



cutting through complexity™

Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş

Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye Kurumsal Finansman

16 Mart 2015



Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri Tic. A.Ş. ("Yeşil İnşaat", "Müşteri" veya "Şirket") tarafından Şirket'in iştirakleri ve devam eden projelerini de göz önünde bulundurarak 31 Aralık 2014 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerleme raporu ("Rapor") Yeşil İnşaat Yönetiminin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Yeşil İnşaat ve iştiraklerine ait geçmiş dönem finansal tablolar esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş döneme ait mali tablolar ve finansal veriler üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz. Çalışmada yer alan projeksiyonlar ve varsayımlar Şirket Yönetimi'nce kontrol edilmiş ve onaylanmıştır.

Rapor'da sunulan geçmiş döneme ait finansal veriler, tarafımıza Şirket Yönetimi tarafından temin edilmiş olup bu verilerin ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geçmiş dönem finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşmiş olma sorumluluğu sadece Şirket'e aittir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Değerleme raporumuz Şirket'in değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Yeşil İnşaat ve düzenleyici otoriteler (Sermaye Piyasası Kurulu) kullanımı ile sınırlıdır. Yukarıda yazılanlar dışında, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor'un muhatabı Yeşil İnşaat olarak kalacaktır.

Bulgularımızın, Yeşil İnşaat için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

İstanbul, 16 Mart 2015

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	Ortadoğu Enerji	Ortadoğu Enerji
A.Ş	Anonim Şirketi	ÖD	Defter Değeri
BANİS	Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi	PD	Piyasa Değeri
BIST	Borsa İstanbul A.Ş.	SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Dolar	ABD Doları	ŞD	Şirket Değeri
EPDK	Enerji Piyasaları Denetleme Kurulu	Şirket	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kazanç	TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
FED	ABD Merkez Bankası	TL/TRY	Türk Lirası
FÖK	Faiz Öncesi Kazanç	USD	ABD Doları
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	VAFÖK	Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kazanç
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı	VFÖK	Vergi ve Faiz Öncesi Kazanç
KDV	Katma Değer Vergisi	YEK	Yenilenebilir Enerji Kanunu
KWh	Kilo Watt Saat(Enerji Birimi)	Yeşil Yapı	Yeşil Yapı Endüstrisi A.Ş.
M2	Metrekare	Yeşil İnşaat	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
MWh	Mega Watt Saat (Enerji Birimi)	Yeşil GYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
NAD	Net Aktif Değeri	Zincir Yapı	Zincir Yapı Proje Geliştirme A.Ş.

Projeden sorumlu KPMG
tarafındaki ilgili kişilerin iletişim
bilgileri:

Hande Şenova
Kurumsal Finansman
Ortak, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 90 00
Fax: + 90 216 681 90 90
hsenova@kpmg.com

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Hazırlanış temeli

- KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”), Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş. (“Yeşil İnşaat”, “Müşteri” veya “Şirket”) tarafından Şirket’in iştirakleri ve devam eden projelerini de göz önünde bulundurarak, 31 Aralık 2014 itibarıyla değer aralığının belirlenmesinde görevlendirilmiştir.
- Bu değerlendirme raporu Yeşil İnşaat Yönetimi’nin KPMG’ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.
- Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.
- Çalışmada yer alan projeksiyonlar ve varsayımlar Şirket Yönetimi’nce kontrol edilmiş ve onaylanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan mali tahminlerin, Şirket Yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır.
- Analizler sonucunda hesaplanan özkaynak değerleri, değerlemeye konu Şirketler’e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü partilerin ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri özkaynak değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.

Sözleşme şartları

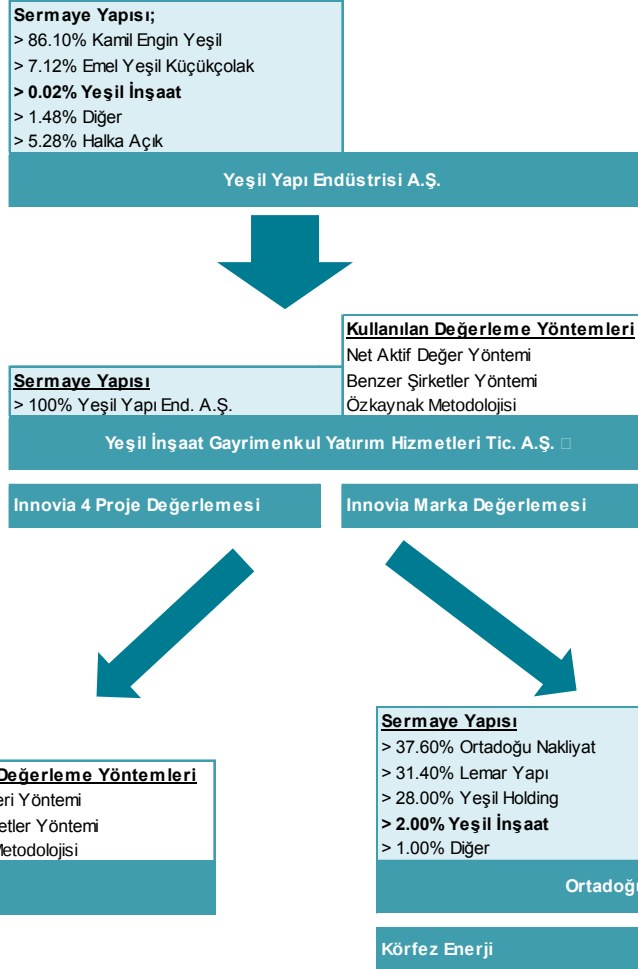
- Bu rapor, KPMG ile Yeşil İnşaat arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 29 Aralık 2014 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG’nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.
- Bulgularımızın, Şirket’e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.
- Değerleme raporumuz Hedef Şirket’in operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Yeşil İnşaat ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu) kullanımı ile sınırlıdır. Yukarıda yazılanlar dışında bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu Rapor’un muhatabı Yeşil İnşaat olarak kalacaktır.

Yeşil Şirketler Topluluğu başlıca enerji, inşaat ve gayrimenkul alanlarında faaliyet göstermektedir.

İnşaat sektöründe 1992'de faaliyete başlayan Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş. Yeşil Plaza'nın yanı sıra Türkiye'nin özel sektörde gerçekleştirilen en büyük projelerinden biri olan Innovia'nın da yaratıcısıdır.

Yeşil İnşaat'ın fiili faaliyet konusu müteahhitlik hizmeti olup inşaat ve taahhüt işi yapmaktadır.

Yeşil İnşaat ayrıca iştiraki olan Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin (Yeşil GYO) taahhüt işlerini yapmaktadır.



Faaliyet konusu arsa ve araziler üzerinde kat karşılığı ve özel yap sat türü konut, işyeri, ticarethane, iş merkezi inşaatları yapmak, satmak, kiralamak, kiraya vermek olan Zincir Yapı Proje Geliştirme A.Ş. Değerleme Tarihi itibari ile Yeşil GYO'ya devredildiği için Yeşil İnşaat değerleme çalışmasında yer almamaktadır.

Yeşil İnşaat Innovia Markası'nın sahibidir ve marka kullanım sözleşmeleri ile Yeşil GYO A.Ş (Yeşil GYO) ve Yeşil Global İnşaat Turizm Otelcilik A.Ş.(Yeşil Global)'e Innovia Markası'nın kullanım izninin verildiği Şirket yönetimince beyan edilmiştir.

Yeşil Şirketler Topluluğu şirketleri, ve iştirakleri yukarıda yer alan tabloda ortaklık yapıları ve değerleme çalışmalarında kullanılan yöntemler ile birlikte verilmiştir.

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri			
	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Toplam Varlıklar	372,298	82,022	454,320
Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	320,864	-	320,864
Yeşil İnşaat A.Ş. - Net Aktif Değeri	51,435	82,022	133,457

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - ŞD/Satışlar		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	0.7x	0.8x
Yeşil İnşaat Satışlar (31.12.2014)	142,432	
Yeşil İnşaat Şirket Değeri	92,977	118,088
Net Borç	(2,515)	(2,515)
Yeşil İnşaat Özsermaye Değeri	90,462	115,573

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - F/DD		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	1.3x	1.6x
Yeşil İnşaat Defter Değeri (31.12.2014)	51,435	
Yeşil Yapı Özsermaye Değeri	65,100	84,856

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat - Özkaynak (Solo)	
('000 TL)	31/12/2014
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	10,000
Paylara İlişkin Primler	97
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	748
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(47,377)
Net Dönem Karı/Zararı	87,967
51,435	

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat'ın Özkaynak Değeri'nin tespitinde, Yeşil İnşaat'ın 31 Aralık 2014 Değerleme Tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetimden geçmiş solo finansal tablolar esas alınmıştır.

Yeşil İnşaat'ın, 31 Aralık 2014 tarihli bağımsız denetimden geçmiş UFRS ile uyumlu bilançosunda yer alan Özkaynak Değeri **51.4 milyon TL'dir**.

Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin Şirket Değeri ("ŞD") /Satışlar, ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK ve Fiyat ("F") / Defter Değeri ("DD") çarpanları incelenmiştir. Yeşil İnşaat'ın Değerleme Tarihi itibarıyla VAFÖK ve VFÖK değerleri negatif olduğu için ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK çarpanları kullanılamamıştır. Yeşil İnşaat'ın, Şirket Değeri/Satışlar çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **91-116 milyon TL**, F/DD çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **65-85 milyon TL** aralığındadır.

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablosu bulunmadığı için Piyasa Çarpanlar ve Özkaynak metotlarında solo finansal tablolar kullanılmıştır.

Net Aktif Değeri metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, **133.5 milyon TL'dir**.

Yeşil İnşaat'ın özsermaye değerinin hesaplanmasında Net Aktif Değer Yöntemi, Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Özkaynak Yöntemi'ne yer verilmiş ve Yeşil İnşaat'ın faaliyetleri ve şirket yapısını göz önüne alınarak en doğru yöntemin Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji olduğuna tarafımızca karar verilmiştir.

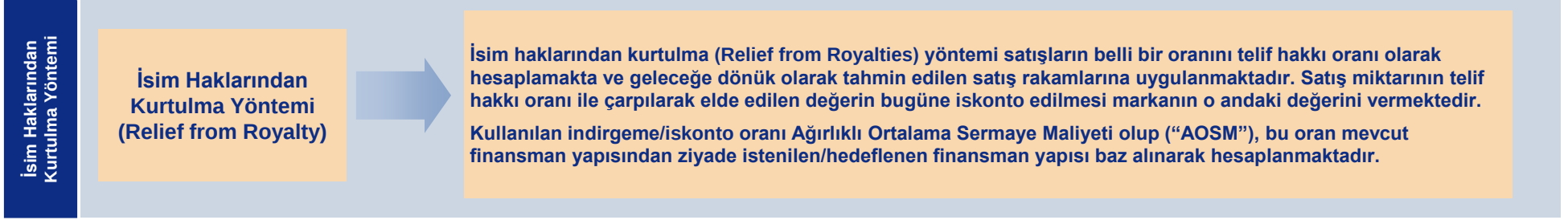
- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

KPMG Kurumsal Finansman tarafından Yeşil İnşaat özsermaye değer aralığının belirlenmesi için Piyasa Çarpanları, Özkaynak Değeri ve Net Aktif Değeri ("NAD") metodolojileri dikkate alınmıştır. Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji uygulanması aşamasında mevcut projelerin ve Yeşil İnşaat iştiraklerinin değerlendirilmesinde ayrıca indirgenmiş Nakit akımı ("İNA"), Piyasa Çarpanları ve Piyasa Değeri metodolojilerine de yer verilmiştir.

Değerleme Metodu	İndirgenmiş nakit akımı metodolojisi	İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir, böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir. Kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("AOSM"), bu oran mevcut finanse etme yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir.
	Piyasa çarpanları metodolojisi	Kazanç temel alınan bir yaklaşım, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir düzeyde bir kazanç ("sürdürülebilir kazanç") öngörür ve bu kazançlara uygun benzer şirketlerin çarpanlarını uygulayarak işletmeye biçilen değere ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç faktörleri Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar ("VAFÖK") ve Vergi Faiz Öncesi Kar ("VFÖK")'dır. Birebir benzer şirket bulunarak karşılaştırma yapılması ve istisnai durumların elimine edilmesi gerekir.
	Özkaynak metodolojisi	Özkaynak metodolojisinde toplam değer, değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış mali tablolarında belirtilen defter değeri yani özkaynak tutarıdır. Özsermaye değeri yalnızca değerlendirme tarihi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir ve pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır. Borova'nın o an itibarıyla kayıtlı defter değerini yansıtır.
	Piyasa değeri metodolojisi	Hisselerin toplam piyasa değeri, halka açık bir şirketin hisse birim fiyatının tedavüldeki hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Hisse senedi birim fiyatı sürekli değiştiğinden ve şirketlerin tedavüldeki hisse senedi adedi de birbirinden çok farklı olduğundan hisselerin toplam piyasa değeri, karşılaştırma yapılması açısından birim hisse fiyatından daha anlamlıdır.
	Net aktif değer metodolojisi	Net aktif değer metodunda ("NAD") varlıkların defter değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır. Başka bir deyişle, bütün varlıkların satılıp borçların tümü ödendikten sonra elde kalan tutarın hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Net aktif değer belirlenebilmesi için bilanço kalemlerinde bazı düzeltmeler yapılır, burada amaç şirketin değerini belirlemektir. Net Aktif Değer metoduna göre bilançoda hiç gösterilmeyen yada rayiç piyasa değerinden yansıtılmadığı düşünülen varlıkların yeniden değerlemek suretiyle bilanço değerleri güncellenerek gösterilmiştir.

İsim haklarından kurtulma yöntemi (Relief from Royalties)

- Net Aktif Değeri yöntemi içerisinde, Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markasının değerlemesi için İsim Haklarından Kurtulma Yöntemi (Relief from Royalties) kullanılmıştır.
- İsim Haklarından Kurtulma (Relief from Royalties) metodu en çok kullanılan marka değerlendirme metodları arasında yer almaktadır.
- Bu metotla değerlendirme yapılırken, markaya sahip olunmayıp, markanın kullanımı karşılığında bir telif hakkı (royalty) bedeli ödendiği varsayılmaktadır. Bu konuda uygulanacak telif hakkı oranını (Royalty Rate) belirlemek için farklı yöntemler söz konusudur.



