerin zamanında gelmesine bağlı olarak çalışmamızın başlangıcından itibaren 4 hafta sonra teslim edilecektir. Taslak rapor teslim edildikten sonraki bir hafta içinde bizimle paylaşacağınız görüş ve önerileriniz de göz önünde bulundurularak nihai raporun teslimi yapılacaktır. Bu süre zarfında sizin tarafınızdan herhangi bir görüş ve öneri paylaşılması durumunda taslak rapor, nihai rapor olarak kabul edilecektir ve değişiklik yapılmayacaktır.

Nihai raporun paylaşılması öncesinde tarafımızla temsil mektubu imzalanacaktır. Temsil mektubunun imzalanmasından sonrasında nihai rapor teslim edilecektir.

Çalışmaya başlamadan önce Şirketler yönetimine ihtiyaç duyacağımız bilgilerin bir dokümanı gönderilerek gerekli hazırlıkların yapılması sağlanacaktır. Yukarıda belirtilen zaman planı doğrultusunda çalışmamın yapılabilmesi gerekli bilgilerin Şirketler yönetimine sağlanması esastır.

Şirket, PwC'nin hazırladığı hiçbir belge, bilgi, doküman ve raporu PwC'den yazılı bir izin almadıkça; 3. kişilere sunmaz. Bununla beraber yapılan işin niteliği uyarınca bilmesi gereken 3. kişiler (Bağımsız denetçi, BDDK, SPK, kredi kuruluşları, yatırımcılar) söz konusu ise, bu kurum ve kişilerin gizlilik hükümlerine uymalarına ve paylaşma ilişkin her türlü sorumluluğun Şirket'e ait olması kaydı ile; Şirket bu belge, bilgi, doküman ve raporların sözlü edilen 3. kişiler ile paylaşabilir. Bununla beraber raporun, sözlü edilen 3. kişilerle paylaşımı sonucunda; herhangi bir üçüncü taraf; PwC'ye karşı herhangi bir hak, alacak, dava, tedbir, iddia vb. öne sürülürse, Şirket PwC'nin uğradığı/ugrayacağı her türlü kaybı, zararı, masrafı veya yükümlülüğü telafi ve tazmin etmeyi ve PwC'yi bu iddialardan varesi tutmayış şimdiden kabul ve taahhüt etmektedir.

5. Proje Ekibi

Bu projede Serkan Aslan Sorumlu Ortak olarak uzman çalışanlardan oluşan bir takıma liderlik edecek ve size sağlanacak hizmetlerden sorumlu olacaktır.

PwC

2 / 4

© 2019 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağı veya PwC ağına üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.

Sözleşme (2/7)

6. Ücret

7. Sorumluluğun Sınırlaması

PwC; hizmetlerinin ifası sırasında, doğrudan doğruya sözleşme hükümlerini ihlali veya kusuru dolayısıyla bünyesinde meydana gelen zarar veya kayıpları karşılama yükümlülüğünü kabul etmektedir. Ancak, görevin kasıtlı şekilde kötüye kullanılması hali ya da ağır kusuru olması durumları hariç olmak üzere, verilen hizmetlere ilişkin olarak PwC'nin (gerek sözleşmeden kaynaklanan, gerekse hata veya diğer durumlarda) yükümlülüğünü hiçbir koşul altında bu iş için faturalanan ücrette istinaden tarafınızdan yapılan ödeme veya tarafınızdan katılanları fiili zarardan düşük olanının bir katını aşamaz. Kanunda aksine hüküm bulunmadıkça, fiili zarar kar kaybını içermez.

8. Danışmanlık Sözleşmesi Anlaşma Genel Şartları ("Anlaşma Genel Şartları")

İş bu sözleşme ve ekinde yer alan Anlaşma Genel Şartları, taraflar arasındaki daha önce yazılı veya sözlü tüm anlaşmaların veya taahhütleri ortadan kaldırarak sözleşmenin ("Sözleşme") tamamını oluşturmaktadır.

Sözleşme, Hizmetler ile ilgili olarak taraflar arasındaki önceki tüm sözleşme, taahhüt, yazışma veya mektupların yerine geçer. Bu nedenle Anlaşma Genel Şartları işbu sözleşme ile birlikte bir bütün olarak okunmalıdır.

9. Gizlilik ve Bağımsızlık

PwC Türkiye olarak mesleğimizin ve firmamızın ahlaki kurallarına tam anlamıyla bağlıyız. Çalışmamızın her safhasında PwC çalışanları olarak Anlaşma Genel Şartları'ndaki 4. Madde kapsamında gizlilik esasına uygun davranacağımızı ve bize verilen bilgiler konusunda gizliliğin muhafaza edileceğini taahhüt ederiz.

PwC

3 / 4

© 2019 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağına veya PwC ağına üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.

10. Diğer Konular

Damga vergisi mükellefiyeti Şirketler tarafından yerine getirilecektir.

Bu sözleşme 05. 04. 2019 tarihinde İstanbul'da düzenlenmiş, birlikte imza edilmiş ve yürürlüğe konulmuş olup daha önce yapılmış olan tüm sözleşme ve haberleşmeleri geçersiz kılar. Taraflar yukarıda belirtilen maddeleri kabul etmektedirler.

İmza

Yetkili İsim: Abdulllah Tugay

Görev: İhlas İnşaat Holding / Yön. Kur. üyesi

İnşaat Holding A.Ş.

Tarih: 05.04.2019

İmza

Yetkili İsim: Abdulllah Tugay

Görev: Yönetim Kurulu Üyesi

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.

Tarih: 05.04.2019

İmza

Yetkili İsim: Serkan Aalan

Görev: Ortak

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Tarih: 05.04.2019

İmza

Behir Eren

Genel Müdür

494,13 TL' lik Damga Vergisi
Tarafımızdan Maktub Karşılığı
Ödenecektir.
Defter Sıra No: 2019/04-02

İhlas Gayrimenkul A.Ş.
tarafından beyan
edilen % 50'lik kısım

494,13 TL' lik Damga Vergisi
Tarafımızdan Maktub Karşılığı
Ödenecektir.
Defter Sıra No: 2019/04-02

İhlas İnşaat Holding A.Ş.
tarafından beyan
edilen % 50'lik kısım

PwC

4 / 4

© 2019 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağına veya PwC ağına üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.

Sözleşme (3/7)

Anlaşma Genel Şartları

1. Giriş

1.1 Bu anlaşma genel şartları, hizmet sözleşmesinde belirtilen hizmetler için geçerli olacaktır. Şartlardaki herhangi bir hususun hizmet sözleşmesi ile çelişmesi halinde, sözleşme metninde bu hususlardan herhangi biri özel olarak tadil edilmediği sürece bu hüküm ve şartlar geçerli olacaktır.

1.2 İşbu Sözleşme, tarafların her ikisi tarafından da imzalandığı tarihte yürürlüğe girecek ve hizmet sözleşmesinde belirtilen kapsam ile sınırlı olmak üzere, Hizmet'in yerine getirilip tamamlanması veya işbu sözleşmede kararlaştırılan raporun Müşteri'ye teslimi ve Tarafların yükümlülüklerinin tamamını karşılıklı ifa ettikleri tarihte kendiliğinden son bulacaktır.

2. Hizmetler

2.1 Hizmetler – Hizmet sözleşmesinde tarif edilen hizmetler sağlanırken, gerekli özen gösterilecektir. Hizmet kapsamının, Müşteri amaçları için yeterli olduğu kabul edilmektedir. Hizmetler (modeller / raporlar dahil), sadece hizmet sözleşmesinde veya ilgili rapor/modelde belirtilen amaçlar doğrultusunda sadece Müşteri'ye sunulmaktadır.

2.2 Bağımsızlık – PwC, Taahhüdü yerine getirirken tarafsız ve bağımsız olarak hareket edecek; Müşteri'ye karşı yükümlülükleri ile adli veya idari mercilere karşı yükümlülükleri arasında bir uyumsuzluk olması halinde adli veya idari mercilere karşı yükümlülüklere öncelik verecektir.

