

**ARSTATE TURİZM PAZARLAMA
VE TİCARET A.Ş.
Şirket Değerleme Raporu**

İçindekiler-I

1. GİRİŞ.....	1
1.1. Değerleme Uzmanının Kimliği ve Rapor Tarihi	1
1.2. Müşterinin Kimliği	1
1.3. Talimatlar, Değer Takdirinin Tarihi, Değerlemenin Amacı ve Ne İçin Kullanılacağı	1
1.4. Değerin Tip ve Tanımı ile Birlikte Değerlemenin Temeli	1
1.5. Değerlendirilecek Varlıkların Mahiyeti, Tasarruf Hakkı ve Yerleri	1
1.6. Araştırmanın Tarihi ve Boyutu.....	2
1.7. Değerleme Çalışmasının Kapsam ve Boyutu	2
1.8. Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Durumlar ile Özel, Alışılmamış, Olağanüstü Varsayımlar.....	3
1.9. Değerlemenin Gerekli Açıklamalara Göre Gerçekleştirildiğini Belirten Uygunluk Beyanı	3
1.10. Değerleme Uzmanının Mesleki Ehliyeti ve İmzası	4
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER.....	4
2.1. Şirket'in Kayıtlı Adresi ve Ortaklık Yapısı	4
2.2. Şirket'in Faaliyet Konusu	4
2.3. Şirket'in Aktifinde Yer Alan Gayrimenkullere Ait Bilgiler.....	5
2.4. Şirket'in Mali Tabloları	7
2.4.1. Bilanço.....	8
2.4.2. Gelir Tablosu	10
3. DÜNYA VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER	11
3.1. Dünya Ekonomisi	11
3.2. Türkiye Ekonomisi	14
3.2.1. GSYH, Sanayi Üretimi ve Talep Unsurlarındaki Gelişmeler	14
3.2.1.1. GSYH ve Sektörel Büyüme Hızları.....	14
3.2.1.2. Harcama Yöntemiyle GSYH:	16
3.2.2. İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler	18
3.2.3. Ödemeler Dengesi	18
3.2.3.1. Cari İşlemler Dengesi	18
3.2.3.2. Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler.....	20
3.2.4. Merkezi Yönetim Bütçesi	20
3.2.5. Fiyat Gelişmeleri	21

İçindekiler-II

4. SEKTÖRE İLİŞKİN BİLGİLER	22
4.1. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü.....	22
4.1.1. Amerika Birleşik Devletleri	22
4.1.2. Euro Alanı	23
4.2. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü	24
4.3. Türkiye Konut Sektörü	25
4.4. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	29
4.5. Türkiye Turizm Sektörü Analizi	32
5. DEĞERLEME	40
5.1. Değerleme Yaklaşımları	40
5.2. Değerlemede Kullanılan Yaklaşım ve Yöntem	41
5.2.1. İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi	42
5.2.1.1. İNA Analizini Uygulanması ve Sonuçları.....	44
5.2.2. Net Aktif Değeri	46
5.2.2.1. Net Aktif Değeri Yöntemine Göre Şirket Değeri	46
5.2.3. Benzer Şirket ile Karşılaştırma Yöntemi	47
5.2.3.1. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranına Göre Şirket Değeri	47
5.2.3.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranına Göre Şirket Değeri	48
6. SONUÇ	49
(EK-1) Öngörülen Temel Performans Oranları.....	50
(EK-2) Tahmini Bilançolar.....	51
(EK-3) Tahmini Gelir Tabloları	52
(EK-4) Tahmini Nakit Akımları	53
(EK-5) Öngörülen Ekonomik Kar	54
(EK-6) Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler	55
(EK-7) Tahmini Yatırılan Sermaye	56

**ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ
ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU**

**Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yönetim Kurulu'na**

Talebiniz üzerine iştirakiniz olan Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi'nin değerlemesine ilişkin raporunuzu hazırlamış bulunmaktayız. Bu raporun amacı, Şirket'in toplam değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulunuza yardımcı olmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Yönetim Kurulunuzun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri, herhangi bir baskı altında olmaksızın ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirdiği bir ortamda oluşur. Ancak bir şirketin değerinin, en son istekli bir alıcı ve satıcı ile tarafımızdan hesaba katılamayan diğer etkenlerin ayrı ayrı ve/veya birlikte dikkate alınarak belirleneceği de aşiktir.