- Yeşil İnşaat Yönetimi Yeşil Global ve Yeşil GYO ile Innovia markasının kullanımı ile ilgili sözleşme imzaladığını tarafımıza belirtmiştir. Bu sözleşmeler gereği Innovia markası ile ilgili gelecekte potansiyel gelirlerin oluşacağı Yeşil İnşaat tarafından beyan edilmektedir. Sözleşmede kesin rakam veya oran belirtilmemiş olsa da Yeşil İnşaat Yönetimi %3'lük bir telif hakkı oranının kabul edildiğini belirtmiştir.
- Bu doğrultuda Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markasının bir marka algısı yaratabildiği ve bir değer taşıdığı yargısı ile maddi olmayan duran varlıklar kapsamında marka değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir.
- Marka değerlemesi Innovia markası ile yürütülen tüm mevcut projelerin gelir projeksiyonları göz önüne alınarak ve Innovia markası için piyasada uygulanabilecek makul bir telif hakkı oranı kabulüne göre gerçekleştirilmiştir.
- Marka değerlendirme çalışmasında Yeşil İnşaat, Yeşil Global ve Yeşil GYO'nun Innovia markası ile devam eden tüm projeleri göz önüne alınmıştır. Uygulanan telif hakkı oranının belirlenmesinde Yeşil İnşaat'ın ilişkili taraflar ile imzaladığı marka kullanım hakkı sözleşmesinin ötesinde sektörde uygulanabilecek makul oranlar göz önüne alınmıştır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri			
	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	946	-	946
Finansal Yatırımlar	16,860	1,714	18,575
Ticari Alacaklar	26,257	-	26,257
Diğer Alacaklar	93,772	-	93,772
Stoklar	47,598	-	47,598
Peşin Ödenmiş Giderler	602	-	602
Diğer Dönen Varlıklar	34,641	-	34,641
Toplam Dönen Varlıklar	220,676	1,714	222,390
Duran Varlıklar			
Ticari Alacaklar	5,745	-	5,745
Diğer Alacaklar	199	-	199
Finansal Yatırımlar	90,275	2,088	92,802
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	32,485	-	32,485
Devam Etmekte Olan Projeler	-	37,185	37,185
Innovia Marka	-	1 40,595	40,595
Maddi Duran Varlıklar	7,534	-	7,534
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	124	-	124
Peşin Ödenmiş Giderler	3,014	-	3,014
Ertelenmiş Vergi Varlığı	8,169	-	8,169
Diğer Duran Varlıklar	4,077	-	4,077
Toplam Duran Varlıklar	151,622	79,869	231,930
Toplam Varlıklar	372,298	81,584	454,320

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizi

Net Aktif Değer metoduna göre bilançoda hiç gösterilmeyen yada rayiç piyasa değerinden yansıtılmadığı düşünülen varlıkların yeniden değerlemek suretiyle bilanço değerleri güncellenerek gösterilmiştir.

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri			
	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Toplam Varlıklar	372,298	82,022	454,320
Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	320,864	-	320,864
Yeşil İnşaat A.Ş. - Net Aktif Değeri	51,435	82,022	133,457

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat'ın 31.12.2014 tarihli bağımsız denetim raporuna göre toplam varlıklar 372.3 milyon TL'dir. Net Aktif Değeri ("NAD") metodu çerçevesinde Yeşil İnşaat'ın toplam aktiflerinin değeri tarafımızca 454.3 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Yeşil İnşaat'ın 31 Aralık 2014 tarihi itibarı ile toplam yükümlülükleri 320.9 milyon TL'dir.

Net Aktif Değeri (NAD) metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri yukarıdaki tabloda sunulduğu gibi, **133.5 milyon TL**'dir.

NAD yöntemi kapsamında değerlemeye konu olan finansal yatırımlar, yatırım amaçlı gayrimenkuller ve devam etmekte olan projelerin detayı bir sonraki sayfada belirtilmektedir.

1 Yeşil İnşaat'ın sahibi olduğu Innovia markasının değeri 40.6 milyon TL olarak hesaplanmıştır ve detayları sayfa 21'de yer almaktadır.

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde yukarıda bahsedilen bilanço kalemleri dışında 31.12.2014 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetimden geçmiş UFRS ile uyumlu bilançosunda yer alan diğer varlık ve yükümlülüklerin defter değerlerinin piyasa rayiç değerlerini yansıttığı varsayımı ile NAD çalışmamızda ayrıca değerlemeye konu edilmemiştir.

Yeşil İnşaat - Finansal Yatırımlar - KV

	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Yeşil GYO	16,463	1,853	18,317
Yeşil Yapı	72	(25)	47
Adana Çimento	325	(114)	211
Finansal Yatırımlar	16,860	1 1,714	18,575

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - Finansal Yatırımlar - UV

	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Müşterek Yönetime Tabi Teş. Sermaye Taahhütleri	(134)	-	(134)
Yeşil GYO	3,892	438	4,331
Ortadoğu Enerji	4,929	2,088	7,018
Yeşil Global	39,266	-	39,266
Televersal Bilgi Teknolojileri	3,322	-	3,322
Renco	39,000	-	39,000
Finansal Yatırımlar	90,275	2 2,527	92,802

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Sarıyer / Uskumru Mevkii	5,279	-	5,279
Çorlu / Velimeşe Mevkii	3,860	-	3,860
Çorlu/Marmaracık Mevkii	1,760	-	1,760
Edirne	3,540	-	3,540
Binalar	18,046	-	18,046
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	32,485	3 -	32,485

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - Devam Etmekte Olan Projeler

	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Innovia 4	-	37,185	37,185
Devam Etmekte Olan Projeler	-	4 37,185	37,185

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

- 1 Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar kalemi içerisinde yer alan Yeşil GYO A.Ş. tarafımızca hesaplanan Özsermaye Değeri doğrultusunda düzeltilmiştir ve detayları sayfa 27'de verilmektedir. Yeşil Yapı değerinde 31.12.2014 tarihli defter değeri doğrultusunda, Adana Çimento'da 31.12.2014 tarihli piyasa değeri doğrultusunda düzeltme yapılmıştır.
- 2 Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar hesaplanan Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri doğrultusunda düzeltilmiştir ve detayları sayfa 46'da gösterilmiştir. Yeşil GYO'ya ilişkin düzeltme sayfa 27'de açıklanmıştır.
- 3 Yatırım amaçlı gayrimenkuller 31.12.2014 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda piyasa değerinden tutulmaktadır ve düzeltmeye ihtiyaç duyulmamıştır.
- 4 Devam etmekte olan projeler kapsamında Innovia 4. Etap Projesi'nin (Innovia 4) değerlendirme detayları sayfa 19'da yer almaktadır.

Yeşil İnşaat Değerleme Analizi

Piyasa Çarpanları - Benzer Şirketler Yöntemi

Yeşil İnşaat - Benzer Şirketler Analizi						
('000 TL)	Şirket Değeri	Fiyat / Defter Değeri		ŞD/Satışlar		
		2013	2014	2012	2013	2014
CD Deutsche Eigenheim AG	40,568	1.3x	0.6x	0.6x	NM	NA
Heijmans NV	772,753	1.9x	1.6x	0.1x	0.1x	0.1x
Moury Construction SA	32,180	2.6x	3.3x	0.2x	0.1x	NA
NCC AB	10,737,993	0.9x	0.9x	0.7x	0.6x	0.6x
Skanska AB (publ)	21,078,014	0.8x	1.0x	0.6x	0.5x	0.5x
SRV Group Plc	1,009,155	1.9x	1.3x	0.7x	0.5x	0.5x
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	16,045,865	1.6x	1.5x	1.6x	1.3x	1.2x
Compagnie d' Entreprises CFE SA	7,594,658	2.1x	4.9x	1.7x	1.1x	0.7x
Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises SA	117,262	2.4x	2.1x	0.3x	0.2x	NA
Morgan Sindall Group plc	872,004	4.4x	3.7x	0.1x	0.1x	0.1x
MSX Resources SA	190,903	0.6x	0.9x	NM	NM	NA
P.A. Nova Spółka Akcyjna	195,613	0.2x	0.1x	2.0x	1.6x	NA
Polnord Spółka Akcyjna	367,410	0.1x	0.1x	2.2x	2.1x	NA
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	127,117	1.7x	1.8x	2.1x	2.2x	NA
UNIBEP SA	183,253	1.1x	1.0x	0.4x	0.3x	0.2x
Ortalama		1.6x	1.6x	1.0x	0.8x	0.5x
Medyan		1.6x	1.3x	0.7x	0.5x	0.5x
Maksimum		4.4x	4.9x	2.2x	2.2x	1.2x
Minimum		0.1x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin Şirket Değeri ("ŞD") /Satışlar, ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK ve Fiyat ("F") / Defter Değeri ("DD") çarpanları incelenmiştir. Yeşil İnşaat'ın Değerleme Tarihi itibariyle VAFÖK ve VFÖK değerleri negatif olduğu için ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK çarpanları kullanılamamıştır.

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - ŞD/Satışlar		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	0.7x	0.8x
Yeşil İnşaat Satışlar (31.12.2014)	142,432	
Yeşil İnşaat Şirket Değeri	92,977	118,088
Net Borç	(2,515)	(2,515)
Yeşil İnşaat Özsermaye Değeri	90,462	115,573

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - F/DD		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	1.3x	1.6x
Yeşil İnşaat Defter Değeri (31.12.2014)	51,435	
Yeşil Yapı Özsermaye Değeri	65,100	84,856

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat değerleme çalışmasında, piyasa çarpanları değerlendirme yöntemi kullanabilmek adına, Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BIST") ve yurtdışı borsalarda faaliyet gösteren ve faaliyetleri açısından Yeşil İnşaat'a benzerlik gösteren firmalara ait çarpanlar göz önünde bulundurulmuştur.

Yeşil İnşaat'ın, Şirket Değeri/Satışlar çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **91-116 milyon TL**, F/DD çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **65-85 milyon TL** aralığındadır.

Yeşil İnşaat - Özkaynak (Solo)

('000 TL)	31/12/2014
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	10,000
Paylara İlişkin Primler	97
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	748
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(47,377)
Olağanüstü Yedekler	131
Diğer Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(47,507)
Net Dönem Karı/Zararı	87,967
	51,435

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat'ın özkaynaklarının tespitinde, Yeşil İnşaat'ın 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla hazırlanmış olan bağımsız denetimden geçmiş solo UFRS finansal tablolar esas alınmıştır.

Yeşil İnşaat'ın, 31 Aralık 2014 tarihine ait bilançosunda yer alan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi **51.4 milyon TL'dir**.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Innovia 4. Etap Projesi Değerleme Karnesi

İş Veren / Arsa Maliki	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yüklenici Taraf	Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.
Sözleşmenin Konusu	Yükleniciye İş'in direkt giderleri üzerinden %7 genel gider, direkt gider ve genel gider toplamı üzerinden de %7 yüklenici kar payı aylık hakedişler olarak ödenecektir
Sözleşme Bedeli	İnşaat işinin direkt giderleri, yüklenici genel giderleri ve kar payı tespit edilmiş ve 1. keşif bedeli KDV hariç 350 milyon TL'dir. Yüklenici sözleşme bedelinin %30 fazlasına veya %30 eksğine kadar işleri tamamlamakla yükümlüdür. İstanbul ili Büyükçekmece İlçesi, Ekşinoz Mahallesi, Ekşinoz Köyü'nde 2945 ada, 31 parselde yer alan Innovia 4. etabı inşa edilmek üzere projelendirilmiş arsadır.
Arsa	
İnşaat Alanı (m2)	674,140
Brüt Satılabilir Alanlar (m2)	477,147
Yeşil İnşaat öngörülen giderler toplamı (TL)	499,433
Yeşil İnşaat öngörülen hakedişler toplamı (TL)	571,801
İnşaata başlama tarihi	2012
İnşaatın tamamlanma tarihi	2017

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f	=	risksiz getiri oranı
R_m	=	beklenen ortalama piyasa getirisi
$(R_m - R_f)$	=	bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi
β	=	bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
α	=	şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (“FED”) 31 Aralık 2014 tarihli 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %2.75’dir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk çarpanı, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %3.8 şirkete özgü risk çarpanı uygulanmıştır.

Yeşil İnşaat’ın TL bazlı borç alma oranı %12.6 olarak hesaplanmıştır.

Beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul’da ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Yeşil İnşaat’a benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiştir. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalamaları göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.59’dur. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Yeşil İnşaat’a benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %33 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları %14.5’lik AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir.

Innovia 4 Değerleme Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

Yeşil İnşaat - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

31/12/2014

Veriler

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmemiş aktif beta	0.59	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	50.1%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki borç oranı	33.4%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki öz kaynak oranı	66.6%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

İşlem görmüş aktif beta

İşlem görmemiş aktif beta	0.59	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri	50.1%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

İşlem görmüş aktif beta **0.83** **İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)**

CAPM

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmüş aktif beta	0.83	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

Özsermaye maliyeti **16.7%** **Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*düzeltilmiş ülke risk primi)+şirkete özel risk primi**

AOSM

Özsermaye maliyeti	16.7%	Yukarıda hesaplanan CAPM
Borç alma oranı	12.6%	Risksiz faiz oranı, ülke risk primi, enflasyon farkı ve şirkete özel risk primi göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.
Toplam finansmandaki borç oranı	33.4%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	66.6%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") **14.5%** **(% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)**

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Yeşil İnşaat - Beta Hesaplaması

TL Milyon

Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Ticker	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Özkaynak Piyasa Değeri	Borç/Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	Gelir Vergisi Oranı	İşlem Düzeltmiş Beta	Düzeltilmiş Aktif Beta
CD Deutsche Eigenheim AG	Germany	XTRA XTRA:	0.34	34	12	281%	74%	29.6%	0.11	0.41
Heijmans NV	Netherlands	ENXTAM ENXTA	1.24	606	493	123%	55%	25.0%	0.64	0.76
Moury Construction SA	Belgium	ENXTBR ENXTB	0.06	1	139	1%	1%	34.0%	0.06	0.37
NCC AB	Sweden	OM OM:NC	0.70	2,832	7,937	36%	26%	22.0%	0.55	0.70
Skanska AB (publ)	Sweden	OM OM:SK	0.70	3,184	20,605	15%	13%	22.0%	0.62	0.75
SRV Group Plc	Finland	HLSE HLSE:	0.52	635	285	223%	69%	20.0%	0.19	0.46
ENKA İnşaat ve Sanayi AS	Turkey	IBSE IBSE:E	0.72	882	19,008	5%	4%	20.0%	0.70	0.80
Compagnie d' Entreprises CFE SA	Belgium	ENXTBR ENXTB	1.03	2,917	6,088	48%	32%	34.0%	0.78	0.85
Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises S.A.	France	ENXTPA ENXTP	0.36	34	175	19%	16%	33.3%	0.32	0.55
Morgan Sindall Group plc	United Kingdom	LSE LSE:M	0.56	131	981	13%	12%	21.0%	0.51	0.67
MSX Resources SA	Poland	WSE WSE:M	0.60	3	203	1%	1%	19.0%	0.60	0.73
P.A. Nova Spółka Akcyjna	Poland	WSE WSE:N	0.29	167	39	431%	81%	19.0%	0.06	0.37
Polnord Spolka Akcyjna	Poland	WSE WSE:P	1.15	346	133	260%	72%	19.0%	0.37	0.58
J. Smart & Co. (Contractors) PLC	United Kingdom	LSE LSE:S	0.14	32	157	20%	17%	21.0%	0.12	0.41
UNIBEP SA	Poland	WSE WSE:U	0.20	65	190	34%	26%	19.0%	0.16	0.44
Ortalama			0.57			101%	33%		0.39	0.59
Medyan			0.56			34%	26%		0.37	0.58