2.3 Raporlar ve Modeller – PwC'nin çalışmasındaki rapor ve modeller Hizmet sözleşmesi ve Anlaşma Genel Şartlarında aksi kararlaştırılmadığı takdirde taraflarca üçüncü bir şahsa ifşa edilemez ya da üçüncü bir şahsın kullanımına sunulamaz. Ayrıca bu rapor ve modeller başka bir çalışmada referans olarak gösterilemez. Ancak aşağıdaki durumlar bu hükümden istisnadır: (i) hizmet sözleşmesinde aksine bir hüküm olması halinde (ii) PwC'den yazılı onay alınması halinde, (iii) kanun ve yönetmeliklerin bu tür bir durumu gerektirmesi halinde veya (iv) önceden ifşa edilecek kişi ya da kuruluşlara PwC olarak herhangi bir yükümlülük kabul edilmeyeceğinin ve bu kişi ya da kuruluşların da başkalarına ifşa etmemeleri gerektiğini belirtir bir yazının (sorumsuzluk mektubu vb) imzalanmış olması koşuluyla üçüncü şahıslara (grup şirketleri dahil) ifşa edilmesinde durumunda.

2.4 Sadece Müşteri'ye karşı yükümlülük – PwC, aksi yazılı olarak belirtilmediği sürece sunulan hizmetlere (rapor/model) ilişkin olarak Müşteri dışında herhangi bir üçüncü şahsa, herhangi bir yükümlülük kabul etmemektedir. Hizmetlerin Müşteri'ye sunulması nedeniyle üçüncü bir şahsın PwC'ye karşı iddia ettiği haklar sonucunda uğranılan zarar ve üstlenilen giderler Müşteri tarafından tazmin edilecektir.

2.5 Değişiklikler – Hizmetlerin kapsamında veya sözleşme içeriğinde bir değişiklik taraflarca kabul edilerek, yazılı şekilde yapılacaktır.

2.6 Hizmetlerin kapsamı – Hizmetleri ifa ederken, (i) geçerli mesleki standartlar uyarınca herhangi bir denetim/güvence hizmeti sunulmayacak veya (ii) suistimal/sahtecilik ya da hatalı ve gerçek dışı uygulamaların tespit edilmesinde yönelik çalışma yapılmayacak ve bunlarla ilgili sorumluluk kabul edilmeyecektir.

2.7 Taslak raporların bağlayıcılığı – Müşteri'ye sözlü ya da yazılı olarak sunulan taslak raporlar ve modeller nihai olmayıp nihai rapor ve tavsiyelerden esas bakımından farklılıklar gösterebileceğinden, taslak rapor ve modellerin taraflarca bağlayıcılığı bulunmamaktadır.

Anlaşma Genel Şartları

2.8 Bilgi – Danışmanlık hizmetlerinin verilebilmesi için Müşteri veya Müşteri için çalışan herhangi bir şahsın PwC'ye verilen bilgilerin (a) zamanında verilmesi, (b) doğru olması ve (c) eksiksiz olması gerekmektedir. Hizmetlerle ilgili olarak Müşteri tarafından verilen herhangi bir bilginin doğruluğu, Müşteri tarafından PwC'ye sağlanan herhangi bir bilginin hatalı ya da kusurlu olduğuna veya bu bilgiye güvenilemeyeceğine sonradan karar verilirse PwC'nin bilgilendirilmesi gerekmektedir.

3. Ücretin ödemesi

3.1 Ücret ve masrafların (proje süresince personel tarafından projeye ilişkin yapılan yemek ve ulaşım harcamaları) zamanında ödemesi esastır. Fatura'nın Müşteri'ye tebliğinden itibaren 1 ay içerisinde ödenmemesi halinde, PwC'nin diğer tüm hakları saklı kalmak kaydıyla ücret yabancısı para cinsinden kararlaştırılmışsa aylık %1, Türk Lirası cinsinden kararlaştırılmışsa aylık %2 vade farkı uygulanacaktır. Fatura tarihi üzerinden 30 gün geçmesine rağmen ödeme yapılmadığı takdirde, ücretin tümü ödenene kadar, verilmekte olan hizmetler askıya alınabilecektir.

4. Gizlilik ve Kişisel Veriler

4.1 Müşteri'nin, özellikle, faaliyet konusu ile ilgili kamuya açıklanmamış, genel piyasa koşulları içinde sektör analizleri, oda, dernek vb. yapılar kanalı ile elde edilemeyecek nitelikte ve faaliyetine özel olan tüm bilgileri ve Müşteri'nin gizli olduğunu özellikle belirttiği bilgileri Müşteri'nin gizli bilgilerini oluşturur ("Gizli Bilgiler").

4.2 Kimliği belirli veya belirlenebilir gerçek kişiye ilişkin her türlü bilgi ise Kişisel Veriyi oluşturur.

4.3 Taraflar,

- yapacakları veri paylaşımına ilişkin olarak 6698 sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu ve sözleşmenin ifası kapsamında uygulanabilir diğer tüm veri koruma mevzuatına uymayı
- diğer tarafa ait Kişisel Verileri işbu sözleşmede kararlaştırılanlar haricinde; başka bir amaçla kullanmayacaklarını, üçüncü kişilere açıklamayacaklarını ve yurtdışı/yurtdışına aktarmayacaklarını, elde edilebilir hale getirmeyeceklerini
- elde ettikleri kişisel verilerin yasadışı şekilde işlenmesini veya bu verilere yasadışı şekilde erişimin önlenmesi için ilgili mevzuatta, belirtilen gerekli tüm teknik ve idari önlemleri almayı kabul ve taahhüt eder.

4.4 Müşteri, PwC ile yapılan işin mahiyeti uyarınca gerektiği haller dahilinde ve hukuka ve dürüstlük kuralına uygun, işleme amacı ile bağlantılı, sınırlı ve ölçülü olacak şekilde kişisel veri içerikli belge/bilgi paylaşımını kabul ve taahhüt eder. Müşteri, PwC'ye göndereceği bilgi veya belgeler içerisinde işbu sözleşme ile kararlaştırılan hizmetin yerine getirilmesi için işin mahiyetinin gerektirdiğinin ötesinde kişisel veri olması halinde, söz konusu bilgi veya belgeden ilgili kişisel veriyi silmek, anonim hale getirmek, karartmak veya maskeleyerek suretiyle paylaşacaktır. PwC'nin işin mahiyeti uyarınca gerekmiyor olmasına rağmen paylaşılmış olan kişisel verilere ilişkin hiçbir sorumluluğu bulunmamaktadır.

4.5 Gizliliğe ilişkin yükümlülüklerin kapsamı:

PwC, Müşteri tarafından sağlanmış bilgilerden; (i) Müşteri tarafından kendisine sunulmadan önce PwC tarafından hukuka uygun olarak hali hazırda bilinen bilgileri; (ii) Müşteri tarafından herhangi bir kısıtlamaya tabi tutulmaksızın diğer herhangi bir gerekçe ya da tüzel kişiye sunulmuş olan bilgileri; (iii) Gizli Bilgiler kullanılmadan ya da Gizli Bilgiler'e dayanmaksızın PwC tarafından bağımsız

İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş.
PwC

Gizli ve Özel

17 Mayıs 2019
111

Sözleşme (4/7)

Anlaşma Genel Şartları



olarak geliştirilmiş bilgileri; (iv) işbu gizlilik yükümlülükleri ihlal edilmeksizin halihazırda kamu tarafından kullanılmakta olan veya kamunun bilgisine sunulmuş olan bilgileri ve (v) PwC tarafından üçüncü şahıslardan hukuka uygun olarak temin edilebilecek olan bilgileri gizli olarak kabul etmek ve buna uygun davranmak yükümlülüğü altında değildir.