Şirket Değerlemesi'nde, Uluslararası Standartlar ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri (GKDİ) çerçevesinde Davranış Kuralları'nın Ahlaki İlkeler, Yetkinlik, Açıklama ve Raporlama ile ilgili tüm bölümlerine uygun hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiç bir fayda koşuluna bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme çalışması Şirket yönetimi tarafından sağlanan finansal ve diğer bilgiler ile Şirket'in geçmiş dönemler denetlenmiş mali tabloları çerçevesinde hazırlanmış gelir tablolarının analizi, Şirket yönetimi ile Şirket'in mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin tartışılması ve değerlendirilmesinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğundadır.

Değerleme çalışmamızın sonucunda, kullanılan yöntemler içinde daha uygun görülen İndirgenmiş Nakit Akımları ve Net Varlık Değeri Yöntemlerinin aritmetik ortalaması olan **64.096.776.-TL**'nin Şirket değeri olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Bu raporun sonuçları başka amaçlı hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılık gösterebilir. Bu nedenle raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Şirketimiz veya çalışanları hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak bilginiz için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İstanbul, 18 Haziran 2013

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM ANONİM ŞİRKETİ
(Associate member of PRAXITY AISBL)

Mehmet Nadi Abbasoğlu, YMM
Sorumlu Ortak Başdenetçi



1. GİRİŞ

1.1. Değerleme Uzmanının Kimliği ve Rapor Tarihi

Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. adına, Yeminli Mali Müşavir-Sorumlu Ortak Başdenetçi, Mehmet Nadi ABBASOĞLU’dur.

Düzenlenen değerleme raporu **18 Haziran 2013** tarihli dir.

1.2. Müşterinin Kimliği

Payları halka açık olan Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ‘dir.

1.3. Talimatlar, Değer Takdirinin Tarihi, Değerlemenin Amacı ve Ne İçin Kullanılacağı

Değer takdirinin tarihi rapor tarihidir.

Bu rapor, Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetimi (kısaca “Özak GYO”) adına gelen talep üzerine hazırlanmıştır.

Raporun amacı, Özak GYO tarafından paylarının alımı planlanan, bir Özak GYO iştiraki olan Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret A.Ş.’nin (kısaca “Şirket” veya “Arstate”) halka açık olmayan paylarının değerini hesaplamaktır.

Bu rapor sadece Özak GYO Yönetimi’nin kullanımı için hazırlanmıştır ve bu raporu dikkate alacak diğer kişilere karşı sorumluluk beyan edilmemektedir.

1.4. Değerin Tip ve Tanımı ile Birlikte Değerlemenin Temeli

Şirket değerleme çalışmamızda Pazar Değeri Yaklaşımı esas alınmış olup, Pazar Değeri, herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutar olarak tanımlanmaktadır.¹

1.5. Değerlendirilecek Varlıkların Mahiyeti, Tasarruf Hakkı ve Yerleri

Değerlemeye konu olan varlık (mülk), halka açık olmayan Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi’nin hisseleridir.

¹ Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği (Seri VIII, No:45)

1.6. Araştırmanın Tarihi ve Boyutu

Değerleme çalışması kapsamında Özak GYO’nun İstanbul, Başakşehir’deki Genel Merkezi ziyaret edilmiştir. Şirket Yönetimi ile görüşmeler, Şirket ve sektör ile ilgili elde edilen bilgi ve verilerin incelenmesi de dahil olmak üzere alan çalışmamız 2013 Haziran ve Mayıs aylarında gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, aşağıda yer alan şirket ve Özak Global Grup yetkililerinden bilgiler elde edilmiştir;

- Vedat ATEŞ, Özak Global Holding A.Ş. , Mali İşler Grup Başkanı
- Hasan YAKUT, Özak GYO, Muhasebe Müdür Yardımcısı

Ayrıca;

- Arstate mülkiyetinde bulunan gayrimenkuller için, raporumuz tarihi itibarıyla en güncel rapor olan, Standart Gayrimenkul Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanmış 13.02.2013 tarih ve SvP_12_ÖZAKGYO_REV_09 sayılı gayrimenkul değerleme raporu,
- Arstate’in IFRS (UFRS) kapsamında düzenlenmiş 31.03.2013 tarihli Bilanço ve aynı tarihte sona eren döneme ait Gelir Tablosu,
- Arstate’in Bilanço, Gelir Tablosu ve Nakit Akım Projeksiyonları,

Değerleme çalışmamız kapsamında temin edilmiştir.

1.7. Değerleme Çalışmasının Kapsam ve Boyutu

Bu raporun amacı doğrultusunda bir denetim çalışması gerçekleştirilmemiştir. Bu yüzden, Arstate’in mali tablolarına, faaliyetleri ve iç kontrol sistemi dahil olmak üzere finansal veya diğer bilgilerine ilişkin herhangi bir güvence veya bir görüş vermemekteyiz.