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

Innovia 4 Değerleme Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (“İNA”)

Innovia 4 Projesi İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi				2015	2016	2017	2018
(‘000 TL)							
	Planlanan	Gerçekleşen	Gerçekleşme Yüzdesi				
Nakit Girişleri	571,801	132,870	23.2%	136,946	210,687	91,298	
Nakit Çıkışları	(499,433)	(116,054)	23.2%	(119,614)	(184,022)	(79,743)	
Kurumlar Vergisi Ödemesi (%20)	(14,474)						(14,474)
Net Nakit Akışları				17,332	26,665	11,555	(14,474)
AOSM				14.51%			
Bugünkü değer katsayısı				0.93	0.82	0.71	0.62
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı				16,197	21,762	8,235	(9,009)
Innovia 4 proje değeri (Yeşil İnşaat’a Yansıyan Bölüm)				37,185			

Kaynak: CapitalIQ, KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Yönetimince tarafımıza temin edilen 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla Innovia 4. Etap projesinin gerçekleşen nakit akımları ile tahmini dönem nakit akım projeksiyonları yandaki tabloda özetlenmiştir.

Innovia 4 projesinde, yüklenici firma olarak görev alan Yeşil İnşaat’ın nakit girişleri hesaplanırken, Yeşil İnşaat’ın projedeki çalışma payı doğrultusunda, proje toplam maliyetler üzerinden %14.49 kar marjı koyularak hesaplama yapılmaktadır.

Hesaplanan net nakit akışları %14.5’lik Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) ile indirgenerek Innovia 4. Etap projesinin değeri **37.2 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Innovia Marka Değerlemesi												
('000 TL)	Toplam	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Yeşil GYO Nakit Girişleri												
Innovia Körfez	145,086	17,801	45,298	37,989	33,866	9,564	569	-	-	-	-	-
Innovia Tower	366,900	-	6,750	77,310	108,650	97,039	63,082	14,069	-	-	-	-
Arifiye-1	119,264	15,782	40,821	33,123	23,828	5,711	-	-	-	-	-	-
Arifiye-2	60,874	-	49,032	11,842	-	-	-	-	-	-	-	-
Arifiye-3	25,199	-	-	25,199	-	-	-	-	-	-	-	-
Yeşil Global Nakit Girişleri												
Innovia Suites Beylikdüzü	356,948	13,416	113,452	122,563	93,433	14,085	-	-	-	-	-	-
Tuzla Suites	217,663	87,231	71,803	30,912	27,716	-	-	-	-	-	-	-
Innovia O Blok	79,473	11,597	29,415	22,576	11,377	4,476	31	-	-	-	-	-
Yeşil İnşaat Nakit Girişleri												
GOPAŞ-1	648,872	-	63,612	133,616	209,305	165,497	67,130	9,712	-	-	-	-
GOPAŞ-2	742,255	-	-	-	67,687	155,898	249,795	184,330	73,762	10,783	-	-
GOPAŞ-3	825,656	-	-	-	-	-	90,266	190,040	282,272	196,613	59,174	7,290
Innovia Markası Net Nakit Girişleri		145,827	420,182	495,130	575,862	452,270	470,873	398,152	356,034	207,396	59,174	7,290
Innovia Marka Kullanım Bedeli Telif Hakkı Oranı	2.0%	2,917	8,404	9,903	11,517	9,045	9,417	7,963	7,121	4,148	1,183	146
AOSM		17.1%										
Bugünkü değer katsayısı		0.92	0.79	0.67	0.58	0.49	0.42	0.36	0.31	0.26	0.22	0.19
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı		2,696	6,635	6,679	6,636	4,453	3,960	2,861	2,185	1,087	265	28
Nakit akımlarının bugünkü değeri toplamı		37,486										
Vergi Amortisman Primi (%8.1)		3,110										
Innovia Marka Değeri		40,595										

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Yeşil İnşaat, Innovia markası değerlendirme çalışması gelecek yıllarda oluşacak potansiyel telif gelirleri varsayımı doğrultusunda hesaplanmıştır.

Yeşil İnşaat yönetimi tarafından 'Innovia Markası'nı kullanma karşılığında Yeşil GYO ve Yeşil Global'in Innovia projelerinin satış gelirleri üzerinden Yeşil İnşaat'a %3'lik marka kullanım bedeli (royalty rate) ödeyeceği beyan edilmiştir.

Marka değerlendirme çalışmasında uygulanan telif hakkı oranının kabulünde, markanın piyasadaki algısı ve bilinirliğinin ile sektörde uygulanan telif hakkı oranları belirleyici olmuştur.

Uygulanan telif hakkı oranının belirlenmesinde Yeşil İnşaat'ın ilişkili taraflar ile imzaladığı marka kullanım hakkı sözleşmesinin ötesinde sektörde uygulanabilecek makul oranlar göz önüne alınmıştır.

Marka değerlendirme çalışmasında Yeşil İnşaat, Yeşil Global ve Yeşil GYO'nun Innovia markası ile devam eden tüm projeleri göz önüne alınmıştır.

Marka değerlendirme çalışmasında Telif Haklarından Kurtulma (THK) yöntemi çerçevesinde indirgeme oranını %17.1 olarak uygulanmıştır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Yeşil GYO - UFRS Bilanço					
Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem					
('000 TL)	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar					
Nakit ve Nakit Benzerleri	18,615	5,990	24,568	542	2,321
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	49
Ticari Alacaklar	118,348	221,433	138,719	169,327	206,179
Diğer Alacaklar	699	2,779	2,537	35,802	5,465
Stoklar	399,176	388,854	510,117	304,181	461,467
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	175,146	200,577	98,301
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	-	-	-	-	2
Diğer Dönen Varlıklar	142,575	242,574	48,784	14,629	22,140
	679,413	861,629	899,870	725,058	795,923
Duran Varlıklar					
Ticari Alacaklar	167,470	168,046	114,845	154,247	149,358
Diğer Alacaklar	11	112	366	2,666	4,563
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	940
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	162,346
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11,432	16,841	19,013	18,941	14,059
Maddi Duran Varlıklar	471	2,891	1,015	830	676
Maddi Olmayan Duran	1,417	150	220	182	152
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	102,529	98,655	112,759
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	7,944	7,790
	180,801	188,040	237,989	283,466	452,643
Toplam Varlıklar	860,214	1,049,669	1,137,859	1,008,524	1,248,566

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adıyla 1997 yılında İstanbul'da kurulmuştur.

Borsada işlem gören 32 gayrimenkul yatırım ortaklığından bir tanesi olan Yeşil GYO 1999 yılında borsaya açılmıştır.

Merkezi Topkapı/İstanbul'da bulunan Yeşil GYO; villalar, daireler, devre-mülkler, arsalar, iş ve alışveriş merkezleri ve eski eser restitüsyon gibi projelere yatırım yapmaktadır.

Yeşil GYO - UFRS Bilanço					
Bağımsız Denetimden Geçmiş Cari Dönem					
('000 TL)	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kısa Vadeli Yükümlülükler					
Kısa Vadeli Borçlanmalar	38,860	115,786	135,411	138,849	118,702
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımlı	-	-	8,172	33,245	31,547
Ticari Borçlar	16,096	29,650	96,924	28,700	35,529
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında B	-	-	422	1,107	506
Diğer Borçlar	581,478	640,477	1,879	2,373	5,869
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	-	10,517
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	-	-	1,090
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	34,337	62,489	3,757	17,841	193
Ertelenmiş Gelirler	-	-	302,597	15,714	-
	670,771	848,403	549,161	237,829	203,953
Uzun Vadeli Yükümlülükler					
Finansal Borçlar	-	-	71,340	71,185	143,562
Ticari Borçlar	2,906	-	1,889	1,853	68,696
Ertelenmiş Gelirler	-	-	299,094	442,197	601,326
Uzun Vadeli Karşılıklar	138	121	198	282	123
	3,043	121	372,522	515,517	813,706
Özkaynaklar					
Ödenmiş Sermaye	235,116	235,116	235,116	235,116	235,116
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	3	3	3	3	3
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	-	-	81
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(45,513)	(48,617)	(33,973)	(18,942)	20,060
Net Dönem Karı/Zararı	(3,205)	14,645	15,031	39,002	(24,352)
	186,400	201,145	216,176	255,178	230,907
Toplam Kaynaklar	860,214	1,049,669	1,137,859	1,008,524	1,248,566

Kaynak: Şirket Yönetimi

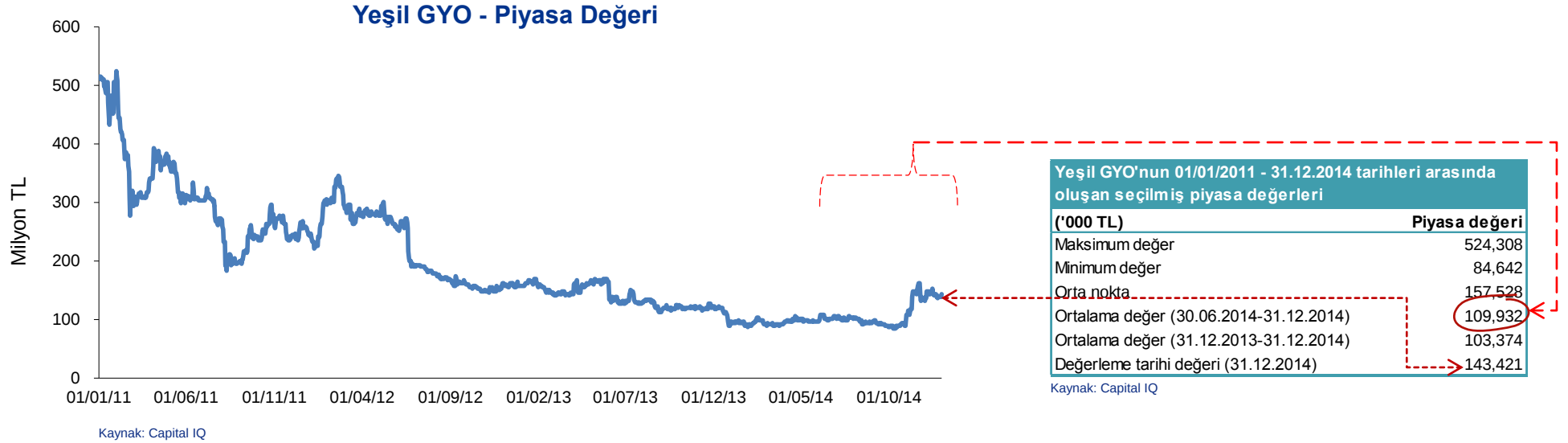
29 Ocak 2007 tarihinde unvanının “Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” olarak değiştirilmiştir. 06.01.2011 tarihinde Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş. ile birleşmiştir. 30 Mart 2011’ da şirketin “Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” olan unvanının “Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” olarak değiştirildiği ilan edilmiştir.

Yeşil GYO, Değerleme Tarihi itibarıyla Zincir Yapı Proje Geliştirme A.Ş.'yi devralmıştır.

Yeşil GYO hisse senetleri 1999 yılından itibaren Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmektedir.

2010 yılı sonunda Yeşil GYO, Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret A.Ş ile tüm aktif ve pasifin devir alınması yoluyla birleşmiştir. Birleşme nedeniyle şirketin çıkarılmış sermayesi 24 milyon TL'den 235 milyon TL'ye artırılmıştır.

Aşağıda yer alan grafikte, Yeşil GYO'nun 1 Ocak 2011 tarihinden 31 Aralık 2014 tarihine kadar olan piyasa değerleri belirtilmektedir. Yeşil GYO'nun Özsermaye Değeri hesaplanırken 30 Haziran 2014 – 31 Aralık 2014 tarih aralığında gerçekleştirdiği piyasa değerlerinin ortalaması dikkate alınmıştır.



Yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi Yeşil GYO'nun Değerleme Tarihi itibariyle piyasa değeri **143.4 milyon TL**, belirlenen tarih aralığında ortalama değer ise **109.9 milyon TL**'dir.

Yeşil GYO Değerleme Analizi

Piyasa Çarpanları - Benzer Şirketler Yöntemi

Yeşil GYO - Benzer Şirketler Analizi

('000 TL)	Piyasa Değeri		Fiyat/Defter Değeri	
	2013	2014	2013	2014
Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	103,320	114,240	0.4x	0.5x
Enlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	7,980,000	10,526,000	1.0x	1.2x
Idealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12,900	16,900	1.5x	2.0x
Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	125,240	141,360	0.4x	0.5x
Ozderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	85,000	116,000	0.7x	0.7x
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	1,379,246	1,722,895	0.5x	0.6x
Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,210,680	575,395	6.1x	1.0x
Akfen Holding Anonim Şirketi	1,236,750	1,367,700	0.7x	0.8x
Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	66,960	72,000	0.8x	0.8x
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	62,400	61,750	2.7x	0.3x
İs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	882,000	966,168	0.8x	0.8x
Sinpas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	492,000	480,000	0.5x	0.4x
Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	191,714	206,093	0.5x	0.5x
Dogus Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi	386,374	967,907	0.6x	1.5x
Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	160,400	157,600	3.1x	3.2x
PERA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	37,422	40,095	0.2x	0.3x
Reysas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	88,970	148,800	0.3x	0.4x
TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	111,000	108,000	0.5x	0.5x
Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	96,397	143,421	0.4x	0.6x
Yapi Kredi Koray	46,400	86,400	1.3x	1.3x
Ortalama			1.1x	0.9x
Medyan			0.7x	0.7x
Maksimum			6.1x	3.2x
Minimum			0.2x	0.3x

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil GYO - Benzer Şirketler Analizi - F/DD

('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	0.9x	1.1x
Yeşil GYO Parametre (31.12.2014)	230,907	230,907
Yeşil GYO Özsermaye Değeri	206,550	263,329

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil GYO Değerlemesinde, piyasa çarpanları değerlendirme yöntemi uygulayabilmek adına; Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") faaliyet gösteren ve faaliyetleri açısından Yeşil GYO'ya benzerlik gösteren firmalara ait çarpanlar göz önünde bulundurulmuştur.

Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK ve Fiyat ("F") / Defter Değeri ("DD") çarpanları incelenmiştir.

Yeşil GYO'nun Değerleme Tarihi itibarıyla VAFÖK ve VFÖK değerleri negatif olduğu için sadece F/DD piyasa çarpanları kullanılarak hesaplanan Özsermaye Değeri sol tarafta yer alan tabloda sunulmaktadır.

Yeşil GYO'nun, Fiyat / Defter Değeri çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **234 milyon TL**'dir ve yukarıda yer alan tabloda değer aralığı sunulmuştur.

Yeşil GYO - Özkaynak Değeri

('000 TL)	31/12/2014
Ödenmiş Sermaye	235,116
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	3
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	81
Geçmiş Yıllar Karları	20,060
Net Dönem Karı/Zararı	(24,352)
Özkaynaklar	230,907

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil GYO'nun özkaynaklarının tespitinde, Yeşil GYO'nun 31 Aralık 2014 Değerleme Tarihi itibariyle hazırlamış olduğu bağımsız denetimden geçmiş UFRS finansal tablolar esas alınmıştır. Yeşil GYO'nun, 31 Aralık 2014 tarihine ait bilançosunda yer alan özkaynak değeri, aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, yaklaşık **231 milyon TL'dir**.

Piyasa Değeri, Piyasa Çarpanları ve Özsermaye (Defter Değeri) metotları uygulanarak hesaplanan Yeşil GYO'nun toplam Özsermaye Değeri **182 - 202 milyon TL aralığında** hesaplanmıştır.

Yeşil GYO - Değerleme Özeti	
('000 TL)	31/12/2014
Ortalama Piyasa Değeri (30.06.2014-31.12.2014)	109,932
Defter Değeri	230,907
Benzer Şirketler - F/DD	234,940
Ortalama	191,926
Yeşil İnşaat Payı (%11.8)	22,647

Kaynak: KPMG Analizi

Yeşil GYO'nun özsermaye değerine ulaşırken yukarıda adı geçen değerlendirme yöntemlerinin ortalaması alınmış ve **192 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Buna göre Yeşil İnşaat'ın Yeşil GYO'daki %11.80'lik payı 22,647 bin TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde, hesaplanan bu değer 18,317 bin TL'si kısa vadeli finansal yatırımlar altında, 4,331 bin TL'si uzun vadeli finansal yatırımlar altında takip edilmek üzere NAD çalışmasında yer verilmiştir.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Ortadoğu Enerji

2007'de İSTAÇ A.Ş. tarafından çöp gazından elektrik enerjisi elde edecek iki tesisin kuruluşu ve işletilmesi için açılan ihaleyi kazanmış ve bu tesislerin işletilebilmesi için mevzuat gereği Ortadoğu Enerji A.Ş. kurulmuştur.

Şirket Avrupa yakasında Kemerburgaz Odayeri'nde ve Anadolu yakasında Şile Kömürcüoda'da düzenli çöp depolama sahalarında toplanmış bulunan, evsel atıklardan elektrik enerjisi elde etmektedir.

Kömürcüoda çöp depolama sahası 44 hektar alandan oluşmakta ve mevcut 15 milyon ton çöp atığa sahiptir. Odayeri depo sahası 52 hektar alanı kaplamakta olup halen 32 milyon ton çöp bulunmaktadır.

Ortadoğu Enerji grubu altında Ortadoğu Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. ve Körfez Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş yer almaktadır. Hem Ortadoğu Elektrik hem de Körfez Enerji, Ortadoğu Enerji'nin %99 iştirakleridir.

Ortadoğu Enerji'nin altında ayrıca 2 şirketin (Ortadoğu Elektrik ve Körfez Enerji) değerlemesi yapılmıştır. Bir sonraki sayfada hesaplanan İNA değerlemesi Ortadoğu Elektrik ve Körfez Enerji değerlerini içermemektedir. Bu iki firmanın değerlemesi ilerleyen sayfalarda gösterilmektedir.

Ortadoğu Elektrik - Temel Finansal Göstergeler (Solo)

('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Net Satışlar	24,188	38,292	83,540	99,229
Büyüme %	NA	58%	118%	19%
Brüt Kar/Zarar	8,338	24,759	57,604	74,294
Brüt Kar Marjı %	34%	65%	69%	75%
Faaliyet Karı/Zararı	(613)	9,495	25,942	39,812
VFÖK Marjı %	-3%	25%	31%	40%
Net Dönem Karı/Zararı	(6,137)	9,582	16,786	41,001
Özkaynaklar	(2,768)	7,572	24,358	63,118
Toplam Kaynaklar	47,166	67,848	92,320	165,277

Kaynak: Şirket Yönetimi

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f	=	risksiz getiri oranı
R_m	=	beklenen ortalama piyasa getirisi
$(R_m - R_f)$	=	bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi
β	=	bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
α	=	şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (“FED”) 31 Aralık 2014 tarihli 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %2.75’dir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk çarpanı, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %6.8 şirkete özgü risk çarpanı uygulanmıştır.

Ortadoğu Enerji’nin TL bazlı borç alma oranı %15.6 olarak hesaplanmıştır.

Beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul’da ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Ortadoğu Enerji’ye benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiştir. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalamaları göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.52’dir. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Ortadoğu Enerji’ye benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %56.7 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, Ortadoğu Enerji serbest nakit akımları TL bazlı %16.1’lik AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir.

Ortadoğu Enerji Değerleme Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

Ortadoğu Enerji - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

31/12/2014

Veriler

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	6.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmemiş aktif beta	0.52	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	131.1%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki borç oranı	56.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özkaynak oranı	43.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

İşlem görmüş aktif beta

İşlem görmemiş aktif beta	0.52	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri	131.1%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

İşlem görmüş aktif beta **1.07** **İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)**

CAPM

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	6.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmüş aktif beta	1.07	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye maliyeti	20.9%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*düzeltilmiş ülke risk primi)+şirkete özel risk primi

AOSM

Özsermaye maliyeti	20.9%	Yukarda hesaplanan CAPM
Borç alma oranı	15.6%	Risksiz faiz oranı, ülke risk primi, enflasyon farkı ve şirkete özel risk primi göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.
Toplam finansmandaki borç oranı	56.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	43.3%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") **16.1%** **(% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)**

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

Ortadoğu Enerji - Beta Hesaplaması										
TL Milyon										
Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Bor	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Özkaynak Piyasa Değeri	Borç/ Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta	Düzeltilmiş Aktif Beta
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	Türkiye	IBSE	0.83	2,389	933	256%	72%	20.0%	0.27	0.51
Aksa Enerji Üretim A.S.	Türkiye	IBSE	0.96	1,908	1,797	106%	51%	20.0%	0.52	0.68
Alerion Clean Power SpA	İtalya	BIT	0.58	775	347	223%	69%	31.4%	0.23	0.49
Alpiq Holding AG	İsviçre	SWX	0.43	9,721	5,757	169%	63%	17.9%	0.18	0.45
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.S.	Türkiye	IBSE	0.54	277	141	197%	66%	20.0%	0.21	0.47
Ayen Enerji A.S.	Türkiye	IBSE	0.54	874	347	252%	72%	20.0%	0.18	0.45
CEZ, a.s.	Çek Cumhuriyeti	SEP	0.40	18,684	32,203	58%	37%	19.0%	0.27	0.51
Edison S.p.A.	İtalya	BIT	0.10	6,707	266	2520%	96%	31.4%	0.01	0.34
EDP Renováveis S.A.	İspanya	ENXTLS	0.51	11,565	13,335	87%	46%	30.0%	0.32	0.55
Electricite de France SA	Fransa	ENXTPA	0.70	173,851	119,982	145%	59%	33.3%	0.36	0.57
Enel SpA	İtalya	BIT	0.88	175,660	98,314	179%	64%	31.4%	0.40	0.60
EVN AG	Avusturya	WBAG	0.32	5,644	5,033	112%	53%	25.0%	0.17	0.45
Fersa Energias Renovables, S.A.	İspanya	CATS	0.97	491	131	375%	79%	30.0%	0.27	0.51
Fortum Oyj	Finlandiya	HLSE	0.45	20,427	45,159	45%	31%	20.0%	0.33	0.55
Hafslund ASA	Norveç	OB	0.34	3,659	3,085	119%	54%	27.0%	0.18	0.45
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Polonya	WSE	0.31	3,381	23,299	15%	13%	19.0%	0.28	0.52
SSE plc	Birleşik Krallık	LSE	0.20	23,445	58,023	40%	29%	21.0%	0.15	0.43
Terna Energy S.A.	Yunanistan	ATSE	1.84	1,136	569	200%	67%	26.0%	0.74	0.83
		Ortalama	0.60			283%	57%		0.28	0.52
		Medyan	0.52			157%	61%		0.27	0.51
		Maksimum	1.84			2520%	96%		0.74	0.83
		Minimum	0.10			15%	13%		0.01	0.34

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

Ortadoğu Enerji Değerleme Analizi

Tahmini Dönem Gelir Tablosu

Ortadoğu Enerji'nin 31.12.2015 - 31.12.2030 yılları arası tahmini gelir tablosu Yeşil İnşaat Yönetimi'nce tarafımıza sağlanmıştır. Ortadoğu Enerji 2007 yılında T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 23 yıl süreyle geçerli olmak üzere üretim lisansı almıştır. Ortadoğu Enerji'nin 2 adet metan gazından elektrik üreten enerji santrali bulunmaktadır. Kömürcüoda santrali ve Odayeri santrali 2009 senesinden itibaren enerji üretmektedir.

Ortadoğu Enerji - Gelir Tablosu																	
('000 TL)	2014G	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brüt Satışlar	100,747	155,619	178,578	191,799	197,058	202,353	198,575	211,776	219,102	225,196	231,494	226,742	232,743	232,224	231,089	230,804	231,290
YEK Elektrik Enerji	100,747	128,699	145,758	156,670	160,838	165,178	169,686	182,092	187,128	192,331	197,707	192,004	197,306	195,806	194,985	194,884	195,418
Odayeri	71,530	92,508	106,158	113,430	116,264	119,170	122,148	132,933	136,257	139,663	143,155	135,484	138,872	142,346	145,903	149,550	153,291
Kömürcüoda	29,217	36,191	39,600	43,240	44,574	46,008	47,537	49,159	50,871	52,668	54,552	56,520	58,434	53,461	49,082	45,334	42,127
Karbon Kredi Satışı	-	26,921	32,820	35,129	36,220	37,174	28,890	29,684	31,974	32,864	33,787	34,739	35,437	36,418	36,104	35,920	35,872
Odayeri	-	18,216	22,512	24,484	25,213	25,844	20,994	21,519	23,522	24,110	24,713	25,331	25,678	26,321	26,978	27,653	28,344
Kömürcüoda	-	8,704	10,308	10,645	11,007	11,331	7,895	8,165	8,452	8,754	9,073	9,408	9,758	10,098	9,126	8,267	7,527
Satış İndirimleri ve Söz. İdare Payı (-)	(27,837)	(60,963)	(71,136)	(84,504)	(86,878)	(89,204)	(84,198)	(89,300)	(92,945)	(95,531)	(98,204)	(96,912)	(99,380)	(99,625)	(99,078)	(98,894)	(99,048)
Sözleşmeye Dayalı İdare Payı Gid.	(27,837)	(39,427)	(44,880)	(56,401)	(57,902)	(59,464)	(61,087)	(65,553)	(67,366)	(69,239)	(71,175)	(69,121)	(71,030)	(70,490)	(70,195)	(70,158)	(70,350)
Karbon Kredi Söz. İdare Payı	-	(21,537)	(26,256)	(28,103)	(28,976)	(29,740)	(23,112)	(23,747)	(25,579)	(26,291)	(27,029)	(27,791)	(28,349)	(29,135)	(28,883)	(28,736)	(28,697)
Net Satışlar	72,910	94,656	107,442	107,294	110,180	113,149	114,377	122,476	126,157	129,665	133,290	129,830	133,363	132,600	132,011	131,910	132,242
Büyüme %	52.4%	29.8%	13.5%	(0.1%)	2.7%	2.7%	1.1%	7.1%	3.0%	2.8%	2.8%	(2.6%)	2.7%	(0.6%)	(0.4%)	(0.1%)	0.3%
Elektrik Satış Maliyeti	(20,567)	(23,592)	(27,970)	(30,290)	(31,447)	(29,231)	(30,233)	(31,457)	(32,106)	(33,919)	(35,953)	(37,146)	(39,548)	(40,719)	(43,005)	(45,682)	(48,218)
Brüt Satış Karı	52,343	71,064	79,473	77,004	78,733	83,918	84,144	91,019	94,051	95,745	97,337	92,684	93,815	91,881	89,006	86,227	84,024
Brüt Marjı (%)	71.8%	75.1%	74.0%	71.8%	71.5%	74.2%	73.6%	74.3%	74.6%	73.8%	73.0%	71.4%	70.3%	69.3%	67.4%	65.4%	63.5%
Faaliyet Giderleri (-)																	
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(645)	(746)	(837)	(928)	(1,019)	(1,120)	(1,234)	(1,371)	(1,512)	(1,669)	(1,845)	(2,026)	(2,245)	(2,479)	(2,743)	(3,040)	(3,373)
Pazarlama ve Satış Dağıtım Giderleri	(611)	(727)	(782)	(818)	(831)	(567)	(581)	(622)	(638)	(655)	(672)	(654)	(671)	(666)	(663)	(637)	(639)
Genel Yönetim Giderleri	(5,951)	(6,834)	(7,467)	(8,082)	(8,617)	(9,242)	(9,929)	(10,845)	(11,697)	(12,642)	(13,687)	(14,561)	(15,837)	(17,077)	(18,487)	(20,087)	(21,896)
Faaliyet Giderleri (-)	(7,207)	(8,307)	(9,086)	(9,827)	(10,467)	(10,929)	(11,744)	(12,837)	(13,847)	(14,966)	(16,205)	(17,241)	(18,752)	(20,222)	(21,893)	(23,764)	(25,908)
Faaliyet Karı (VFÖK)	45,136	62,757	70,387	67,177	68,266	72,990	72,399	78,182	80,203	80,780	81,132	75,443	75,063	71,659	67,113	62,463	58,116
VFÖK Marjı (%)	61.9%	66.3%	65.5%	62.6%	62.0%	64.5%	63.3%	63.8%	63.6%	62.3%	60.9%	58.1%	56.3%	54.0%	50.8%	47.4%	43.9%
Amortisman	8,728	8,794	10,267	10,099	10,076	6,322	5,945	4,904	3,884	3,869	3,896	3,921	3,937	3,114	3,090	3,079	2,574
VAFÖK	53,864	71,551	80,654	77,277	78,342	79,312	78,344	83,086	84,088	84,649	85,028	79,363	79,000	74,773	70,203	65,542	60,690
VAFÖK Marjı (%)	73.9%	75.6%	75.1%	72.0%	71.1%	70.1%	68.5%	67.8%	66.7%	65.3%	63.8%	61.1%	59.2%	56.4%	53.2%	49.7%	45.9%

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

Şirket Yönetimi projeksiyonlarda elektrik birim satış fiyatı olarak devletin alım garantisi vermiş olduğu 13.3 USD cent ve karbon satış birim fiyatı olarak ton başına 4,000 Euro kullanılmıştır. Birim satış fiyatının tahmininde Yenilenebilir Enerji Kanunu ("YEK") baz alınmıştır.