4.6 Müşteri, PwC'nin aşağıdaki amaçlardan herhangi biri için kişisel verileri ve gizli bilgileri işlemesine şimdiden onay verir: (i) hizmetlerin ifası, (ii) dışarıdan Bilgi Teknolojileri (BT) hizmet tedarikçilerinin kullanımı da dahil olmak üzere PwC idari veya müşteri ilişkileri yönetim sistemlerinin tutulması veya güncellenmesi, (iii) kalite ve risk yönetim incelemeleri, ve (iv) Müşteri'ye PwC ve hizmetleri hakkında bilgi sunulması (v) her türlü yasa, yönetmelik veya tabi olunan herhangi bir düzenleyici kurum karar.

4.7 PwC Kuruluşları gerekli olduğu takdirde Gizli Bilgiler'i ve Kişisel Verileri, birden fazla PwC Kuruluşu'nun dahil olduğu uluslararası işler veya denetimler kapsamında olduğu gibi, hizmetlerinin verilmesinde dahil olan yüklenicilerle, alt yüklenicilerle ve temsilcilerle paylaşabilir. Örneğin, grup denetçisinin PwC Kuruluşları tarafından grup raporlaması amaçlarıyla bağlı şirketlerin mali tabloları üzerinde gerçekleştirilmiş denetim işinin sonuçları hakkında bilgilendirilmesi gerekebilir. Benzer şekilde, birden fazla PwC Kuruluşu'nun katılmış olduğu denetim dışı işlerde de Gizli Bilgiler ve Kişisel veriler belirtilen şekilde paylaşılabilir.

4.8 PwC, Müşteri'ye ait hassas bilgiler de dahil olmak üzere Gizli Bilgiler'i ve Kişisel verileri, her türlü celp, davetiye, keşif talebi ya da benzeri diğer dava süreçleri, mesleki standartlar ve sorumluluklar ve bir PwC Kuruluşu'na uygulanabileceğine karar verilmiş olduğu süreç herhangi bir yabancı kanun, mevzuat, kural ve düzenleme de dahil olmak üzere ve bu düzenlemelerin gerektirmesi halinde üçüncü kişilere, ulusal ve uluslararası

düzenleyici kuruluşlara, ceza, hukuk mahkemeleri ya da diğer mahkemelere ifşa edebilir. PwC'nin Gizli Bilgiler'i ve Kişisel Verileri uluslararası düzenleyici bir kuruluşa ifşa zorunluluğunun doğması halinde, aksine bir hukuki düzenleme olmadıkça, Gizli Bilgiler'in ve Kişisel Verilerin açıklanmasından önce Müşteri bilgilendirilecektir.

4.9 PwC, denetçi bağımsızlığı, risk yönetimi ve kalite kontrol amaçları kapsamında Gizli Bilgiler'i ve Kişisel Verileri diğer PwC Kuruluşları ile paylaşabilir. Gizli Bilgiler ve Kişisel Veriler ilişkisi yönetimi, hesap yönetimi, iç finansal raporlama, bilgi işlem ve dış kaynak kullanımı (outsourcing) hizmetlerinin sağlanması da dahil olmak (depolama, bilgilerin muhafazası, bakım, destek ve diğer hizmetler dahildir) üzere PwC Kuruluşları'na ve kullanılan hizmet sağlayıcılarına birçok mesleki nedenle transfer edilebilmektedir.

4.10 Taraflar arasındaki sözleşmeden doğan iş ilişkisi sebebiyle Müşteri'nin bağlı ortaklıkları ve iştirakleri tarafından sahip olunan bilgilerin doğrudan PwC ya da herhangi bir PwC Kuruluşu'na ifşasının gerektiği durumlarda, Müşteri yukarıda öngörülmediği biçimde bu bilgi paylaşımına izin verir. Ayrıca Müşteri, ilgili bilgilerin PwC'ye yapılması öngörülen bilgi ifşası ve PwC tarafından yürütülen bilgi işleme sürecine ilişkin amaç ve kapsamı bildirilerek söz konusu kişilerin rızalarının alınması da dahil ve fakat bununla sınırlı olmamak üzere tüm yasal zorunlulukları yerine getireceğini teyit etmektedir.

4.11 Müşteri, kişisel verilerin korunmasına ilişkin mevzuata uygun olmak ve işbu sözleşmede belirtilen koşullara bağlı olarak kayıtlı, PwC'nin, Müşteri'nin kendisi, çalışanları, taseronları, müşterileri ve diğer ilgili kişilere ilişkin kişisel verileri toplayabileceğini, depolayabileceğini, üçüncü şahıslara açıklayabileceğini ve uluslararası boyutta transfer etme faaliyetlerini yürütebileceğini kabul etmektedir.

Anlaşma Genel Şartları



4.12 Müşteri, PwC ile özel nitelikli kişisel veriler dahil olmak üzere, çalışanlarına, yüklenicilerine, müşterilerine ve diğer kişilere ilişkin kişisel verilerini paylaştığında, PwC'ye yapılması öngörülen bilgi ifşası ve PwC tarafından yürütülen bilgi işleme sürecine ilişkin amaç ve kapsamı bildirilerek söz konusu kişilerin rızalarının alınması da dahil ve fakat bununla sınırlı olmamak üzere tüm yasal gereklilikleri yerine getirdiğini teyit etmektedir. Müşteri, PwC'nin [https://www.pwc.com.tr/tr/hakkimizda/kisis-el-verilerin-korunmasi.html] linkinde yer alan Aydınlatma Metni ve PwC Türkiye Kişisel Verilerin Korunması ve İşlenmesi Politikası ve diğer metinlerde belirtilen şekilde gizli bilgileri ve kişisel verileri işleyebileceğini kabul etmektedir.

4.13 PwC tarafından sağlanan hizmetlerin etkinliğini ve verimliliğini artırmak için kullanılan farklı hizmet sağlayıcılara ilişkin bilgi almak için lütfen [http://www.pwc.com.tr/tr/hakkimizda/site-bilgisi/harici-hizmet-saglayicisi.html] linkine başvurunuz.

4.14 Gizli bilgiler ifşa edilmediği ve etik yükümlülüklere uyulduğu süreçte, Müşteri'nin rakiplerine ya da menfaatleri Müşteri ile çelişebilecek diğer kişilere PwC tarafından hizmet verilebileceğini kabul etmektedir. PwC çok sayıda müşteriye, geniş bir yelpazede yer alan çeşitli hizmetler sunmaktadır. Bazı şirket veya kuruluşlara verilen hizmetler Müşteri açısından çıkar çatışması olarak değerlendirilebilir.

Böyle durumlarda belirlemek açısından gerekli prosedürler PwC tarafından kararlaştırılmış olmakla birlikte, hangi durumların bu şekilde değerlendirilebileceğini önceden tahmin etmek her zaman mümkün olmayabileceğinden, Müşterinin çıkar çatışması olarak nitelendirilebileceği ve gelecekte doğabilecek, tüm hususların tespit edildiği konusunda garanti veremeyiz.

4.15 Müşteri, PwC'nin verdiği hizmetlerle ilgili olarak var olan veya daha sonra ortaya çıkabilecek çıkar çatışması olarak nitelendirildiği durumları PwC'ye bildirmeyi kabul etmektedir.

4.16 Böyle bir çıkar çatışmasının belirlenmesi halinde ilgili prosedürlerin uygulanması suretiyle Müşteri'nin çıkarlarının korunabilmesi PwC tarafından mümkün görülürse, gizliliğin ve verilen görüşlerin nesnelliliğinin sağlanması için yapılacak düzenlemeler Müşteri ile müzakere edilerek karara bağlanacaktır.