Arstate’in varlıklarının ve hisselerinin herhangi bir alım veya satımı kararında, prosedürlerimizin kapsamının tek başına yeterliği olduğu konusunda bir görüş sunmamaktayız. Ayrıca çalışmamız, özellikle, muhtemel alıcılar ve satıcılar bakımından, Arstate’in fiili ve potansiyel durumunu ele alırken, kendi ihtiyaçlarını karşılaması noktasında gerekli olabilecek bu tarz prosedürlerin değerlendirilmesi sürecinde, ortaya koymaları gerekli olabilecek, ihtimam ve özeni gösterme yükümlülüğünü hafifletmemektedir.

Yapmış olduğumuz bu çalışmanın sonucuna bağlı olarak alınacak herhangi bir kararın sorumluluğu ve çalışmamızın yeterliliğinin değerlendirilmesinde tek sorumluluk Özak GYO ortakları ve Şirket Yönetimi’ne aittir.

1.8. Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Durumlar ile Özel, Alışılmamış, Olağanüstü Varsayımlar

Değerleme çalışması aşağıdaki varsayımlar çerçevesinde yapılmıştır;

- 1.8.1.** Değerleme çalışması, işletmenin sürekliliği prensibi altında yapılmış olup alışla gelmiş durumlar dışında Şirketin öngörülen gelecekte faaliyetlerine devam edeceği varsayılmıştır.
- 1.8.2.** Şirket'in faaliyetlerine normal ekonomik koşullar altında devam edeceği varsayılmıştır. Alışlagelen ekonomik durumların Şirket'in değerine yapabileceği etkiler çalışmamızın kapsamında değildir.
- 1.8.3.** Şirket'in faaliyetlerini yasal mevzuata uygun yürüttüğü ve gelecekte de aynı şekilde yürüteceği varsayılmıştır.
- 1.8.4.** Şirket'in aktifleri üzerinde hukuki durumlarının tespitine yönelik herhangi bir mutabakat çalışması yapılmamış olup aktiflerin kullanılabilir /satılabilir durumda olduğu, aktiflerinin üzerinde bilanço dışı herhangi bir kısıtlama olmadığı ve Şirket'in gelecekteki nakit akımlarını etkileyebilecek bilanço dışı herhangi bir yükümlülüğünün/varlığın bulunmadığı varsayılmıştır.
- 1.8.5.** Değerleme çalışmasında olağanüstü herhangi bir varsayımda bulunulmamıştır.

1.9. Değerlemenin Gerekli Açıklamalara Göre Gerçekleştirildiğini Belirten Uygunluk Beyanı

- Raporda sunulan bulguların, Değerleme Uzmanının bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların, sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanının, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisi olmadığını,
- Değerleme Uzmanının ücretinin raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin, ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştiğini,
- Değerleme Uzmanının, mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanının, değerlemesi yapılan şirketin türü konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsesini bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

1.10. Değerleme Uzmanının Mesleki Ehliyeti ve İmzası

Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. Ortağı ve Başdenetçilerinden olup, 1984 yılında Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünden mezun olmuştur. 1985-1995 yılları arasında Maliye Bakanlığında Gelirler Kontrolörü olarak çalıştıktan sonra bu görevinden ayrılmıştır. Halen İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası yönetim kurulu üyesi olup, mesleki faaliyetini sürdürmektedir.

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

2.1. Şirket’in Kayıtlı Adresi ve Ortaklık Yapısı

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi, İstanbul, Türkiye’de kurulmuştur.

Kayıtlı adresi Atatürk Bulvarı,13. Cadde,34 Portall Plaza, Kat:3/3 İkitelli OSB, Başakşehir, İstanbul’dur.

Ortaklar	(%)	Mart 13		Aralık12	
		Tutar	(%)	Tutar	
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	45,20%	4.880.142	45,20%	4.880.142	
Özak Tek.Kon.San.ve Tic. A.Ş.	54,80%	5.916.635	54,80%	5.916.635	
Ahmet Akbalık	0,00%	1	0,00%	1	
Urfi Akbalık	0,00%	1	0,00%	1	
Cemal Akbalık	0,00%	1	0,00%	1	
		10.796.780		10.796.780	

Şirket’in ödenmiş sermayesi, her biri 1 TL nominal değerli 10.796.780 adet paya bölünmüş olup imtiyazlı pay bulunmamaktadır.

2.2. Şirket’in Faaliyet Konusu

Şirket’in ana faaliyet konusu gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak olup, ana esas kontrolü Özak Global Grup elinde tutmaktadır.