Ortadoğu Enerji Değerleme Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")

Ortadoğu Enerji - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")																
('000 TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
VAFÖK	71,551	80,654	77,277	78,342	79,312	78,344	83,086	84,088	84,649	85,028	79,363	79,000	74,773	70,203	65,542	60,690
VAFÖK marjı	76%	75%	72%	71%	70%	68%	68%	67%	65%	64%	61%	59%	56%	53%	50%	46%
Amortisman	(8,794)	(10,267)	(10,099)	(10,076)	(6,322)	(5,945)	(4,904)	(3,884)	(3,869)	(3,896)	(3,921)	(3,937)	(3,114)	(3,090)	(3,079)	(2,574)
VFÖK	62,757	70,387	67,177	68,266	72,990	72,399	78,182	80,203	80,780	81,132	75,443	75,063	71,659	67,113	62,463	58,116
Vergi gideri	(12,551)	(14,077)	(13,435)	(13,653)	(14,598)	(14,480)	(15,636)	(16,041)	(16,156)	(16,226)	(15,089)	(15,013)	(14,332)	(13,423)	(12,493)	(11,623)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	50,206	56,309	53,742	54,613	58,392	57,919	62,545	64,163	64,624	64,905	60,354	60,050	57,327	53,690	49,971	46,493
Artı: Amortisman	8,794	10,267	10,099	10,076	6,322	5,945	4,904	3,884	3,869	3,896	3,921	3,937	3,114	3,090	3,079	2,574
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	(1,087)	(639)	7	(144)	(148)	(61)	(405)	(184)	(175)	(181)	173	(177)	38	29	5	(17)
Eksi: Yatırım harcaması	(8,794)	(10,267)	(10,099)	(10,076)	(6,322)	(5,945)	(4,904)	(3,884)	(3,869)	(3,896)	(3,921)	(3,937)	(3,114)	(3,090)	(3,079)	(2,574)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	49,118	55,670	53,749	54,469	58,243	57,858	62,140	63,979	64,448	64,724	60,527	59,874	57,365	53,720	49,976	46,476
AOSM (İndirgeme oranı)	16.1%															
Bugünkü değer katsayısı	0.93	0.80	0.69	0.59	0.51	0.44	0.38	0.33	0.28	0.24	0.21	0.18	0.15	0.13	0.11	0.10
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	45,579	44,483	36,983	32,272	29,715	25,418	23,508	20,841	18,078	15,633	12,589	10,723	8,847	7,134	5,715	4,576
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	342,094															
Bugünkü değer -- nihai dönem	-															
İşletme değeri	342,094															
Net Borç	(62,018)															
Özsermaye değeri	280,076															

Kaynak: KPMG Analizi

TL bazlı indirgeme oranı ("AOSM") %16.1 olarak hesaplanmıştır. İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamalar önceki sayfalarda yer almaktadır.

Tahmini dönemde yatırım harcamasının amortismanına eşit olacağı öngörülmektedir.

Ortadoğu Enerjinin 31.12.2014 tarihli bilançosuna göre net borcu 62 milyon TL'dir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Ortadoğu Enerji Özsermaye değeri **280.1 milyon TL'dir.**

Ortadoğu Enerji Değerleme Analizi

Benzer Şirketler Yöntemi

Ortadoğu Enerji - Benzer Şirketler Analizi							
('000 TL)	Şirket Değeri	ŞD/Satışlar			ŞD/VAFÖK		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,098,203	3.9x	4.0x	2.9x	21.7x	18.7x	24.3x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3,680,599	2.0x	2.1x	1.8x	11.5x	12.0x	10.4x
Alerion Clean Power SpA	956,439	5.3x	4.9x	7.4x	8.2x	7.8x	11.2x
Alpiq Holding AG	10,631,705	0.4x	0.5x	0.5x	6.4x	5.5x	7.9x
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.Ş.	409,486	1.4x	0.9x	1.5x	19.0x	13.1x	7.6x
Ayen Enerji A.Ş.	1,243,064	6.4x	3.4x	NA	19.7x	16.1x	NA
CEZ, a.s.	46,628,287	2.4x	2.0x	2.2x	5.7x	5.1x	6.4x
Edison S.p.A.	7,100,452	0.3x	0.2x	NA	8.5x	5.1x	NA
EDP Renováveis S.A.	25,037,436	9.2x	6.9x	6.9x	13.4x	10.2x	9.6x
Electricite de France SA	226,437,625	1.3x	1.0x	1.1x	6.2x	4.6x	4.7x
Enel SpA	268,878,223	1.4x	1.2x	1.2x	7.7x	6.0x	6.2x
EVN AG	10,636,749	1.6x	1.3x	1.9x	9.3x	7.7x	8.6x
Fersa Energias Renovables, S.A.	625,417	5.8x	5.6x	6.1x	8.3x	8.2x	9.8x
Fortum Oyj	59,356,252	4.1x	3.3x	4.3x	10.7x	8.7x	11.5x
Häfslund ASA	6,592,168	1.8x	1.5x	1.7x	9.7x	8.0x	8.3x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	22,610,602	1.3x	1.1x	1.2x	7.3x	4.4x	4.4x
SSE plc	80,224,603	0.9x	0.7x	0.7x	14.6x	10.4x	9.5x
Terna Energy S.A.	1,351,890	4.6x	3.3x	3.4x	9.8x	6.4x	6.7x
Ortalama		3.0x	2.4x	2.8x	11.0x	8.8x	9.2x
Medyan		1.9x	1.7x	1.8x	9.5x	7.9x	8.4x
Maksimum		9.2x	6.9x	7.4x	21.7x	18.7x	24.3x
Minimum		0.3x	0.2x	0.5x	5.7x	4.4x	4.4x

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Piyasa Çarpanları analizi metodunda halka açık ve metan gazından elektrik üreten enerji firması bulunmadığından Ortadoğu Enerji'ye uygun piyasa çarpanlarını belirlemek amacı ile seçilen benzer firmalar özellikle yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren firmalardır. Benzer Şirketler analizi, birebir karşılaştırılabilir benzer şirketler portföyüne ulaşamadığından, sadece test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.

Ortadoğu Enerji Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/Satışlar	1.8x	2.8x
Parametre - Satışlar	72,910	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	133,665	204,401
Net Borç	(62,019)	(62,019)
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	71,646	142,382

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Ortadoğu Enerji Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/VAFÖK	8.4x	9.2x
Parametre - 2014 VAFÖK	53,864	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	454,261	495,367
Net Borç	(62,019)	(62,019)
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	392,243	433,348

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Ortadoğu Enerji'nin Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/Satışlar çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **72 – 142 milyon TL** aralığında, ŞD/VAFÖK çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **392 – 433 milyon TL** aralığındadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Körfez Enerji'nin 31.12.2015 - 31.12.2026 yılları arası tahmini gelir tablosu Yeşil İnşaat Yönetimi'nce tarafımıza sağlanmıştır. Körfez Enerji'nin 1 adet metan gazından elektrik üreten enerji santrali bulunmaktadır ve 2011 yılı sonunda faaliyete geçmiştir. Körfez Enerji T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 2026 yılına kadar geçerli olmak üzere üretim lisansı almıştır.

Körfez Enerji - Gelir Tablosu													
('000 TL)	2014G	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Brüt Satışlar	12,373	17,939	18,010	18,557	18,587	18,605	17,479	15,745	14,148	12,773	11,588	10,565	11,169
Yek Elektrik Enerji	12,373	14,184	15,315	15,647	15,614	15,638	14,508	12,988	11,680	10,553	9,582	8,745	8,021
Solaklar	10,933	11,135	12,190	12,571	12,885	13,207	12,333	11,034	9,916	8,953	8,123	7,407	6,789
Dilovası	1,441	3,049	3,126	3,076	2,729	2,431	2,175	1,954	1,765	1,601	1,460	1,338	1,232
Karbon Kredi Satış	-	3,755	2,695	2,910	2,973	2,967	2,971	2,757	2,468	2,219	2,005	1,821	3,148
Solaklar	-	3,510	2,115	2,316	2,388	2,448	2,509	2,343	2,096	1,883	1,701	1,543	2,665
Dilovası	-	245	580	595	585	519	462	414	372	336	305	278	483
Satış İndirimleri ve Söz. İdare Payı (-)	(1,257)	(2,768)	(2,380)	(2,752)	(2,776)	(2,793)	(2,683)	(2,441)	(2,191)	(1,975)	(1,790)	(1,629)	(2,029)
Sözleşmeye Dayalı İdare Payı Gid.	(1,257)	(1,327)	(1,447)	(1,737)	(1,733)	(1,736)	(1,610)	(1,442)	(1,296)	(1,171)	(1,064)	(971)	(890)
Karbon Kredi Söz. İdare Payı	-	(1,441)	(933)	(1,015)	(1,043)	(1,057)	(1,073)	(999)	(894)	(804)	(726)	(659)	(1,139)
Net Satışlar	11,117	15,171	15,631	15,805	15,811	15,812	14,796	13,304	11,957	10,797	9,798	8,936	9,141
Büyüme %	169.2%	36.5%	3.0%	1.1%	0.0%	0.0%	(6.4%)	(10.1%)	(10.1%)	(9.7%)	(9.3%)	(8.8%)	2.3%
Elektrik Satış Maliyeti	(3,328)	(3,588)	(3,853)	(4,033)	(4,185)	(4,294)	(4,359)	(4,400)	(4,482)	(4,616)	(4,797)	(5,023)	(5,346)
Brüt Satış Karı	7,788	11,583	11,778	11,772	11,626	11,518	10,437	8,904	7,475	6,182	5,001	3,913	3,794
Brüt Kar Marjı (%)	70.1%	76.4%	75.3%	74.5%	73.5%	72.8%	70.5%	66.9%	62.5%	57.3%	51.0%	43.8%	41.5%
Faaliyet Giderleri (-)													
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(37)	(42)	(45)	(46)	(46)	(46)	(43)	(38)	(35)	(31)	(28)	(26)	(24)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(185)	(208)	(225)	(230)	(229)	(230)	(213)	(191)	(172)	(156)	(142)	(130)	(119)
Genel Yönetim Giderleri	(243)	(274)	(304)	(333)	(365)	(400)	(434)	(471)	(515)	(565)	(622)	(688)	(762)
Faaliyet Giderleri (-)	(464)	(524)	(574)	(609)	(640)	(676)	(690)	(701)	(721)	(752)	(792)	(843)	(905)
Faaliyet Karı (VFÖK)	7,324	11,059	11,203	11,162	10,986	10,843	9,747	8,203	6,753	5,430	4,208	3,069	2,890
VFÖK Marjı (%)	65.9%	72.9%	71.7%	70.6%	69.5%	68.6%	65.9%	61.7%	56.5%	50.3%	43.0%	34.3%	31.6%
Amortisman	1,079	1,031	1,054	1,069	1,082	1,029	1,043	1,056	1,062	1,072	1,081	1,087	1,138
VAFÖK	8,403	12,089	12,257	12,231	12,068	11,871	10,790	9,259	7,815	6,501	5,290	4,156	4,028
VAFÖK Marjı (%)	75.6%	79.7%	78.4%	77.4%	76.3%	75.1%	72.9%	69.6%	65.4%	60.2%	54.0%	46.5%	44.1%

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

Şirket Yönetimi projeksiyonlarda elektrik birim satış fiyatı olarak devletin alım garantisi vermiş olduğu 13.3 USD cent ve karbon satış birim fiyatı olarak ton başına 4,000 Euro kullanılmıştır. Birim satış fiyatının tahmininde Yenilenebilir Enerji Kanunu ("YEK") baz alınmıştır.

Körfez Enerji - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")												
('000 TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
VAFÖK	12,089	12,257	12,231	12,068	11,871	10,790	9,259	7,815	6,501	5,290	4,156	4,028
VAFÖK marjı	80%	78%	77%	76%	75%	73%	70%	65%	60%	54%	47%	44%
Amortisman	(1,031)	(1,054)	(1,069)	(1,082)	(1,029)	(1,043)	(1,056)	(1,062)	(1,072)	(1,081)	(1,087)	(1,138)
VFÖK	11,059	11,203	11,162	10,986	10,843	9,747	8,203	6,753	5,430	4,208	3,069	2,890
Vergi gideri	(2,212)	(2,241)	(2,232)	(2,197)	(2,169)	(1,949)	(1,641)	(1,351)	(1,086)	(842)	(614)	(578)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	8,847	8,963	8,930	8,789	8,674	7,797	6,562	5,403	4,344	3,367	2,456	2,312
Artı: Amortisman	1,031	1,054	1,069	1,082	1,029	1,043	1,056	1,062	1,072	1,081	1,087	1,138
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	(203)	(23)	(9)	(0)	(0)	51	75	67	58	50	43	(10)
Eksi: Yatırım harcaması	(1,031)	(1,054)	(1,069)	(1,082)	(1,029)	(1,043)	(1,056)	(1,062)	(1,072)	(1,081)	(1,087)	(1,138)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	8,644	8,940	8,921	8,789	8,674	7,848	6,637	5,470	4,402	3,417	2,499	2,302
AOSM (İndirgeme oranı)	16.1%											
Bugünkü değer katsayısı	0.93	0.80	0.69	0.59	0.51	0.44	0.38	0.33	0.28	0.24	0.21	0.18
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	8,021	7,143	6,138	5,207	4,425	3,448	2,511	1,782	1,235	825	520	412
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	41,668											
Bugünkü değer -- nihai dönem	-											
İşletme değeri	41,668											
Net Borç	(5,449)											
Özsermaye değeri	36,219											

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizleri

TL bazlı indirgeme oranı ("AOSM") Ortadoğu Enerji AOSM ile eşit kabul edilmiş ve %16.1 olarak kullanılmıştır.