4.17 Bu sözleşmedeki hiçbir hüküm, PwC'nin başka müşterilere hizmet verme hakkını engellemez veya bu hakkı kısıtlayamaz.

5. Fikri mülkiyet hakları

5.1 PwC, raporlar/modeller ve sözleşme kapsamında üretilen tüm materyallere ait fikri mülkiyet haklarına sahiptir. Müşteri, bunları şirket içi amaçları için kullanmak üzere münhasır olmayan ve devredilemeyen yetkilere sahiptir.

5.2 İşbu sözleşmedeki hiçbir hüküm, PwC'nin çalışması sırasında edinilen teknikler, fikirler ve diğer teknik uzmanlıklar diğer müşterilere verilen hizmetlerde kullanılması ya da diğer PwC şirketlerinin kullanılması engelleyecek şekilde yorumlanmayacaktır. Söz konusu kullanım gizli bilgilerin ifşa edilmesine sebebiyet vermemektedir.

5.3 Veri gizliliği hususlarında yasal danışmanlık istemek Müşteri sorumluluğundadır. İlgili mevzuatın ihlaline ilişkin masrafları Müşteriye ait olmak üzere PwC ya da herhangi bir PwC alt yüklenicisini Müşteri tazmin edecek, zararlardan koruyacak, PwC ya da PwC'nin herhangi bir alt yüklenicisine yapılabilecek hasar taleplerine karşı savunacaktır.

Sözleşme (5/7)

Anlaşma Genel Şartları



6. Yükümlülük

6.1 PwC'nin Yükümlülüğü – PwC; hizmetlerinin ifası sırasında, doğrudan doğruya sözleşme hükümlerini ihlali veya kusuru dolayısıyla bünyesinde meydana gelen zarar veya kayıpları karşılama yükümlülüğünü kabul etmektedir. Ancak, görevin kasıtlı şekilde kötüye kullanılması hali ya da ağır kusuru olması durumları hariç olmak üzere, verilen hizmetlere ilişkin olarak PwC'nin (gerek sözleşmeden kaynaklanan, gerekse hata veya diğer durumlarda) yükümlülüğü hiçbir koşul altında bu hizmet için faturalanan ücrete istinaden tarafınızdan yapılan ödeme veya tarafınızdan katılanları fiili zarardan düşük olmanın bir katını aşmaz. Kanunda aksine hüküm bulunmadıkça, fiili zarar kar kaybını içermez.

Bu madde kapsamında önerilebilecek çözümler ve kabul edilen sorumluluk, kanunun izin verdiği ölçüde ve diğer PwC kuruluşlarının işbu Sözleşme ile ilgili olarak nihai ve mutlak sorumluluğunu ifade etmektedir. Yine kanunun izin verdiği ölçüde diğer tüm sorumluluklar (özellikle beklenen tasarruf veya faydaların gerçekleşmemesi durumu dahil olmak ve fakat bununla sınırlı olmamak üzere) açıkça kapsam dışı tutulmuştur.

Kârdan zarar, gerefiye, iş fırsatı, elde edilmesi öngörülen tasarruf veya faydaların kaybı ya da dolaylı veya bağlantılı zararlardan PwC sorumluluk kabul etmemektedir.

6.2 Üçüncü taraflar – PwC ortağı ya da personeli olmayan üçüncü tarafları PwC tarafından verilen hizmetlerle ilgili işlerde Müşteri'nin görevlendirmesi durumunda, PwC bu kişilerin PwC tarafından tahdim edilip edilmediğine bakılmaksızın, söz konusu kişiler tarafından verilen tavsiyeler ya da gerçekleştirilen işler için sorumlu ya da yükümlü olmayacaktır.

6.3 Üçüncü taraf yükümlülüklerine karşılık tazmin edilmesi – PwC'nin kasıtlı suistimali ya da ağır ihmali dışında, hizmetlerle bağlantılı

olarak ya da bunların sonucunda üçüncü taraflarca PwC'ye, ortakları ya da çalışanlarına yöneltilen tüm yükümlülükler, kayıplar, hak talepleri, istekler ve makul giderlerine karşı Müşteri, PwC'yi, ortaklarını ya da çalışanlarını tazmin edecektir.

6.4 Sınırsız yükümlülük – Sözleşmedeki hiçbir hüküm (i) bir şahsın ihmali sonucu vuku bulan ölüm ya da yaralama, (ii) bir şahsın suistimali veya (iii) kanunlar ile sınırlanmayan herhangi bir başka konuda ilgili şahsın yükümlülüğünü sınırlandırmayacaktır.

6.5 Bireylere karşı hak iddiasında bulunulmaması ve/veya dava açılmaması – Hizmetler ile bağlantılı olarak tüm hak iddiaları ve açılacak davalar (ihmal durumunda yapılanlar dahil) bireylere karşı değil sadece PwC'ye karşı yöneltilir. PwC ile bağlantılı bu bireyler; ortaklar ve diğer PwC çalışanları, PwC adına hareket etmektedir.

7. Diğer PwC Kuruluşları veya Altyükleniciler

7.1 Alt yükleniciler – PwC, ayrı ve bağımsız şirket ve kuruluşlardan oluşan global bir ağıdır. Bu hizmetleri sunabilmek adına Türkiye dışında (her biri ayrı ve bağımsız tüzel kişiliğe sahip olan) diğer PwC şirketleri veya altyükleniciler kullanılabılır.

7.2 Hak iddialarına ilişkin kısıtlama – Müşteri tarafından, diğer PwC kuruluşları (ortakları, üyeleri, yöneticileri veya çalışanları dahil) veya PwC'nin alt yüklenicileri aleyhine herhangi bir hak iddiasında (ihmal durumu dahil) bulunulmayacak, dava açılmayacaktır. Bu şirketlerin sunduğu hizmetler bakımından münhasıran işbu sözleşmenin tarafı olan PwC sorumlu tutulacaktır.

7.3 Grup şirketleri – Müşteri, hiçbir grup şirketinin, ilişkili şirketin veya bir holding şirketinin (sözleşmeye taraf oldukları durumlar hariç) hizmetler veya sözleşme ile

Anlaşma Genel Şartları



bağlantılı olarak herhangi bir yükümlülük konusunda bir PwC Kuruluşu (ortakları, üyeleri, yöneticileri veya çalışanları dahil) veya alt yüklenicileri aleyhine herhangi bir hak iddiasında bulunmayacağını ve dava açmayacağını kabul ve taahhüt etmektedir.

8. Fesih

8.1 Derhal ihbar yoluyla – Taraflardan herhangi biri aşağıdakilerden birinin vuku bulması halinde diğer tarafa yazılı ihbarda bulunmak suretiyle sözleşmeyi derhal feshedebilir: (i) diğer tarafın sözleşmeyi esasa ilişkin koşulları bakımından ihlal etmesi ve bu ihlali 7 gün içerisinde telafi etmemesi, (ii) diğer tarafın borca batık durumda olması ya da olağının halin icabından anlaşılması, veya (iii) sözleşmenin ifasının (ücrete ilişkin herhangi bir düzenlemenin uygulanması dahil) kanun veya yönetmeliklerde yer alan bir gerekliliği/hüküm ihlal etmesi.

8.2 Ondört günlük ihbar yoluyla – Taraflardan herhangi biri sözleşmeyi 14 gün önceden yazılı olarak ihbar etmek suretiyle feshedebilir.

8.3 Askıya alma – Taraflardan herhangi biri, aşağıdaki durumlarda sözleşme kapsamındaki yükümlülüklerinin ifasını askıya alabilir: (i) sözleşme kapsamındaki görev ve yükümlülüklerinin yerine getirilmesini ya da getirilebilmesini önemli ölçüde ve olumsuz şekilde etkileyen koşulların var olması ya da ortaya çıkması; veya (ii) taraflardan birinin, sözleşme kapsamındaki görev ve yükümlülüklerinin yerine getirilmesi için önemli olan bilgiyi diğer tarafın vermediğinden haberdar olması (sözleşme tarihinden önce ya da sonra); veya (iii) PwC'nin herhangi bir fatura tarihinden sonra 20 gün içinde ilgili ödeme yapmaması.