2.3. Şirket'in Aktifinde Yer Alan Gayrimenkullere Ait Bilgiler

Değerleme konusu Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullere ait bilgiler aşağıda sunulmuştur.

- 1) Mülkiyeti Ak Finansal Kiralama A.Ş.'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Mecidiye Mahallesi, 42 pafta, 637 ada, **197 parsel** numaralı, 744,65m² yüzölçümlü beş katlı kargir apartman nitelikli ana gayrimenkulde,
 - a. 2. Bodrum katta konumlu 13/100 arsa paylı, 1 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - b. 1. Bodrum katta konumlu 9/100 arsa paylı, 2 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - c. 1. Bodrum katta konumlu 9/100 arsa paylı, 3 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - d. Zemin katta konumlu 10/100 arsa paylı, 4 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - e. Zemin katta konumlu 11/100 arsa paylı, 5 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - f. 1. katta konumlu 12/100 arsa paylı, 6 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - g. 1. katta konumlu 12/100 arsa paylı, 7 bağımsız bölüm numaralı mesken,
 - h. 2. katta konumlu 24/100 arsa paylı, 8 bağımsız bölüm numaralı mesken,
- 2) Mülkiyeti Arstate Turizm Pazarlama ve Tic. A.Ş.'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Mecidiye Mahallesi, 42 pafta, 637 ada,
 - a. **150 parsel** numaralı, 4.088,-m² yüzölçümlü arsa (yeşil saha),
 - b. **151 parsel** numaralı, 2.224,-m² yüzölçümlü arsa,
 - c. **199 parsel** numaralı, 547,70m² yüzölçümlü arsa,

vasıflı gayrimenkullerdir.

Gayrimenkullere ait tapu bilgileri aşağıda sunulmuştur.

ANA GAYRİMENKUL					
İli	İSTANBUL				
İlçesi	BEŞİKTAŞ				
Mahallesi/Köyü	MECİDİYE				
Pafta / Ada / Parsel No	42 / 637 / 197				
Yüzölçümü, m²	745				
Niteliği	BEŞ KATLI KARGİR APARTMAN				
Malik	AK FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.				
BAĞIMSIZ BÖLÜM					
Bağımsız Bölüm No	Kat No	Niteliği	Arsa Payı	Cilt/Sahife No	İktisap Tarihi/Yev. No
1	2. Bodrum	Mesken	13/100	30/2960	08.07.2011/7715
2	1. Bodrum	Mesken	9/100	30/2961	08.07.2011/7715
3	1. Bodrum	Mesken	9/100	31/2962	08.07.2011/7715
4	Zemin	Mesken	10/100	31/2963	08.07.2011/7715
5	Zemin	Mesken	11/100	31/2964	08.07.2011/7715
6	1. Kat	Mesken	12/100	31/2965	08.07.2011/7715
7	1. Kat	Mesken	12/100	31/2966	08.07.2011/7715
8	2. Kat	Mesken	24/100	31/2967	08.07.2011/7715

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi**Şirket Değerleme Raporu**

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

GAYRİMENKULLERE AİT TAPU BİLGİLERİ			
İli	İSTANBUL		
İlçesi	BEŞİKTAŞ		
Mahallesi/Köyü	MECİDİYE		
Pafta / Ada No	42 / 637		
Parsel No	150	151	199
Yüzölçümü, m²	4.088	2.224	547
Niteliği	Arsa(Yeşil Saha)	ARSA	547,7
Cilt/Sahife No	32/3060	16/1570	19/1771
İktisap Tarihi/Yev. No	30.03.2011/3707	30.03.2011/3672	
Malik - Hissesi	ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİC. A.Ş.(TAM)		

Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullere ilişkin Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 13.02.2013 tarihli raporda gayrimenkullerin değerleri aşağıda gibi tespit edilmiştir.

1) 637 ada, 197 parselde yer alan ana gayrimenkulde konumlu bağımsız bölümlerin, finansal kiralamaya konu borçları dikkate alınmaksızın, adil piyasa değeri 5.673.000 TL olarak hesaplanmıştır.

Bağımsız	KDV Hariç Değer		KDV Dahil Değer	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
1	582.000	325.340	587.820	328.593
2	540.000	301.861	545.400	304.880
3	540.000	301.861	545.400	304.880
4	620.750	347.001	626.958	350.471
5	620.750	347.001	626.958	350.471
6	668.500	373.693	675.185	377.430
7	668.500	373.693	675.185	377.430
8	1.432.500	800.771	1.690.350	944.910
Toplam	5.673.000	3.171.223	5.973.255	3.339.066

2) 637 ada, 150, 151 ve 199 parsel numaralı gayrimenkullerin adil piyasa değeri 61.356.587 TL olarak hesaplanmıştır.