Tahmini dönemde yatırım harcamasının amortismanına eşit olacağı öngörülmektedir.

Körfez Enerjinin 31.12.2014 tarihli bilançosuna göre net borçluluğu 5.5 milyon TL'dir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Körfez Enerji Özsermaye değeri **36.2 milyon TL'dir.**

Körfez Enerji Değerleme Analizi

Benzer Şirketler Yöntemi

Körfez Enerji - Benzer Şirketler Analizi							
('000 TL)	Şirket Değeri	ŞD/Satışlar			ŞD/VAFÖK		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	3,098,203	3.9x	4.0x	2.9x	21.7x	18.7x	24.3x
Aksa Enerji Üretim A.S.	3,680,599	2.0x	2.1x	1.8x	11.5x	12.0x	10.4x
Alerion Clean Power SpA	956,439	5.3x	4.9x	7.4x	8.2x	7.8x	11.2x
Alpiq Holding AG	10,631,705	0.4x	0.5x	0.5x	6.4x	5.5x	7.9x
Anel Elektrik Proje Taahhut ve Ticaret A.S.	409,486	1.4x	0.9x	1.5x	19.0x	13.1x	7.6x
Ayen Enerji A.S.	1,243,064	6.4x	3.4x	NA	19.7x	16.1x	NA
CEZ, a.s.	46,628,287	2.4x	2.0x	2.2x	5.7x	5.1x	6.4x
Edison S.p.A.	7,100,452	0.3x	0.2x	NA	8.5x	5.1x	NA
EDP Renováveis S.A.	25,037,436	9.2x	6.9x	6.9x	13.4x	10.2x	9.6x
Electricite de France SA	226,437,625	1.3x	1.0x	1.1x	6.2x	4.6x	4.7x
Enel SpA	268,878,223	1.4x	1.2x	1.2x	7.7x	6.0x	6.2x
EVN AG	10,636,749	1.6x	1.3x	1.9x	9.3x	7.7x	8.6x
Fersa Energias Renovables, S.A.	625,417	5.8x	5.6x	6.1x	8.3x	8.2x	9.8x
Fortum Oyj	59,356,252	4.1x	3.3x	4.3x	10.7x	8.7x	11.5x
Hafslund ASA	6,592,168	1.8x	1.5x	1.7x	9.7x	8.0x	8.3x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	22,610,602	1.3x	1.1x	1.2x	7.3x	4.4x	4.4x
SSE plc	80,224,603	0.9x	0.7x	0.7x	14.6x	10.4x	9.5x
Terna Energy S.A.	1,351,890	4.6x	3.3x	3.4x	9.8x	6.4x	6.7x
Ortalama		3.0x	2.4x	2.8x	11.0x	8.8x	9.2x
Medyan		1.9x	1.7x	1.8x	9.5x	7.9x	8.4x
Maksimum		9.2x	6.9x	7.4x	21.7x	18.7x	24.3x
Minimum		0.3x	0.2x	0.5x	5.7x	4.4x	4.4x

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Piyasa Çarpanları analizi metodunda halka açık ve metan gazından elektrik üreten enerji firması bulunmadığından Körfez Enerji'ye uygun piyasa çarpanlarını belirlemek amacı ile seçilen benzer firmalar özellikle yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren firmalardır. Benzer Şirketler analizi test amaçlı uygulanmış, Şirket Değeri sonucunda dikkate alınmamıştır.

Körfez Enerji - Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/Satışlar	1.8x	2.8x
Parametre - 2014 Satışlar	11,117	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	20,380	31,165
Net Borç	(5,449)	(5,449)
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	14,931	25,716

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Körfez Enerji - Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/VAFÖK	8.4x	9.2x
Parametre - 2014 VAFÖK	8,403	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	70,865	77,277
Net Borç	(5,449)	(5,449)
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	65,416	71,828

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Körfez Enerji'nin Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/Satışlar çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **14.9 – 25.7 milyon TL** aralığında, ŞD/VAFÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **65.4 – 71.8 milyon TL** aralığındadır.

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

K_e =özsermaye maliyeti; E =özsermayenin piyasa değeri; K_d =finansal borç maliyeti; D =finansal borcun piyasa değeri; T =kurumlar vergisi oranı

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f	=	risksiz getiri oranı
R_m	=	beklenen ortalama piyasa getirisi
$(R_m - R_f)$	=	bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi
β	=	bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
α	=	şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (“FED”) 31 Aralık 2014 tarihli 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %2.75’dir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk çarpanı, Ibbotson Associates’in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %3.8 şirkete özgü risk çarpanı uygulanmıştır.

Ortadoğu Elektrik’in TL bazlı borç alma oranı %12.6 olarak hesaplanmıştır.

Beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul’da ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Ortadoğu Elektrik’e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiştir. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalamaları göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.56’dır. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Ortadoğu Elektrik’e benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %44 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları TL bazlı %14.0’lük AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir.

Ortadoğu Elektrik Değerleme Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

Ortadoğu Elektrik - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

31/12/2014

Veriler

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmemiş aktif beta	0.56	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri- benzer şirketler	79.5%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki borç oranı	44.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özkaynak oranı	55.7%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Beklenen kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.

İşlem görmüş aktif beta

İşlem görmemiş aktif beta	0.56	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Borç/piyasa değeri	79.5%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

İşlem görmüş aktif beta **0.91** **İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*D/E)**

CAPM

Risksiz faiz oranı	2.8%	31 Aralık 2014 itibarıyla 30 yıllık Amerika Birleşik Devletleri tahvili getiri oranı
Ülke risk primi	2.6%	Ülke Risk Primi. Kaynak: 31 Aralık 2014 itibarıyla KPMG veritabanı
Enflasyon Farkı	3.4%	Türkiye ve ABD arasındaki enflasyon farkı
Şirkete özgü risk çarpanları	3.8%	Küçük şirketlere özel ve başka yerde kapsanmayan risk faktörlerini yansıtmak amacıyla alfa faktörü eklenmiştir.
İşlem görmüş aktif beta	0.91	Yukardaki işlem görmüş beta hesaplamasından elde edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	KPMG Kurumsal Finansman tarafından güncel yatırım ortamında özsermaye risk primi %5 olarak belirlenmiştir.
Özsermaye maliyeti	17.1%	Risksiz faiz oranı+(işlem görmüş aktif beta*düzeltilmiş ülke risk primi)+şirkete özel risk primi

AOSM

Özsermaye maliyeti	17.1%	Yukarda hesaplanan CAPM
Borç alma oranı	12.6%	Risksiz faiz oranı, ülke risk primi, enflasyon farkı ve şirkete özel risk primi göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır.
Toplam finansmandaki borç oranı	44.3%	Benzer şirketler analizinden elde edilmiştir. (Kaynak: Capital IQ)
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	55.7%	1- toplam finansmandaki borç oranı olarak hesaplanmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20.0%	Türkiye'ye ait kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") **14.0%** **(% Toplam özsermaye xözsermaye maliyeti) + (% toplam borç x (1 - gelir vergisi oranı) x borç alma oranı)**

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

Ortadoğu Elektrik Değerleme Analizi

Beta Analizi

Ortadoğu Elektrik - Beta Hesaplaması

TL Milyon

Şirket Adı	Ülke	İşlem Gördüğü Bor	İşlem Görmüş Beta	Toplam Borç	Özkaynak Piyasa Değeri	Borç/ Özkaynak	Borç/ (Borç + Özkaynak)	Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta	Düzeltilmiş Aktif Beta
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	Turkey	IBSE	0.83	2,389	933	256%	72%	20.0%	0.27	0.51
Aksa Enerji Üretim A.S.	Turkey	IBSE	0.96	1,908	1,797	106%	51%	20.0%	0.52	0.68
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Poland	WSE	0.31	3,390	23,299	15%	13%	19.0%	0.28	0.52
Joint Stock Company Territorial Generating Company No.1	Russia	MICEX	0.82	1,729	666	260%	72%	20.0%	0.27	0.51
Volga Territorial Generation Company	Russia	MICEX	0.22	1,023	1,240	83%	45%	20.0%	0.13	0.42
Kuban Power Sale Company Open Joint-Stock Company	Russia	MICEX	0.64	168	75	226%	69%	20.0%	0.23	0.49
OAO Ryazan Energy Retail Company	Russia	MICEX	1.05	0	10	0%	0%	20.0%	1.05	1.03
Exelon Corporation	United States	NYSE	0.49	51,229	74,478	69%	41%	40.0%	0.35	0.57
American Electric Power Co., Inc.	United States	NYSE	0.39	44,086	69,424	64%	39%	40.0%	0.28	0.52
PPL Corporation	United States	NYSE	0.25	50,172	56,467	89%	47%	40.0%	0.17	0.45
FirstEnergy Corp.	United States	NYSE	0.32	49,096	38,343	128%	56%	40.0%	0.18	0.45
Pinnacle West Capital Corporation	United States	NYSE	0.39	7,809	17,632	44%	31%	40.0%	0.31	0.54
Westar Energy, Inc.	United States	NYSE	0.45	8,235	12,600	65%	40%	40.0%	0.32	0.55
		Ortalama	0.55			108%	44%		0.34	0.56
		Medyan	0.45			83%	45%		0.28	0.52
		Maksimum	1.05			260%	72%		1.05	1.03
		Minimum	0.22			0%	0%		0.13	0.42

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. 6 Haziran 2010 tarihinde T.C Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) 10 yıl süreyle geçerli olmak üzere toptan satış lisansı almıştır. Şirket yönetimi bu lisansın sürekli yenileneceğini öngörmektedir. Şirketin nihai dönem büyümesi %4 olarak alınmıştır. Ortadoğu Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş.'nin ana faaliyet konusu elektrik alış ve satışlarıdır.

Ortadoğu Elektrik - Gelir Tablosu																	
('000)	2014G	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brüt Satışlar	8,450	10,068	11,338	13,490	17,354	21,772	28,046	33,870	40,713	48,956	58,903	71,164	85,673	103,185	124,337	150,290	181,169
Serbest Tüketiciler Elektrik Satışları	6,191	6,867	7,733	9,144	11,869	15,014	19,487	23,584	28,540	34,531	41,782	50,552	61,166	74,008	89,554	108,357	131,111
Gün Öncesi Piyasa Tutarı	-	474	534	694	820	942	1,112	1,346	1,481	1,629	1,792	2,168	2,385	2,624	2,886	3,492	3,841
PSH Bedeli	140	229	258	305	360	414	488	537	591	650	715	786	865	951	1,046	1,151	1,266
Sistem Kullanım Bedeli Geliri	2,120	2,498	2,813	3,347	4,306	5,402	6,959	8,404	10,102	12,147	14,615	17,657	21,257	25,602	30,851	37,290	44,952
Net Satışlar	8,450	10,068	11,338	13,490	17,354	21,772	28,046	33,870	40,713	48,956	58,903	71,164	85,673	103,185	124,337	150,290	181,169
<i>Büyüme %</i>	<i>(12.3%)</i>	<i>19.1%</i>	<i>12.6%</i>	<i>19.0%</i>	<i>28.6%</i>	<i>25.5%</i>	<i>28.8%</i>	<i>20.8%</i>	<i>20.2%</i>	<i>20.2%</i>	<i>20.3%</i>	<i>20.8%</i>	<i>20.4%</i>	<i>20.4%</i>	<i>20.5%</i>	<i>20.9%</i>	<i>20.5%</i>
Satışların Maliyeti (-)	(4,978)	(6,201)	(7,002)	(8,359)	(10,718)	(13,420)	(17,237)	(20,855)	(25,056)	(30,116)	(36,219)	(43,810)	(52,713)	(63,454)	(76,422)	(92,442)	(111,371)
Brüt Satış Karı	3,472	3,867	4,336	5,132	6,635	8,352	10,809	13,016	15,657	18,840	22,684	27,354	32,960	39,731	47,915	57,848	69,799
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>41.1%</i>	<i>38.4%</i>	<i>38.2%</i>	<i>38.0%</i>	<i>38.2%</i>	<i>38.4%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.4%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.4%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>	<i>38.5%</i>
Faaliyet Giderleri (-)	(2,812)	(3,299)	(3,706)	(4,356)	(5,468)	(6,738)	(8,511)	(10,179)	(12,131)	(14,471)	(17,280)	(20,724)	(24,787)	(29,671)	(35,548)	(42,730)	(51,253)
Pazarlama ve Satış Dağıtım Giderleri	(2,285)	(2,706)	(3,044)	(3,606)	(4,601)	(5,738)	(7,346)	(8,844)	(10,602)	(12,717)	(15,265)	(18,402)	(22,110)	(26,581)	(31,975)	(38,587)	(46,447)
Genel Yönetim Giderleri	(527)	(593)	(662)	(750)	(867)	(999)	(1,165)	(1,334)	(1,529)	(1,754)	(2,015)	(2,322)	(2,677)	(3,090)	(3,573)	(4,143)	(4,806)
Faaliyet Karı (VFÖK)	660	567	630	776	1,168	1,614	2,298	2,837	3,526	4,370	5,403	6,630	8,173	10,060	12,366	15,118	18,546
<i>VFÖK Marjı (%)</i>	<i>7.8%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.8%</i>	<i>6.7%</i>	<i>7.4%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.9%</i>	<i>9.2%</i>	<i>9.3%</i>	<i>9.5%</i>	<i>9.7%</i>	<i>9.9%</i>	<i>10.1%</i>	<i>10.2%</i>
Amortisman	21	19	19	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
VAFÖK	681	587	648	794	1,186	1,633	2,316	2,856	3,545	4,388	5,422	6,648	8,192	10,078	12,385	15,137	18,564
<i>VAFÖK Marjı (%)</i>	<i>8.1%</i>	<i>5.8%</i>	<i>5.7%</i>	<i>5.9%</i>	<i>6.8%</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.7%</i>	<i>9.0%</i>	<i>9.2%</i>	<i>9.3%</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.8%</i>	<i>10.0%</i>	<i>10.1%</i>	<i>10.2%</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik Değerleme Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Ortadoğu Elektrik - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")																	
('000 TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	ND
VAFÖK	587	648	794	1,186	1,633	2,316	2,856	3,545	4,388	5,422	6,648	8,192	10,078	12,385	15,137	18,564	19,307
VAFÖK marjı	6%	11%	23%	49%	38%	42%	23%	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	22%	23%	4%
Nihai dönem büyüme oranı %	4%																
Amortisman	(19)	(19)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
VFÖK	567	630	776	1,168	1,614	2,298	2,837	3,526	4,370	5,403	6,630	8,173	10,060	12,366	15,118	18,546	19,288
Vergi gideri	(113)	(126)	(155)	(234)	(323)	(460)	(567)	(705)	(874)	(1,081)	(1,326)	(1,635)	(2,012)	(2,473)	(3,024)	(3,709)	(3,858)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	454	504	621	934	1,291	1,838	2,270	2,821	3,496	4,323	5,304	6,539	8,048	9,893	12,095	14,837	15,431
Artı: Amortisman	19	19	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	(81)	(64)	(108)	(193)	(221)	(314)	(291)	(342)	(412)	(497)	(613)	(725)	(876)	(1,058)	(1,298)	(1,544)	(362)
Eksi: Yatırım harcaması	(19)	(19)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı	373	440	513	741	1,071	1,525	1,979	2,479	3,084	3,825	4,691	5,813	7,172	8,835	10,797	13,293	15,068
AOSM (İndirgeme oranı)	14.0%																
Bugünkü değer katsayısı	0.94	0.82	0.72	0.63	0.55	0.49	0.43	0.37	0.33	0.29	0.25	0.22	0.19	0.17	0.15	0.13	0.13
Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı	349	362	370	468	593	741	844	927	1,011	1,101	1,184	1,287	1,392	1,504	1,612	1,741	19,713
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	15,487																
Bugünkü değer -- nihai dönem	19,713																
İşletme değeri	35,200																
Net Borç	103																
Özsermaye değeri	35,303																