Askıya alma döneminin 30 günü aşması halinde, PwC ya da müşteri sözleşmeyi derhal yazılı olarak feshedebilir.

8.4 Fesih ile ödenecek ücretler – Fesih tarihine kadar PwC tarafından ifa edilen tüm hizmetler için PwC'ye ödeme yapılacaktır. Hizmetler için sabit bir ücretin olduğu durumlarda, sabit ücret tutarına kadar, saatlik ücretler üzerinden harcanan zamana göre ifa edilen hizmetler için ödeme yapılacaktır.

9. Anlaşmazlık Çözümü

9.1 Uygulanacak hukuk ve yetki – Sözleşme ve sözleşmeden doğan herhangi bir ihtilaf, sözleşmeden kaynaklı olsun ya da olmasın, Türk kanunlarına tabi olacak ve İstanbul (Çağlayan) Mahkemeleri ve İcra Daireleri münhasıran yetkili olacaktır.

10. Genel Hükümler

10.1 Saklama Yükümlülüğü – PwC, Müşteri tarafından ya da üçüncü şahıslardan Müşteri adına verilen materyaller dahil olmak üzere hizmetlerle ilgili tüm materyallerin nüshalarını saklayabilir. Müşteri'nin yazılı talebi üzerine, mesleki standart ve mevzuatın gerektirdiği şekilde materyallerin bir nüshasının saklanması yükümlülüğü saklı kalmak kaydıyla, tüm varlık ve dokümanlar Müşteri'ye iade edilecektir.

10.2 Yetkiler – Taraflar bu sözleşmeyi geçerli ve yasal olacak şekilde akdetmek için gerekli tüm yetkileri haiz olduğuna ve gerekli tüm izin, onay ve yetkilerin alındığı teyit edilmektedir.

10.3 İş ve Etik Kuralları – İşbu sözleşmedeki hiçbir hüküm, PwC'yi veya PwC'nin herhangi bir ortağı, çalışanı veya temsilcisinin, herhangi bir yasaya veya üye oldukları ya da olacakları ilgili profesyonel kurumun iş veya etik kuralları ya da kılavuzlarına uygun hareket etmek için gerekli adımları atmadan alıkoymasın.

10.4 Hizmetin Sonuçlanması – Müşteri PwC'nin, hizmetlerle, taahhüdün başarılı bir şekilde sonuçlanmasıyla ya da karşı karşıya kalabileceği ekonomik, finansal ya da diğer

AL

Sözleşme (6/7)

Anlaşma Genel Şartları



sonuçlarla ilgili hiçbir garanti ya da güvence vermediğini kabul etmektedir.

10.5 Denetçi Bağımsızlığı – Denetçi bağımsızlığına ilişkin düzenlemeler çerçevesinde, Müşteri'nin aynı zamanda PwC denetim müşterisi veya bunların iştiraki olması halinde, Müşteriye hizmet sağlamadan önce, hizmetin verilmesi sırasında veya hizmeti sağladıktan sonra izlenmesi gereken bazı prosedürler (Müşteriden veya Müşterinin bağlı bulunduğu grubun denetim komitesinden ön izin alınması ve denetim dışı ücretlerin ifası vb. gibi) bulunmaktadır.

Müşteri'nin, PwC'nin denetim müşterisi veya böyle bir müşterisinin iştiraki olması halinde Müşteri'ye sunulamayacak bazı hizmetler vardır. Müşteri, hizmet sözleşmesini imzalarken, PwC'nin denetim müşterisi veya böyle bir müşterisinin iştiraki olup olmadığını bildirmeyi taahhüt etmektedir.

Müşteri ayrıca sözleşmenin imzalanması sonrasında, halka açık bir şirket haline gelmesi veya böyle bir şirketin iştiraki olması ya da herhangi bir iştirakinin, ortağının veya kendisinin bir PwC firmasının denetim müşterisi olması durumunda PwC Türkiye'ye bilgi verme sorumluluğunu kabul etmektedir.

PwC Türkiye, denetçi bağımsızlığı kuralları ve mevzuatı çerçevesinde Müşteri'ye hizmet verilmesi izninin kalkması halinde, en az 10 (on) gün önceden ihtar vererek işbu Sözleşme'yi feshetme hakkını saklı tutmaktadır.

10.6 Suç Gelirlerinin Aklanması - İşbu Sözleşme, suç gelirlerinin aklanmasını engellemesi konusundaki PwC'nin global politikasına ve bu konudaki global mesleki uygulamalara tabiidir. Bunlar, özellikle Türk Ceza Kanunu ile birlikte ilgili diğer mevzuat, tüzük ve uygulanabilen mesleki kuralları kapsamaktadır. Bu çerçevede, Müşteri gerektiğinde, makul ve gerekli olan ekonomik kaynaklarını ve bu kaynaklardaki

herhangi bir değişikliği ve nihai ortaklarını bildirmekle yükümlüdür.

10.7 Elektronik Posta (e-posta) – Taraflar hizmetlerin verilmesi sırasında elektronik ortamda iletişim kurmayı tercih edebilir. Bununla birlikte, bilgilerin elektronik transferinin güvenli olduğu, virüs veya hata içermediği garanti edilemez; elektronik olarak transfer edilen bilgiler kesilebilir, bozulabilir, kaybolabilir, yok olabilir, geç veya eksik gelebilir, önemli ölçüde hasar görebilir veya kullanımı güvenli hale gelebilir. Taraflar sistem ve prosedürlerin, elektronik iletişimin bu tehlikelerini bertaraf etmeyi garantiemediğini kabul etmektedir.

Taraflar bu riskleri bilerek elektronik iletişime izin verir ve elektronik bilgi transferi yapmadan önce, iletişim anında genel olarak bilinen virüsleri kontrol etmek için ticari olarak makul yöntemleri kullanmayı taahhüt etmektedir.

Kendi sistemlerinin ve elektronik iletişim ile ilgili menfaatlerinin korunması Taraflar'dan her birinin kendi sorumluluğu altındadır. Taraflar'ın (ilgili ortaklar, çalışanlar, taseronlar ve acenteleri de kapsamaktadır) birbirlerine karşı, elektronik bilgi transferinden ya da bu bilgilere güvenmekten kaynaklanan her türlü hata, zarar veya kayıp nedeniyle, anlaşma veya haksız fiilden doğan (ihmal dahil) veya başka bir şekilde herhangi bir sorumluluğu bulunmayacaktır.

Taraflar elektronik posta mesajlarının kullanımında, aşağıdaki yöntemleri uygularlar:

(i) aciliyet arz eden işlerde, gönderici elektronik postaya ek olarak gerekli aksiyonun alınmasına dair teyit için telefon eder.

(ii) gizli bilgilerin elektronik posta ile gönderilmesi durumunda, gönderici içeriğin gizliliğini belirtir ve cevabın elektronik ortamda gönderilmesini istemiyorsa bunu açıkça ifade eder.

Anlaşma Genel Şartları



10.8 Mücbir Sebep - Bir "Mücbir Sebep Olayı" Etkilenen Taraf'ın makul kontrolünün dışındaki koşulları ve durumları ifade edecektir; örnek olarak ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere doğal afetler, hükümet faaliyetleri, savaş halleri (ilan edilmiş olsun veya olmasın), askeri hareket, yangın, sel, terör, veya darbeler. Eğer bir Mücbir Sebep Olayı, hizmetler'in ifasını açık ve olumsuz bir şekilde engelliyorsa veya geciktiriyorsa, Etkilenen Taraf, diğer Taraf'ı bilgilendirecektir. Mücbir Sebep Olayı sonucunda hizmetler'in makul bir süre içinde ifası imkansız hale gelirse veya Mücbir Sebep Olayı birbirini izleyen Ondört (14) Gün'ü geçerse, tarafların yazılı bildirimde bulunarak Sözleşme'yi feshetme hakkı olacaktır.