Parsel No.	KDV Hariç Değer		KDV Dâhil Değer	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
150	36.565.116	20.440.000	43.146.837	24.119.200
151	19.892.568	11.120.000	23.473.230	13.121.600
199	4.898.903	2.738.500	5.780.705	3.231.430
Toplam	61.356.587	34.298.500	72.400.772	40.472.230

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Söz konusu gayrimenkullerin tamamı Şirket’in IFRS uyarınca düzenlemiş olduğu mali tablolarında Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller olarak sınıflandırılmıştır.

Şirket, ilgili gayrimenkul değerleme raporunda belirlenen rayiç değerler ile maliyet değerleri eksi birikmiş amortisman arasındaki farkı TMS 40’a uygun olarak 31.12.2012 tarihinde sona eren hesap döneminde IFRS uyarınca düzenlenmiş mali tablolarında dönem kar/zararı ile ilişkilendirmiştir.

2.4. Şirket’in Mali Tabloları

Şirket, Özak GYO iştiraki olduğu için 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla hazırlanan Özak GYO Konsolide mali tablolarında özkaynak yöntemi ile konsolidasyona dahil edilmiş olup bu amaçla Şirket’in 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla hazırlanan bilançosu, aynı tarihte sona eren döneme ait kapsamlı gelir tablosu DRT BAĞIMSIZ DENETİM VE SERBEST MUHASEBECİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş. (Member of DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED) tarafından denetimden geçirilmiştir.

Değerleme çalışmasına esas alınan 31 Mart 2013 tarihli Mali Tablolar IFRS uyarınca düzenlenmiş olup bağımsız denetimden geçirilmemiştir.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

2.4.1. Bilanço

BİLANÇO (TL) (XI-29 KONSOLİDE OLMAYAN)	Bağımsız Denetim'den Geçmemiş 31.03.2013	Bağımsız Denetim'den Geçmiş 31.12.2012
Dönen Varlıklar	427.302	350.880
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.406	7.572
Finansal Yatırımlar	--	--
Ticari Alacaklar	9.183	9.183
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	--	--
- Diğer Ticari Alacaklar	9.183	9.183
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	--	--
Diğer Alacaklar	55.417	39.188
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	--	--
- Diğer Alacaklar	55.417	39.188
Stoklar	--	--
Canlı Varlıklar	--	--
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	--	--
Diğer Dönen Varlıklar	351.296	294.937
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	--	--
Duran Varlıklar	67.029.809	67.032.158
Ticari Alacaklar	--	--
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	--	--
- Diğer Ticari Alacaklar	--	--
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	--	--
Diğer Alacaklar	222	222
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	--	--
- Diğer Alacaklar	222	222
Finansal Yatırımlar	--	--
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	--	--
Canlı Varlıklar	--	--
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	67.029.587	67.029.587
Maddi Duran Varlıklar	--	--
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	--	--
Şerefiye	--	--
Ertelenmiş Vergi Varlığı	--	--
Diğer Duran Varlıklar	--	2.349
VARLIKLAR	67.457.111	67.383.038

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi**Şirket Değerleme Raporu**

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

BİLANÇO (TL) (XI-29 KONSOLİDE OLMAYAN)	Bağımsız Denetim'den Geçmemiş 31.03.2013	Bağımsız Denetim'den Geçmiş 31.12.2012
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.604.249	1.448.907
Finansal Borçlar	1.072.763	946.786
Diğer Finansal Yükümlülükler	--	--
Ticari Borçlar	2.200	5.524
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	--	--
- Diğer Ticari Borçlar	2.200	5.524
Diğer Borçlar	518.423	485.734
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	507.444	475.731
- Diğer Borçlar	10.979	10.003
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	--	--
Devlet Teşvik ve Yardımları	--	--
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	--
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri	--	--
Borç Karşılıkları	10.863	10.863
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	--	--
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	--	--
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.264.735	14.218.659
Finansal Borçlar	2.815.526	2.774.898
Diğer Finansal Yükümlülükler	--	--
Ticari Borçlar	--	--
Diğer Borçlar	--	--
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	--	--
Devlet Teşvik ve Yardımları	--	--
Borç Karşılıkları	--	--
Kıdem Tazminatı Karşılığı	--	--
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11.449.209	11.443.761
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	--	--
Özkaynaklar	51.588.127	51.715.472
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	51.588.127	51.715.472
Ödenmiş Sermaye	10.796.780	10.796.780
Sermaye Düzeltmesi Farkları	268.933	268.933
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi(-)	--	--
Hisse Senedi İhraç Primleri	--	--
Değer Artış Fonları	--	--
Yabancı Para Çevrim Farkları	--	--
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	104.294	104.294
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	40.545.465	(5.981.894)
Net Dönem Karı/Zararı	(127.345)	46.527.359
Azınlık Payları	--	--
KAYNAKLAR	67.457.111	67.383.038