Kaynak: KPMG Analizi & Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik Yönetimi 2015 – 2030 yılları arası tahmini dönem için yıllık ortalama 18 bin TL amortisman öngörmüşlerdir. Tahmini dönemde yatırım harcamasının amortismanına eşit olacağı öngörülmektedir.

TL bazlı indirgeme oranı ("AOSM") %14.0 olarak hesaplanmıştır. İndirgeme oranı hakkında detaylı açıklamalar önceki sayfalarda yer almaktadır.

Ortadoğu Elektrik'in 31.12.2014 tarihli bilançosuna göre net nakit fazlası büyüklüğü 103 bin TL'dir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi kullanılarak hesaplanan Ortadoğu Elektrik'in Özsermaye Değeri **35.3 milyon TL'dir**.

Ortadoğu Elektrik Değerleme Analizi

Benzer Şirketler Yöntemi

Ortadoğu Elektrik - Benzer Şirketler Analizi							
('000 TL)	Şirket Değeri	ŞD/Satışlar			ŞD/VAFÖK		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,098,203	3.9x	4.0x	2.9x	21.7x	18.7x	22.2x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3,680,599	2.0x	2.1x	1.8x	11.5x	12.0x	10.4x
PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	22,610,602	1.3x	1.1x	1.2x	7.5x	4.5x	4.4x
Joint Stock Company Territorial Generating Company No.1	2,100,085	0.6x	0.5x	0.5x	2.6x	1.9x	2.3x
Volga Territorial Generation Company	1,903,680	0.5x	0.4x	0.4x	5.9x	3.4x	3.2x
Kuban Power Sale Company Open Joint-Stock Company	130,388	0.1x	0.1x	NA	1.3x	3.7x	NA
OAQ Ryazan Energy Retail Company	1,061	0.0x	0.0x	NA	0.6x	2.0x	NA
Exelon Corporation	123,942,707	3.0x	2.3x	2.0x	9.2x	7.8x	8.7x
American Electric Power Co., Inc.	113,932,613	4.5x	3.6x	2.9x	13.0x	10.7x	9.3x
PPL Corporation	105,127,762	4.8x	4.1x	3.9x	13.4x	11.1x	10.4x
FirstEnergy Corp.	88,426,749	3.4x	2.8x	2.5x	15.6x	10.8x	9.5x
Pinnacle West Capital Corporation	25,969,346	4.4x	3.5x	3.2x	10.9x	9.0x	8.8x
Westar Energy, Inc.	21,058,205	5.2x	4.1x	3.6x	13.7x	11.2x	9.5x
Ortalama		2.6x	2.2x	2.3x	9.8x	8.2x	9.0x
Medyan		3.0x	2.3x	2.5x	10.9x	9.0x	9.3x
Maksimum		5.2x	4.1x	3.9x	21.7x	18.7x	22.2x
Minimum		0.0x	0.0x	0.4x	0.6x	1.9x	2.3x

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Ortadoğu Elektrik'e uygun piyasa çarpanlarını belirlemek için; yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda Ortadoğu Elektrik'e benzerlik gösterdiği düşünülen genellikle toptan satış faaliyetlerine ağırlık veren firmalara ait çarpanlar analiz edilmiştir.

Ortadoğu Elektrik'in Piyasa Çarpanları Analizi ŞD/Satışlar çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **19.2 – 21.3 milyon TL** aralığında, ŞD/VAFÖK çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri **6.2 – 6.5 milyon TL** aralığındadır. Benzer şirketler portföyünde Ortadoğu Elektrik gibi sadece toptan elektrik satışı yapan firmalara ulaşılamadığı için, piyasa çarpanları yöntemi Ortadoğu Elektrik Özsermaye Değeri belirlenirken ikincil sırada tutulacaktır.

Ortadoğu Elektrik - Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/Satışlar	2.3x	2.5x
Parametre - Satışlar	8,450	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	19,077	21,228
Net Borç	103	103
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	19,180	21,331

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Ortadoğu Elektrik - Benzer Şirketler Analizi		
('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan - ŞD/VAFÖK	9.0x	9.3x
Parametre - 2014 VAFÖK	681	
Ortadoğu Enerji Şirket Değeri	6,116	6,361
Net Borç	103	103
Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	6,219	6,464

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Ortadoğu Enerji Değerleme Analizi

Sonuç - Ortadoğu Enerji Konsolide Özsermaye Değeri

Ortadoğu Enerji'nin toplam özsermaye değerine ulaşılırken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, Piyasa Çarpanları ve Özsermaye metodolojileri kullanılmıştır. Ortadoğu Enerji'nin faaliyet alanı ve diğer metotlarla karşılaştırıldığında tahmini dönem gelirlerinin daha gerçekçi ve adil sonuç vereceği göz önüne alındığında, Ortadoğu Enerji'nin değerlemesinde İNA analizinin kullanılmasına karar verilmiştir.

Ortadoğu Enerji'nin Özsermaye Değeri çalışmamızda 280.1 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Körfez Enerji ve Ortadoğu Elektrik firmaları Ortadoğu Enerji firmasının %99 iştirakidir. Yeşil İnşaat'ın Ortadoğu Enerji'deki %2'lik payına düşen değer 7,0 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Ortadoğu Enerji ve İştirakleri Özsermaye Değerleme Özeti						
('000 TL)	İNA Metodu	Benzer Şirketler Metodu				Özsermaye Metodu
		Satışlar		VAFÖK		
		Düşük	Yüksek	Düşük	Yüksek	
Ortadoğu Enerji (%100)	280,076	71,646	142,382	392,243	433,348	63,118
Körfez Enerji (%100)	36,219	14,931	25,716	65,416	71,828	235
Ortadoğu Elektrik (%100)	35,303	19,180	21,331	6,219	6,464	1,254

Kaynak: KPMG Analizi

Ortadoğu Enerji ve İştirakleri Özsermaye Değerleme Sonucu	
('000 TL)	
Ortadoğu Enerji (%100)	280,076
Körfez Enerji (%99)	35,857
Ortadoğu Elektrik Toptan Satış (%99)	34,950
Konsolide Ortadoğu Enerji Özsermaye Değeri	350,883
Yeşil İnşaat'ın Ortadoğu Enerji'deki payının değeri (2%)	7,018

Kaynak: KPMG Analizi

- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Yeşil İnşaat - Net Aktif Değeri

	UFRS		Düzeltilmiş
('000 TL)	31/12/2014	Düzeltilme	31/12/2014
Toplam Varlıklar	372,298	82,022	454,320
Toplam Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	320,864	-	320,864
Yeşil İnşaat A.Ş. - Net Aktif Değeri	51,435	82,022	133,457

Kaynak: Şirket Yönetimi ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - ŞD/Satışlar

('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	0.7x	0.8x
Yeşil İnşaat Satışlar (31.12.2014)	142,432	
Yeşil İnşaat Şirket Değeri	92,977	118,088
Net Borç	(2,515)	(2,515)
Yeşil İnşaat Özsermaye Değeri	90,462	115,573

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat Benzer Şirketler Analizi - F/DD

('000 TL)	Düşük	Yüksek
Seçilen Çarpan	1.3x	1.6x
Yeşil İnşaat Defter Değeri (31.12.2014)	51,435	
Yeşil Yapı Özsermaye Değeri	65,100	84,856

Kaynak: Capital IQ ve KPMG Analizi

Yeşil İnşaat - Özkaynak (Solo)

('000 TL)	31/12/2014
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	10,000
Paylara İlişkin Primler	97
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	748
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(47,377)
Net Dönem Karı/Zararı	87,967
51,435	

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat'ın Özkaynak Değeri'nin tespitinde, Yeşil İnşaat'ın 31 Aralık 2014 Değerleme Tarihi itibariyle hazırlanmış olan bağımsız denetimden geçmiş solo finansal tablolar esas alınmıştır.

Yeşil İnşaat'ın, 31 Aralık 2014 tarihli bağımsız denetimden geçmiş UFRS ile uyumlu bilançosunda yer alan Özkaynak Değeri **51.4 milyon TL'dir**.

Piyasa çarpanları analizinde, şirketlerin Şirket Değeri ("ŞD") /Satışlar, ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK ve Fiyat ("F") / Defter Değeri ("DD") çarpanları incelenmiştir. Yeşil İnşaat'ın Değerleme Tarihi itibariyle VAFÖK ve VFÖK değerleri negatif olduğu için ŞD/VAFÖK ve ŞD/VFÖK çarpanları kullanılamamıştır. Yeşil İnşaat'ın, Şirket Değeri/Satışlar çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **91-116 milyon TL**, F/DD çarpanına göre hesaplanan Özsermaye Değeri **65-85 milyon TL** aralığındadır.

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablosu bulunmadığı için Piyasa Çarpanlar ve Özkaynak metodlarında solo finansal tablolar kullanılmıştır.

Net Aktif Değeri metodolojisine göre hesaplanan Yeşil İnşaat'ın özsermaye değeri aşağıdaki tabloda sunulduğu gibi, **133.5 milyon TL'dir**.

Yeşil İnşaat'ın özsermaye değerinin hesaplanmasında Net Aktif Değer Yöntemi, Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Özkaynak Yöntemi'ne yer verilmiş ve Yeşil İnşaat'ın faaliyetleri ve şirket yapısını göz önüne alınarak en doğru yöntemin Net Aktif Değeri ("NAD") metodoloji olduğuna tarafımızca karar verilmiştir.

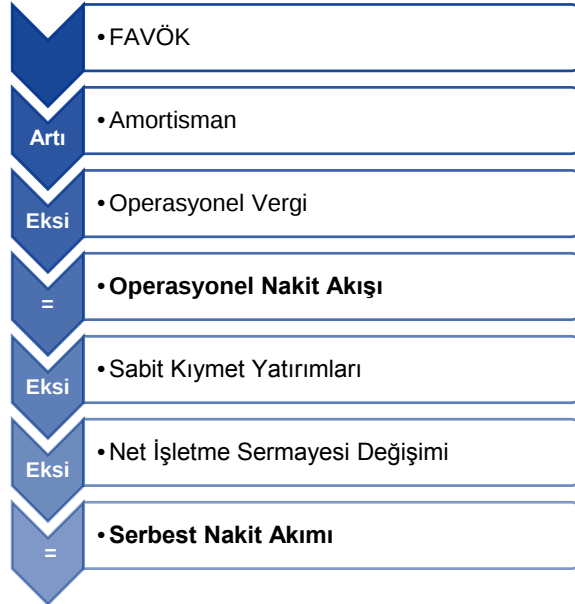
- Giriş
- Değerleme Metodolojileri ve Yaklaşım
- Yeşil İnşaat Değerleme Analizi
 - Innovia 4
 - Innovia Marka
 - Yeşil GYO
 - Ortadoğu Enerji
 - ✓ Körfez Enerji
 - ✓ Ortadoğu Elektrik
- Sonuç
- Ekler

Değerleme için teorik olarak izlenmesi gereken metot gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.

İNA analizinde; tahmini dönem işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle beş yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran (“İndirgeme Oranı”) nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.

Tahmini dönem için borçtan arındırılmış nakit akımı hesaplaması için kullanılan basamaklar aşağıda gösterilmektedir:



Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir.

Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılır.

Nihai değer hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

- Nihai değer piyasa değeri = [Son döneme ait serbest nakit akımı * (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)
- Nihai değer bugünkü değeri = Nihai değer adil piyasa değeri / ((1+ indirgeme oranı)^indirgeme dönemi)

Marka

Marka tescili ve markanın korunmasının esaslarını belirleyen 556 sayılı Markaların Korunması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ya göre Marka, *“bir teşebbüsün mal veya hizmetlerini bir başka teşebbüsün mal veya hizmetlerinden ayırt etmeyi sağlaması koşuluyla, kişi adları dahil, özellikle sözcükler, şekiller, harfler, sayılar malların biçimi veya ambalajları gibi çizimle görüntülenebilen veya benzer biçimde ifade edilebilen, baskı yoluyla yayınlanabilen ve çoğaltılabilen her türlü işaret”* olarak tanımlanmıştır.

En genel anlamıyla Marka, bir ürünü veya hizmeti rakip ürün ve hizmetlerden ayırt edebilmek ve tüketicilere yüksek ve sürekli bir kalite güvencesi sunabilmek için ürün ve hizmete verilen görsel dizayn veya isimdir. Markanın en önemli fonksiyonu aynı çeşit mal ve hizmetleri diğerlerinden ayırt etme özelliğidir.