10.9 Sözleşmenin bütünlüğü - Mevcut sözleşme, hizmetlere ilişkin olarak taraflar arasındaki sözleşmenin bütünlüğünü teşkil etmektedir. Bu sözleşme, işbu sözleşmede kararlaştırılan hizmetlere ilişkin önceden yapılan tüm sözleşmeleri, verilen beyan, taahhüt ve yazışmaları geçersiz kılmaktadır, taraflardan biri diğer tarafa karşı ihmal kaynaklı olsa dahi sorumlu tutulmayacaktır.

10.10 Uygulanabilirlik - Sözleşmenin herhangi bir hükmü veya hükümleri geçersiz, yasa dışı veya uygulanamaz olursa, bu hükümler diğer hükümlerin uygulanabilirliğine hâlel getirmeksizin sözleşmenin parçası olarak kabul edilmeyecektir. Bu hükümlerin çıkarılması, sözleşmenin ticari temellerini ciddi ölçüde etkiler veya değiştirirse sözleşme, PwC ile iyi niyet çerçevesinde görüşülerek koşullara göre gerekli veya istenen şekilde tadil edilecektir.

10.11 Müştereken Sorumluluk - Sözleşmeye birden fazla Müşteri'nin taraf olması halinde, bahsi geçen taraflar müştereken ve müteselsilen sorumlu olacaktır.

Sözleşme (7/7)

Anlaşma Genel Şartları	
11. Tanımlar 11.1 Sözleşmede aşağıdaki kelime ve ifadeler yerlerinde yer alan anlama sahip olacaktır: PwC Kuruluşu - dünya çapındaki PricewaterhouseCoopers şirketleri ve kuruluşları ağı içindeki herhangi bir kuruluş ya da ortaklık Hizmetler - hizmet sözleşmesinde belirtilen hizmetler Sözleşme - bu koşullar ve ilgili oldukları hizmet sözleşmesi (varsa çizelgeler dahil) PwC - BJK Plaza, Süleyman Seba Caddesi No: 48 B Blok Kat 10 Akaretler Beşiktaş 34357	11.2 İstanbul-Türkiye adresinde kayıtlı ve PricewaterhouseCoopers üyesi PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş., Müşteri - sözleşmenin tarafı ya da tarafları (PwC hariç). Fikri mülkiyet - patentler, ticari markalar, hizmet markaları, tasarım hakları (tescilli olsun olmasın), yukarıdakilerin herhangi biriyle ilgili başvurularda, telif hakları, know-how, ticaret sırları ve herhangi bir ülkede tescil edilmiş veya edilmemiş tüm diğer benzer mülkiyet hakları. Materyal - yazılı, sözlü, görüntülü, kaydedilmiş her türlü belge
İmza:  Yetkili İsim: Abdullah Tüpen Ünvanı: Zekir Kurul Üyesi Şirket: İnşaat Holding A.Ş. Tarih: 05.04.2019 İmza:  Yetkili İsim: Abdullah Tüpen Ünvanı: Zekir Kurul Üyesi Şirket: İhlas Gayrimenkul Proje Geliştirme ve Tic. A.Ş. Tarih: 05.04.2019	İmza:  Yetkili İsim: Serkan Aslan Ünvanı: Ortak PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. Tarih: 05.04.2019 İmza:  Behir Eren Genel Müdür

Konsolide Mali Tablolar

Konsolide Mali Tablolar

İhlas Gayrimenkul

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Bilançolar

('000 TL)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	21,330	127,724	211,017
Nakit ve Nakit Benzerleri	67	13,676	182
Finansal Yatırımlar	106	106	106
Ticari Alacaklar	13,381	15,000	77,108
Stoklar	547	71,962	93,186
Peşin Ödenmiş Giderler	5,269	24,364	35,676
Diğer Dönen Varlıklar	1,960	2,616	4,758
Duran Varlıklar	37,569	37,043	41,520
Diğer Alacaklar	183	183	195
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	103	95
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	17,517	19,436	21,386
Maddi Duran Varlıklar	1,906	232	145
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16,776	15,293	14,913
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,187	1,797	4,786
Aktif Toplam	58,898	164,767	252,537
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,835	48,249	44,941
Ticari Borçlar	907	47,048	43,244
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,929	1,201	1,696
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,402	3,233	96,880
Ertelenmiş Gelirler	-	-	91,418
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,402	3,233	5,462
Özkaynaklar	54,661	113,285	110,716
Ödenmiş Sermaye	79,543	140,000	140,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	70,141	70,141	70,141
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	28	340	340
Diğer Yedekler	7,857	8,069	8,069
Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	581	440	(178)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,511	1,511	1,511
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	(103,923)	(104,570)	(106,742)
Net Dönem Karı/(Zararı)	(648)	(2,172)	(1,773)
Azınlık Payları	(427)	(473)	(651)
Pasif Toplam	58,898	164,767	252,537

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Gelir Tablosu

('000 TL)	2016	2017	2018
Net Satışlar	3,461	10,898	17,860
Satışların Maliyeti	(3,272)	(9,637)	(15,962)
Brüt Kâr	189	1,261	1,897
Faaliyet Giderleri	(2,649)	(3,077)	(5,438)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderler	-	-	(205)
Genel Yönetim Giderleri	(2,649)	(3,077)	(5,234)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	2,821	664	(2,491)
FAVÖK	361	(1,152)	(6,032)
Amortisman	(128)	(110)	(422)
FVÖK	232	(1,262)	(6,453)
Diğer Gelir ve Giderler	(812)	(1,597)	2,353
Finansal Gelir ve Giderler	-	174	(34)
Vergi Öncesi Kâr	(580)	(2,686)	(4,135)
Dönem Kârı Vergi Karşılığı	(68)	514	2,362
Dönem Net Kârı/(Zararı)	(648)	(2,172)	(1,773)
Brüt Kâr Marjı %	5%	12%	11%
FAVÖK Marjı %	10%		
FVÖK Marjı %	7%		
Net Kâr Marjı %			

Kaynak: Bağımsız Denetimden geçmiş TMS konsolide mali tablolar

Konsolide Mali Tablolar

İhlas İnşaat Holding

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Bilançolar

('000 TL)	01.01.2017*	31.12.2017	31.12.2018
Dönen Varlıklar	1,202,702	1,277,649	862,960
Nakit ve Nakit Benzerleri	13,063	3,096	2,778
Ticari Alacaklar	418,000	386,680	310,263
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	9,235	38,887	102,407
Stoklar	559,342	441,931	266,205
Peşin Ödenmiş Giderler	168,138	364,085	131,158
Diğer Dönen Varlıklar	34,924	42,969	50,148
Duran Varlıklar	22,135	26,784	31,562
Diğer Alacaklar	14	14	536
Mali Duran Varlıklar	5	55	55
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6,445	6,585	6,590
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,871	5,387	3,996
Şerefiye	2,373	2,373	2,373
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9,427	12,371	18,013
Aktif Toplam	1,224,836	1,304,433	894,521
Kısa Vadeli Yükümlülükler	565,601	999,617	571,525
Finansal Borçlar	42	7,297	14,519
Ticari Borçlar	166,652	139,632	142,600
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	500	268	74
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,488	5,417	13,766
Ertelenmiş Gelirler	388,919	847,002	400,567
Uzun Vadeli Yükümlülükler	428,173	58,669	55,075
Finansal Borçlar	-	43,514	43,358
Ertelenmiş Gelirler	422,863	6,108	4,480
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,310	9,047	7,238
Özkaynaklar	231,063	246,147	267,920
Ödenmiş Sermaye	70,000	70,000	70,000
Sermaye Yedekleri	4,560	4,560	4,560
Kâr Yedekleri	0	5,251	5,329
Aktüeryal Kazanç / (Kayıp)	-	(83)	437
Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	149,192	143,942	158,515
Dönem Net Kârı / (Zararı)	-	14,652	20,042
Azınlık Payları	7,310	7,826	9,038
Pasif Toplam	1,224,836	1,304,433	894,521