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

2.4.2. Gelir Tablosu

	Bağımsız Denetim'den Geçmemiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş
GELİR TABLOSU (TL)	01 Ocak-	01 Ocak-
(XI-29 KONSOLİDE OLMAYAN)	31 Mart 2013	31 Aralık 2012
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER		
Satış Gelirleri	--	41.038
Satışların Maliyeti(-)	--	(113.917)
BRÜT KAR/ZARAR	--	(72.879)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri(-)	--	--
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)	--	--
Genel Yönetim Giderleri(-)	(20.383)	1.290
Diğer Faaliyet Gelirleri	14.371	59.207.564
Diğer Faaliyet Giderleri(-)	(2.063)	(18.432)
FAALİYET KARI/ZARARI	(8.075)	59.117.543
Finansal Gelirler	6.828	569.529
Finansal Giderler(-)	(120.649)	(741.007)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ		
KARI/ZARARI	(121.896)	58.946.065
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(5.449)	(12.418.706)
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	--	--
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	(5.449)	(12.418.706)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	(127.345)	46.527.359
DURDURULAN FAALİYETLER	--	--
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı	--	--
DÖNEM KARI/ZARARI	(127.345)	46.527.359
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	--	--
Azınlık Payları	--	--
Ana Ortaklık Payları	--	--
Hisse Başına Kazanç	--	--

3. DÜNYA VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDEKİ SON GELİŞMELER²

3.1. Dünya Ekonomisi

ABD Ekonomisi

Uzun zamandır parasal genişleme politikalarına devam eden ve zaman zaman eleştirilere maruz kalan FED, faizleri erken artırmanın büyüme karşısında ciddi tehdit arz edeceğini savunarak endişelere rağmen gevşek para politikasından vazgeçmeyeceğini dile getirmiştir. Dolayısıyla politika faiz oranlarının 2015 yılına kadar sıfıra yakın düzeyde seyredeceği beklenmektedir. Dördüncü çeyrek büyümenin düşük gelmesi, istihdam piyasasında henüz beklenen iyileşmenin kaydedilememesi ve enflasyonun düşük seyretmesi, eleştirilere rağmen gelecek dönemlerde parasal genişlemenin devam edeceği ihtimalini kuvvetlendirmektedir. Zira, işsizlik oranı yüzde 6,5 seviyesinin altına düşmedikçe ve enflasyon oranı yüzde 2,5’in üzerine çıkmadıkça FED aylık 85 milyar dolarlık tahvil alımı programını sürdüreceğini ifade etmişti. Son olarak, FED 30 Ocak tarihinde yapılan toplantıda para politikasında bir değişikliğe gitmezken, her ay gerçekleştirilen 85 milyar dolar tutarındaki varlık alım programına devam edileceğini belirtmiştir. Ancak, toplantıda, tahvil alımlarının maliyetlerinin ortaya konması ve işsizlik oranı yüzde 6,5’e düşmeden sonlandırılması olasılığının ortaya çıkmasının etkisiyle risk algılaması yükselmiştir.

Büyümedeki yavaşlamanın olumsuz hava koşullarının neden olduğu geçici faktörlerden kaynaklandığı ifade edilmiştir. Fed Başkanı, hane halkı harcamalarının ve reel sektörün sabit sermaye yatırımlarının artış kaydettiğini, konut piyasasındaki toparlanmanın da devam ettiğini vurgulamıştır. Artan bilançosuyla eleştiri oklarına neden olan FED, gevşek para politikasının yarattığı potansiyel risklerin yakından takip edildiğini ve FED’in gerektiğinde bilançoyu küçültmeyi sağlayabilecek politika araçlarına sahip olduğunu vurgulamıştır.