Amerikan Pazarlama Birliği tarafından ise, marka; bir satıcı ya da satıcılar grubunun ürünlerini ya da hizmetlerini tanımlamaya ve rakiplerinden ayırmaya yarayan isim, sembol, terim işaret veya desen veya bunların kombinasyonu olarak tanımlanmıştır.

Marka Değeri ve Marka Değerini etkileyen Faktörler

Marka değeri ürün ve hizmetlere kazandırılan itibardır. Bu itibar, markanın yönettiği şirketin karı, Pazar payı, fiyatlar gibi marka hususunda tüketicilerin nasıl düşünüp, hissedip, davrandıkları ile yansıtılır. Marka değeri şirkete finansal ve psikolojik açılarından itibar katan görülmeyen bir varlıktır.

Başka bir ifade ile marka değeri, marka sahibinin bir markanın kullanımından sağlayabileceği gelecekteki bütün finansal girdilerin bugünkü değerini anlatır.

Bir markanın değerini etkileyen faktörler

- markanın yaşı,
- kullanımı,
- genişleme potansiyeli,
- ürün ve hizmet kalitesi,
- karlılığı,
- pazar payı ve pazar potansiyeli,
- marka bilgisi (marka farkındalığı ve marka imajı),
- markaya sadakat

olarak belirtilebilir.

Yeşil İnşaat - UFRS Solo Bilanço		
('000 TL)	31/12/2013	31/12/2014
Dönen Varlıklar		
Nakit ve Nakit Benzerleri	354	946
Finansal Yatırımlar	16,849	16,860
Ticari Alacaklar	29,666	26,257
Diğer Alacaklar	78,405	93,772
Stoklar	81,467	47,598
Peşin Ödenmiş Giderler	9,592	602
Diğer Dönen Varlıklar	7,299	34,641
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	39,266	-
	262,898	220,676
Duran Varlıklar		
Ticari Alacaklar	5,843	5,745
Diğer Alacaklar	171	199
Finansal Yatırımlar	4,929	90,275
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	34,823	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	34,469	32,485
Maddi Duran Varlıklar	7,034	7,534
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	129	124
Peşin Ödenmiş Giderler	-	3,014
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,682	8,169
Diğer Duran Varlıklar	8,778	4,077
	97,859	151,622
Toplam Varlıklar	360,757	372,298

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - Net Borç (Solo)	
('000 TL)	
Nakit ve Nakit Benzerleri	946
Kısa Vadeli Borçlanmalar	(2,224)
Uzun Vadeli Borçlanmalar	(1,237)
Net Borç	(2,515)

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - UFRS Solo Bilanço		
('000 TL)	31/12/2013	31/12/2014
Kısa Vadeli Yükümlülükler		
Kısa Vadeli Borçlanmalar	16,538	2,224
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1,562	-
Ticari Borçlar	80,970	213,658
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	976	1,002
Diğer Borçlar	200,545	14,412
Ertelenmiş Gelirler	68	85,986
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,055	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	255	214
	301,969	317,496
Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,482	1,237
Ticari Borçlar	69,752	-
Diğer Borçlar	9	9
Ertelenmiş Gelirler	-	1,576
Uzun Vadeli Karşılıklar	397	544
	72,640	3,367
Özkaynaklar		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		
Ödenmiş Sermaye	10,000	10,000
Paylara İlişkin Primler	97	97
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	76	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	748	748
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	11,829	(47,377)
Net Dönem Karı/Zararı	(36,601)	87,967
	(13,852)	51,435
Toplam Kaynaklar	360,757	372,298

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yeşil İnşaat - UFRS Solo Gelir Tablosu		
('000 TL)	2013	2014
Sürdürülen Faaliyetler		
Satış Gelirleri	274,743	142,396
Satışların Maliyeti (-)	(267,264)	(139,699)
Brüt Esas Faaliyet Karı	7,479	2,697
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(17)	(3,190)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2,273)	(2,070)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10,178	16,626
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(41,966)	(43,487)
Faaliyet Karı/Zararı	(26,600)	(29,425)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	9,169	146,259
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(11,157)	(1,567)
Finansman Gideri Öncesi Karı/Zararı	(28,588)	115,267
Finansman Gelirler	-	6,487
Finansman Giderleri (-)	(5,119)	(31,394)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	(33,707)	90,361
Dönem Vergi Gelir/Gideri	(2,742)	(3,211)
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	1,061	817
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	(35,388)	87,967
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	(1,213)	-
Dönem Karı/Zararı	(36,601)	87,967
Diğer kapsamlı gelir/(gider) (vergi sonrası)	76	-
Toplam Kapsamlı Gelir / (Gider)	(36,526)	87,967

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Enerji - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar		17,854	33,230	108,157
Hazır Değerler	1,245	6,096	(2,883)	7,885
Kasa	0	13	20	17
Alınan Çekler	-	-	-	60
Bankalar	1,074	5,919	3,270	8,552
Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-)	-	-	(6,366)	(953)
Diğer Hazır Değerler	171	163	193	210
Ticari Alacaklar	3,001	3,284	97	45
Diğer Alacaklar	5,856	2,060	22,955	76,795
Stoklar	1,275	2,484	4,492	8,854
Gel. Ayl. Ait Gid. Ve Gelir Tah.	96	3,670	7,467	9,247
Diğer Dönen Varlıklar	92	260	1,102	5,331
Toplam Dönen Varlıklar	11,565	17,854	33,230	108,157
Duran Varlıklar				
Ticari Alacaklar	13	13	23	26
Mali Duran Varlıklar	2,278	9,892	1,938	2,938
Maddi Duran Varlıklar	32,689	39,057	56,275	53,616
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	621	1,031	853	540
Toplam Duran Varlıklar	35,601	49,994	59,089	57,120
Toplam Varlıklar	47,166	67,848	92,320	165,277

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Enerji - Net Borç	
('000 TL)	
Kasa	17
Bankalar	8,552
Mali Borçlar - KV	(32,725)
Mali Borçlar - UV	(37,863)
Net Borç	(62,019)

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Enerji - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	6,627	10,045	13,352	32,725
Ticari Borçlar	5,554	12,333	7,746	7,974
Diğer Borçlar	3,843	2,473	263	1,250
Alınan Avanslar	4	1	9	33
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	383	174	716	704
Borç Ve Gider Karşılıkları	892	-	-	-
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tah.	-	53	24	2,662
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	75	66	-	-
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	17,377	25,145	22,110	45,349
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	32,521	35,094	43,760	37,863
Ticari Borçlar	-	-	2,056	18,910
Borç Ve Gider Karşılıkları	37	37	37	37
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	32,557	35,131	45,852	56,810
Özkaynaklar	(2,768)	7,572	24,358	63,118
Ödenmiş Sermaye	12,242	13,000	13,000	13,000
Geçmiş Yıllar Karları	-	-	9,582	24,128
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	(8,874)	(15,010)	(15,010)	(15,010)
Dönem Net Karı (Zararı)	(6,137)	9,582	16,786	41,001
Toplam Özkaynaklar	(2,768)	7,572	24,358	63,118
Toplam Kaynaklar	47,166	67,848	92,320	165,277

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik - VUK Gelir Tablosu				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Brüt Satışlar	24,287	38,308	83,540	99,229
Yurt İçi Satışlar	17,272	38,308	83,540	99,229
Diğer Gelirler	7,015	-	-	-
Satış İndirimleri (-)	(100)	(15)	-	-
Net Satışlar	24,188	38,292	83,540	99,229
Satışların Maliyeti (-)	(15,849)	(13,534)	(25,936)	(24,935)
Brüt Satış Karı Veya Zararı	8,338	24,759	57,604	74,294
Faaliyet Giderleri	(8,951)	(15,264)	(31,662)	(34,482)
Faaliyet Karı Veya Zararı	(613)	9,495	25,942	39,812
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir Ve Karlar	1,425	3,673	3,612	7,089
Diğer Faal. Olağan Gider Ve Zararlar(-)	(7,576)	(807)	(1,871)	(3,745)
Finansman Giderleri (-)	(1,622)	(2,668)	(11,004)	(2,207)
Olağan Kar Veya Zarar	(8,387)	9,693	16,679	40,949
Olağan Dışı Gelir Ve Karlar	2,250	26	125	64
Dönem Karı Veya Zararı	(6,137)	9,719	16,803	41,013
Dönem Karı Vergi Ve Diğer Yasal Yük. Karş.(-)	(0)	(137)	(17)	(11)
Dönem Net Karı Veya Zararı	(6,137)	9,582	16,786	41,001

Kaynak: Şirket Yönetimi

Körfez Enerji - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar				
Hazır Değerler	542	21	424	21
Kasa	0	1	-	1
Bankalar	542	20	510	20
Verilen Çekler ve Ödeme Emir.(-)	-	-	(86)	-
Ticari Alacaklar	-	7	7	7
Diğer Alacaklar	1,551	18	9	18
Stoklar	761	75	1,369	75
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	-	225	529	225
Diğer Dönen Varlıklar	304	494	309	494
Toplam Dönen Varlıklar	3,158	840	2,647	840
Duran Varlıklar				
Ticari Alacaklar	1	1	1	1
Maddi Duran Varlıklar	3,290	7,252	12,652	7,252
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	3	65	3
Toplam Duran Varlıklar	3,291	7,256	12,718	7,256
Toplam Varlıklar	6,449	8,096	15,365	8,096

Kaynak: Şirket Yönetimi

Körfez Enerji - Net Borç	
('000 TL)	
Kasa	1
Bankalar	20
Mali Borçlar - KV	(828)
Mali Borçlar - UV	(4,641)
Net Borç	(5,449)

Kaynak: Şirket Yönetimi

Körfez Enerji - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	-	828	2,079	828
Ticari Borçlar	416	750	1,138	750
Diğer Borçlar	17	1,611	5,702	1,611
Alınan Avanslar	0	0	2	0
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	21	30	88	30
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	0	11	58	11
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	454	3,219	9,008	3,219
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	4,888	4,641	6,367	4,641
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	4,888	4,641	6,367	4,641
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	1,200	1,200	1,200	1,200
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	(13)	(93)	(965)	(93)
Dönem Net Karı (Zararı)	(80)	(872)	(245)	(872)
Toplam Özkaynaklar	1,107	235	(10)	235
Toplam Kaynaklar	6,449	8,096	15,365	8,096

Kaynak: Şirket Yönetimi

Körfez Enerji - VUK Gelir Tablosu				
('000 TL)	2011	2012	2013	2014
Net Satışlar	-	871	4,646	9,092
Satışların Maliyeti (-)	-	(1,195)	(1,703)	(3,042)
Brüt Satış Karı Veya Zararı	-	(324)	2,943	6,050
Faaliyet Giderleri	(125)	(675)	(1,262)	(1,828)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	(1)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-	(55)	(29)	(61)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(125)	(620)	(1,234)	(1,765)
Faaliyet Karı veya Zararı	(125)	(999)	1,681	4,222
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	167	192	266	733
Diğer Faal. Olağan Gider Ve Zararlar(-)	(122)	(62)	(480)	(585)
Finansman Giderleri (-)	-	(17)	(1,775)	(1,259)
Olağan Kar veya Zarar	(80)	(887)	(308)	3,110
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	0	46	63	1
Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	(0)	(32)	(0)	(4)
Dönem Net Karı veya Zararı	(80)	(872)	(245)	3,107

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar				
Hazır Değerler	226	286	250	407
Alınan Çekler	-	-	-	304
Bankalar	226	286	250	103
Ticari Alacaklar	894	1,723	1,609	2,051
Diğer Alacaklar	-	15	2	5
Gelecek Aylara Ait Gider ve Gelir Tahakkukları	-	56	276	62
Diğer Dönen Varlıklar	40	2	2	2
Toplam Dönen Varlıklar	1,160	2,082	2,139	2,526
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	1	0	3	1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	238	223	203	183
Toplam Duran Varlıklar	239	224	206	185
Toplam Varlıklar	1,399	2,306	2,345	2,711

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik - Net Borç	
('000 TL)	
Bankalar	103
Net Borç	103

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik - VUK Bilanço				
('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	-	5	6	-
Ticari Borçlar	141	419	1,022	931
Diğer Borçlar	76	185	97	310
Alınan Avanslar	0	-	3	1
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	41	140	97	108
Borç ve Gider Karşılıkları	7	74	-	-
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	26	96	30	107
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	291	918	1,255	1,457
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	1,000	1,000	1,000	1,000
Kar Yedekleri	-	12	12	12
Geçmiş Yıllar Karları	-	-	376	376
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	(35)	-	-	(277)
Dönem Net Karı (Zararı)	143	376	(298)	143
Toplam Özkaynaklar	1,108	1,388	1,090	1,254
Toplam Kaynaklar	1,399	2,306	2,345	2,711

Kaynak: Şirket Yönetimi

Ortadoğu Elektrik - VUK Gelir Tablosu				
('000 TL)	2011	2012	2013	2014
Brüt Satışlar	3,903	7,000	9,656	8,348
Yurt İçi Satışlar	3,903	7,000	9,656	8,348
Satış İndirimleri	(1)	(40)	(20)	(80)
Net Satışlar	3,902	6,960	9,636	8,268
Satışların Maliyeti (-)	(2,117)	(4,041)	(7,589)	(5,793)
Brüt Satış Karı veya Zararı	1,785	2,919	2,047	2,474
Faaliyet Giderleri	(1,611)	(2,548)	(2,712)	(2,380)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	(2,092)	-	-
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(1,413)	-	(2,077)	(2,001)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(198)	(457)	(635)	(379)
Faaliyet Karı veya Zararı	174	370	(665)	94
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Karlar	2	307	426	111
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zararlar(-)	(0)	(159)	(31)	(72)
Finansman Giderleri (-)	(5)	(40)	(28)	(25)
Olağan Kar veya Zarar	170	479	(298)	108
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	-	1	0	35
Dönem Karı veya Zararı	170	480	(298)	143
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yük. Karş.(-)	(28)	(104)	(0)	-
Dönem Net Karı veya Zararı	143	376	(298)	143

Kaynak: Şirket Yönetimi

Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) tarafından Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri Tic. A.Ş.’nin (“Şirket”, “Müşteri” veya “Yeşil İnşaat”) isteği üzerine Şirket’in iştirakleri ve devam eden projelerini de göz önünde bulundurarak 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla (“Değerleme Tarihi”) İşletme Değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında Yeşil İnşaat’ın kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı iznimiz olmadan verilemez.

KPMG veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Şirket Yönetimi’nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.



cutting through complexity™

© KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

KPMG adı, Logosu ve “cutting through complexity” sloganı KPMG International'ın tescilli ticari markasıdır.