Kaynak: Bağımsız Denetimden geçmiş TMS konsolide mali tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide TMS Gelir Tablosu

('000 TL)	2017	2018
Net Satışlar	218.287	585.700
Satışların Maliyeti	(151.728)	(492.347)
Brüt Kâr	66.559	93.353
Faaliyet Giderleri	(40.171)	(35.055)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(27.223)	(18.875)
Genel Yönetim Giderleri	(12.947)	(16.180)
Diğer Operasyonel Gelir/Gider	1.127	(3.828)
FAVÖK	27.515	54.471
Amortisman	(915)	(1.090)
FVÖK	26.601	53.381
Diğer Gelir ve Giderler	223	(116)
Finansal Gelir ve Giderler	(6.470)	(29.879)
Vergi Öncesi Kâr	20.354	23.385
Dönem Kârı Vergi Karşılığı	(5.179)	(2.158)
Azınlık Payları Öncesi Dönem Net Kârı/(Zararı)	15.175	21.227
Azınlık Payları	(523)	(1.185)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	14.652	20.042
Brüt Kâr Marjı %	30%	16%
FAVÖK Marjı %	13%	9%
FVÖK Marjı %	12%	9%

* 01.01.2017 tarihli İhlas İnşaat Holding'e ait mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir

Bilgi Kaynakları (1/2)

Yapılan değerleme çalışması, İhlas yönetimi tarafından sağlanan bilgiler ve diğer sektörel ve finansal kaynaklara dayandırılmıştır. Sonuçlar, bu kaynaklardaki bilgilerin doğruluğuna bağlıdır.

A. Başlıca Bilgi Kaynakları

• Birleşmeye Konu Olan Şirketler için;

1. İhlas Gayrimenkul için; 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla geçerli TMS ile uyumlu konsolide mali tabloları ve dipnotları içeren denetim raporu
2. İhlas Gayrimenkul için; 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla TMS ile uyumlu bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tabloların konsolidasyon detaylarını içeren çalışma sayfası
3. İhlas Gayrimenkul için; 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla VUK ile uyumlu solo mali tablolar ve detay mizanlar
4. İhlas Gayrimenkul için; 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla TMS ile uyumlu ve bağımsız denetimden geçmiş, ve düzeltmeleri içeren solo mali tablolar,
5. İhlas İnşaat Holding için; 01.01.2017*, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla geçerli TMS ile uyumlu konsolide mali tabloları ve dipnotları içeren denetim raporu ve konsolidasyon detaylarını içeren çalışma sayfası
6. İhlas İnşaat Holding için; 01.01.2017*, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla TMS ile uyumlu bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tabloların konsolidasyon detaylarını içeren çalışma sayfası

• İnşaat Grubu Şirketleri için;

1. 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla VUK ile uyumlu solo mali tablolar ve detay mizanlar
2. 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla TMS ile uyumlu ve bağımsız denetimden geçmiş, ve düzeltmeleri içeren solo mali tablolar,
3. 31.12.2018 itibarıyla VUK ile uyumlu, amortisman hesaplamalarını içeren sabit kıymet tabloları
4. 31.12.2018 tarihi itibarıyla geçerli, proje bazında gerçekleşmiş ve tahmini satış ve maliyet tutarlarını içeren proje künyeleri,

• Turizm Grubu Şirketleri için;

1. 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla VUK ile uyumlu solo mali tablolar ve detay mizanlar
2. 31.12.2016, 31.12.2017 ve 31.12.2018 tarihleri itibarıyla TMS ile uyumlu ve bağımsız denetimden geçmiş, ve düzeltmeleri içeren solo mali tablolar,
3. 2019-2023 yılları arasını ve uzun dönem projeksiyonlarını içeren iş planı
4. Armutlu için; 2016, 2017 ve 2018 yıllarını kapsayan devremülk konut bilgileri, ziyaretçi sayıları ve devremülk kiralama verileri
5. Kuzuluk için; 2016, 2017 ve 2018 yıllarını kapsayan devremülk konut bilgileri, devremülk geceleme sayısı, otel doluluk oranları, otel konaklama ve pansiyon gelirleri

* 01.01.2017 tarihli İhlas İnşaat Holding'e ait mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir

Bilgi Kaynakları (2/2)

B. Görüşülen Kişiler

- Abdullah Tuğcu, İhlas Gayrimenkul
- Sezgin Selci, İhlas İnşaat Holding
- Enes Alma, İhlas Gayrimenkul
- Fuat İlkyaz, Armutlu
- Osman Gözen, Kuzuluk

C. Finansal ve Sektörel Bilgi Kaynakları

- Bloomberg
- Capital IQ
- IMF
- KAP

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)

İnşaat Grubu

Parametre	2019	2020	2021	2022	2023	Hesaplama	Açıklama
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%21,0	%17,5	%16,2	%15,3	%15,3	a	Risksiz faiz oranı uzun dönem enflasyon beklentileri ve reel faiz getirileri göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir.
Varlık Betası	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	b	Karşılaştırılabilir şirket analizi dikkate alınarak hesaplanmıştır (Miller - Modigliani formülü baz alınarak sermaye betaları borçtan arındırılmış ve varlık betalarına dönüştürülmüştür: Varlık Betası = Sermaye Betası / (1+ Borç/ Sermaye*(1-Vergi Oranı))
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	c	Karşılaştırılabilir şirket analizi ve Şirket'in mevcut borç seviyesi dikkate alınarak tahmin edilmiştir.
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye Betası	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	$e=b*(1+c*(1-h))$	Sermaye Betası: Varlık Betası*(1+B/S*(1-Vergi Oranı))
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	f	PwC analizlerine dayanarak PRP %6,5 olarak tahmin edilmiştir (Hisse senedi piyasası ortalama kazancı ile ortalama risksiz tahvil getirisi arasındaki geçmiş verilere dayanan fark).
Sermaye Maliyeti	%27,5	%24,0	%22,7	%21,8	%21,8	$g=a+e*f$	Sermaye Maliyeti = (RFO) + Beta x (PRP)
Vergi Oranı	%22,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	h	2019 ve 2020 yılları için %22 diğer dönemlerde ise %20 olarak dikkate alınmıştır.
Borç Maliyeti	%16,4	%13,7	%13,0	%12,2	%12,2	$j=a*(1-h)$	Borç Maliyeti = (RFO)*(1-Vergi Oranı)
Vergi Sonrası AOSM	27,5%	24,0%	22,7%	21,8%	21,8%	$k=j*d+g*(1-d)$	AOSM =[(Sermaye maliyeti * (1-Borç/(Borç + Sermaye)))] + [Borç maliyeti *(Borç/(Borç + Sermaye))]