ABD’de bütçe kesintileri 1 Mart’ta yasalaşarak yürürlüğe girmiştir. 16 trilyon doları aşan kamu borcunun azaltılması amacıyla harcamalarda kademeli olarak kesinti öngören yasaya göre savunma ve savunma dışı harcamalarda önemli düşüşler söz konusu olmuştur. Savunma harcamalarında önümüzdeki 7 ay içinde yaklaşık yüzde 8, savunma dışı harcamalarda ise yüzde 5-6 civarında yapılacak kesintiler ile toplamda 85 milyar dolar tasarruf sağlanması öngörülmektedir. Başta Başkan Obama olmak üzere yönetim çevreleri, kesintilerin ekonomik büyümeye zarar verebileceği ve yüz binlerce kişilik istihdam kaybına yol açabileceği yönünde uyarılarda bulunmaktadır.

Yürürlüğe giren 85 milyar dolarlık harcama kesintilerinin 71 milyar doları savunma ve savunma harici ihtiyari harcamaları, 14 milyar doları zorunlu giderleri kapsamaktadır. Bu ihtiyari harcamalar, 2012 yılında federal harcamaların yüzde 36’sını oluşturmuştur. İki ay ertelenme sonucu 24 milyar dolar azalan harcama kesintileri 85 milyar dolara inmiştir.

² Ekonomik Gelişmeler, Nisan 2013, T.C. Kalkınma Bakanlığı yayını

Euro Bölgesi

Avrupa Komisyonu yayınladığı Kış 2013 Tahminleri raporunda Avro Bölgesinde finansal gerginliğin etkili müdahaleler sonrasında azaldığı, reel ekonomide iyileşmenin sınırlı olduğu, yurtiçi talebin zayıf seyretmeye devam ettiği, enflasyon baskısının olmadığı, üye ülkeler arasında bir yeniden dengelenme sürecinin yaşandığı, mali görünümünün iyileştirilme çabalarının olduğu belirtilmektedir. Rapora göre Avrupa Birliği ve Avro Bölgesi 2012 yılında sırasıyla yüzde 0,3 ve yüzde 0,6 oranında daralmıştır. Birlik üyeleri arasında büyüme performansları bakımından farklılıklar 2012 yılında da devam etmiştir. Birliğin rekabet gücü yüksek ülkelerinden Almanya ve İsveç sırasıyla yüzde 0,7 ve yüzde 1 oranlarında büyürken, Fransa ve İngiltere’de büyüme kaydedilememiştir. Yüksek kamu borç sorunu yaşayan İtalya, İspanya, Portekiz ve Yunanistan sırasıyla yüzde 2,2, yüzde 1,4, yüzde 3,2 ve yüzde 6,5 oranlarında daralmıştır. Rapora göre dünya büyümesinin 2013 yılında yüzde 3,1 oranında, 2013 yılında yüzde 3,9 oranında büyüyeceği, Avro Bölgesinin ise 2013 yılında yüzde 0,3 oranında daralacağı, 2014 yılında yüzde 1,4 oranında büyüyeceği öngörülmektedir.

Raporda ekonomik görünüm üzerinde aşağı yönlü risklerin baskın durumda olduğu belirtilmektedir. Alınan önlemlerle güven artırılmış olsa da politik karar alma süreçleri kaynaklı belirsizlik ve gecikmeler, borç krizinin yeniden şiddetlenmesi en önemli içsel risk unsurlarıdır. ABD’de yaşanabilecek büyük oranlı bütçe kesintileri, avronun yen ve dolar karşısında değer kazanması, BRICS ülkelerinde gerçekleşecek ciddi yavaşlama ve jeopolitik nedenlerden dolayı artabilecek petrol fiyatları, dışsal risk unsurları olarak belirtilmiştir. Yukarı yönlü risk unsurlarının ise bankacılık birliği ve mali birliğe yönelik politika uygulamalarının olumlu erken sonuçları ve belirsizliğin ortadan kalkması olduğu öne çıkmaktadır.

Avro Bölgesinde finansal koşullar, Birlik düzeyinde alınan önlemlerin, ECB müdahalelerinin ve ulusal düzeyde uygulanan programların etkisiyle iyileşmiştir. Ancak finansal piyasalarda sağlanan iyileşmenin reel ekonomiye yansımaları sınırlı kalmıştır. Avro Bölgesinde GSYH yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 0,6 oranında daralmıştır. 2012 yılının dördüncü çeyreğinde beklenenin üzerinde daralan Avro Bölgesinde toparlanmanın 2013 yılı ikinci çeyreğine sarkacağı beklenmektedir. Öncü göstergeler ve anketlere göre kısa vadeli dinamikler ekonomik aktivitenin ve özellikle tüketim harcamalarının ilk çeyrek için düşük kalmaya devam edeceğine işaret etmektedir. Avro Bölgesinde 2013 yılının ilk çeyreğinde devam eden ekonomik aktivitedeki durgunluk öncü göstergelerce de teyit edilmektedir. Ocak ayında 48,6 seviyesinde gerçekleşen Avro Bölgesi bileşik PMI göstergesi, Şubat ayında 47,9 seviyesine gerilemiştir. Endeks son on dört aydır 50 eşiğinin altındadır. Fransa ve Almanya’da kaydedilen endeks değerleri arasındaki 10 puanlık farklılık göze çarpan bir diğer husustur. Üretim ve ekonomik aktivitedeki zayıflık nedeniyle bölge genelinde yeterli istihdam artışı sağlanamamış ve işsizlik Ocak ayında yüzde 11,9’a ulaşmıştır. Düşük talep ve zayıf görünüm enflasyonu aşağı yönlü baskılamaktadır.