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) Turizm Grubu

Parametre	2019	2020	2021	2022	2023	DED	Hesaplama	Açıklama
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%21,0	%17,5	%16,2	%15,3	%15,3	%12,2	a	Risksiz faiz oranı uzun dönem enflasyon beklentileri ve reel faiz getirileri göz önünde bulundurularak tahmin edilmektedir.
Varlık Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	b	Karşılaştırılabilir şirket analizi dikkate alınarak hesaplanmıştır (Miller - Modigliani formülü baz alınarak sermaye betaları borçtan arındırılmış ve varlık betalarına dönüştürülmüştür: Varlık Betası = Sermaye Betası / (1+ Borç/ Sermaye*(1-Vergi Oranı))
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	c	Karşılaştırılabilir şirket analizi ve Şirket'in mevcut borç seviyesi dikkate alınarak tahmin edilmiştir.
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye Betası	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	$e=b*(1+c*(1-j))$	Sermaye Betası: Varlık Betası*(1+B/S*(1-Vergi Oranı))
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	f	PwC analizlerine dayanarak PRP %6,5 olarak tahmin edilmiştir (Hisse senedi piyasası ortalama kazancı ile ortalama risksiz tahvil getirisi arasındaki geçmiş verilere dayanan fark).
İş Risk Primi (İRP)	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	g	İş Risk Primi, iş planında görülen kârlılık seviyeleri ile geçmişte gerçekleşen kârlılık seviyeleri göz önünde bulundurularak %2 olarak tahmin edilmektedir.
Sermaye Maliyeti	%28,5	%25,0	%23,7	%22,7	%22,7	%19,6	h=a+e*f+g	Sermaye Maliyeti = (RFO) + (Beta x (PRP)) + (İRP)
Vergi Oranı	%22,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	j	2019 ve 2020 yılları için %22 diğer dönemlerde ise %20 olarak dikkate alınmıştır.
Borç Maliyeti	%16,4	%13,7	%13,0	%12,2	%12,2	%9,8	k=a*(1-j)	Borç Maliyeti = (RFO + Borç Primi)*(1-Vergi Oranı)
Vergi Sonrası AOSM	28,5%	25,0%	23,7%	22,7%	22,7%	19,6%	l=k*d+h*(1-d)	AOSM =[(Sermaye maliyeti * (1-Borç/(Borç + Sermaye)))] + [Borç maliyeti *(Borç/(Borç + Sermaye))]

Beta Analizi

İnşaat Grubu

Şirket Adı	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m TL)	Varlık Betası	Borç/Sermaye Oranı (5 yıl ort.)	Vergi Oranı
Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,87	584	0,73	18%	0%
Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,89	81	0,89	0%	0%
Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,73	588	0,38	91%	0%
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,84	448	0,72	17%	0%
Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,06	69	0,66	60%	0%
Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,85	297	0,21	304%	0%
Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,74	610	0,74	0%	0%
Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,74	478	0,74	0%	0%
Ata Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,67	95	0,49	37%	0%
Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,81	229	0,75	9%	0%
Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,15	63	1,08	7%	0%
Deniz Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,91	150	0,79	15%	0%
Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,86	701	0,62	39%	0%
İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,91	16	0,90	2%	0%
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,87	1.035	0,48	81%	0%
Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,04	70	0,26	303%	0%
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,71	365	0,71	0%	0%
PERA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,98	69	0,54	83%	0%
Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,88	244	0,37	134%	0%
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,97	1.508	0,36	172%	0%
TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,62	246	0,21	195%	0%
Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,62	1.282	0,62	0%	0%
Akış Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,76	910	0,30	151%	0%
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,05	217	0,33	216%	0%
Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,87	168	0,17	404%	0%
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,74	528	0,34	116%	0%
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,00	170	0,20	403%	0%
Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,87	287	0,17	428%	0%
Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,90	63	0,14	551%	0%
Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,20	205	1,08	11%	0%
Peker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,99	589	0,79	25%	0%
Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,53	38	0,30	78%	0%
Seçilen GYO'lar Ortalaması	0,90	354	0,70	37%	
Tüm GYO'lar Ortalaması	0,86	388	0,53	123%	
İhlas Gayrimenkul	1,03	147	1,03	0%	22%

İnşaat grubu altında faaliyet gösteren şirketlerin beta analizinde, karşılaştırılabilir şirket olarak gayrimenkul projelerini içerdikleri için gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) dikkate alınmıştır.

Türkiye’de halihazırda faaliyet gösteren 33 halka açık GYO’nun verileri incelendikten sonra; GYO’lar arasından aşağıdaki kriterlere en uygun olanları çalışmada dikkate alınmıştır:

1. Hasılatlarının önemli bir kısmının konut satışlarından; tamamlanmış ve devam eden projelerinin genellikle konut projelerinden oluşuyor olması,
2. Beta analizini saptıracak şekilde, çok yüksek borçluluk seviyesine sahip olmaması,
3. 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla geçmişe dönük hatfalık beta gözlem sayısının 60’ın altında olmaması.

33 GYO arasından yukarıdaki kriterlere uygun olarak geriye kalan 5 şirketin ortalama varlık betasının **0,70**, sermaye betasının ise **0,90** olduğu gözlemlenmektedir.

Halka açık olan İhlas Gayrimenkul için yapılan beta analizinde ise, sermaye ve varlık betası (borçluluğu bulunmaması sebebiyle) **1,03**’tür.

Seçilen GYO’lar ve İhlas Gayrimenkul’den elde edilen sermaye betaları dikkate alındığında; İnşaat Grubu şirketlerinin GYO’lardaki gibi kurumlar vergisi avantajının bulunmaması ve portföylerinin aynı şekilde çeşitlilik göstermemesi nedeniyle sermaye betalarının GYO’lara göre bir miktar daha yüksek olması gerektiği düşünülmüştür.

Dolayısıyla İnşaat Grubu şirketlerinin değerlemesinde sermaye betası **1,00** olarak dikkate alınmıştır.

Portföyü uygun bulunmayanlar

Yüksek seviyede borçlular (piyasa değerine göre)

Yeterli gözlem sağlayamayanlar

Kaynak: PwC Analizi, CapitalIQ, şirketlerin websiteleri

Beta Analizi

Turizm Grubu

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m TL)	Varlık Betası	Borç/Sermaye Oranı (5 yıl ort.)	Vergi Oranı
Marriott International, Inc.	ABD	1,17	196.090	1,00	22%	21%
Hilton Worldwide Holdings Inc.	ABD	1,14	112.750	0,91	32%	21%
Accor SA	Fransa	0,96	64.777	0,80	31%	33%
InterContinental Hotels Group PLC	İngiltere	1,17	54.198	1,02	19%	19%
Shangri-La Asia Limited	Hong Kong	1,03	28.121	0,53	112%	17%
Wyndham Destinations, Inc.	ABD	1,27	18.494	0,79	75%	21%
Hyatt Hotels Corporation	ABD	1,11	38.463	0,97	19%	21%
NH Hotel Group, S.A.	İspanya	0,92	9.629	0,68	48%	25%
Ortalama		1,10		0,84	45%	

Turizm grubu şirketleri için yapılan beta analizinde kullanılmak üzere, Türkiye veya yurtdışında yerleşik devremülk veya kaplıca operasyonları yürüten ve Armutlu ve Kuzuluk'la eşdeğer büyüklükte olan karşılaştırılabilir şirket bulunamamıştır.

Bu sebeple, turizm sektöründe faaliyet gösteren ve Armutlu ve Kuzuluk'un mevcut özsermaye maliyetini yansıttığı düşünülen halka açık şirketler dikkate alınmıştır.

Buna göre, Armutlu ve Kuzuluk değerlendirme çalışmasında varlık betası **0,84** olarak belirlenmiştir.

Kısaltmalar (1/2)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
%	Yüzde	GY	Gelir Yaklaşımı
('ooo)	Bin	IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
A.Ş.	Anonim Şirketi	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	İrfan YMM	İrfan Bağımsız Denetimve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.
BE	Bizim Evler	KAP	Kamu Aydınlatma Platformu
BİST	Borsa İstanbul	KDV	Katma Değer Vergisi
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi	KGK	Kamu Gözetim Kurumu
BY	Borsa Yaklaşımı	m	Milyon
DED	Devam Eden Değer	m²	Metrekare
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar	ME	Marmara Evleri
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
Gel.	Geliştirme	NAD	Net Aktif Değer

Kısaltmalar (2/2)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
NİS	Net İşletme Sermayesi	TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
Ort. Grş.	Ortak Girişim	UVBO	Uzun Vadeli Büyüme Oranı
Pr.	Proje	vb	ve benzeri
PRP	Piyasa Risk Primi	VUK	Vergi Usul Kanunu
PwC	PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.	Δ	Değişim
RFO	Risksiz Faiz Oranı		
ŞD	Şirket Değeri		
SPK	Sermaye Piyasa Kurulu		
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası		
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları		
Tic.	Ticaret		
TL	Türk Lirası		