IMF tarafından yayınlanan "Avrupa Birliği Finansal İstikrar Değerlendirmesi" raporunda, AB ülkelerinin ve karar alıcı mercilerin krizde finansal istikrarın yeniden kazanılması yönünde önemli adımlar atmalarına karşın, alınan mesafenin yeterli olmadığı, daha fazla çaba gösterilmesi gerektiği belirtilmiştir. Raporda Avrupa Denetim Otoritesi’nin (European Supervisory Authority -ESA) ve Avrupa Sistemik Risk Kurulunun (ESRB) daha çok güçlendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Diğer Ülkelerde Gelişmeler

OECD tarafından yayınlanan Güneydoğu Asya Ekonomik Görünümü 2013 Raporunda Güneydoğu Asya, Çin ve Hindistan’daki reel büyüme oranlarının kriz öncesi döneme göre 2011 yılındaki yavaşlamanın ardından 2013-2017 döneminde yükselişe geçmesi beklenmektedir. 2013-2017 döneminde Güneydoğu Asya ekonomileri arasında en fazla büyüme oranını yüzde 6,4 ile Endonezya’nın kaydetmesi beklenmektedir. Endonezya’ya kıyasla Singapur, Malezya, Filipinler ve Tayland’ın daha yavaş büyümesi beklenmekte ve bu ülkeler için orta gelir tuzağına düşme riski artmaktadır. Raporda OECD ülkelerindeki ekonomik yavaşlamanın Güneydoğu Asya ülkelerini daha çok ticaret kanalıyla etkilediği belirtilmektedir. Bölge ekonomilerinde yaşanan yavaşlamadan çıkışın itici güçlerini özel tüketim ve yatırımlar oluşturacağı ve tüketimdeki büyümede en etkin harcamanın orta sınıfın otomobil ve dayanıklı tüketim malları ile eğitim ve sağlığa yaptığı harcamalar olduğu vurgulanmıştır.

Rapora göre birçok Güneydoğu Asya ülkesinde ihracata dayalı büyüme stratejileri geçmişte işe yaramış da olsa artık yeni büyüme ve kalkınma stratejileri araştırılmaktadır. Yurtdışı talebe bağıllık kriz döneminde dalgalanmaları da beraberinde getirdiğinden bölgede orta vadede büyümenin motoru yurtiçi talep olacaktır. Bu bağlamda asıl önemli sorun Güneydoğu Asya’da kalkınma için hangi stratejilerin uygulanacağı ve bunların orta vadeli planlara nasıl entegre edileceğidir. Çünkü orta vadeli planlardaki politika zorlukları ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerde en yüksek mali açığa sahip Hindistan’da Maliye Bakanı, 1 Nisan’da başlayacak olan mali yılda ülkenin bütçe açığı/GSYH oranını yüzde 4,8 olarak belirlediklerini açıklamıştır. Buna karşın hükümet seçimlerin öncesinde destek bulmak için yoksullara yapılan harcamaları artırırken, ülkenin mali açığını azaltmak için daha yüksek vergi, varlık satışları ve teşvik kesintilerine başvurmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları Standard&Poor's ve Fitch Ratings'in 2012'deki bütçe açığı ve artan cari açığı gerekçe göstererek ülkenin notunu çöp seviyesine indirebilecekleri uyarısının ardından Hintli yetkililer, not indirimini önlemek amacıyla ek tedbirler almaktadırlar.

3.2. Türkiye Ekonomisi

3.2.1. GSYH, Sanayi Üretimi ve Talep Unsurlarındaki Gelişmeler

3.2.1.1. GSYH ve Sektörel Büyüme Hızları

2012 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH, piyasa beklentilerinin altında yüzde 1,4 oranında artış kaydetmiştir. 2012 yılının ilk yarısında ekonomik aktivitede kaydedilen yavaşlama yılın ikinci yarısında devam etmiş, beklenen ölçüde canlanma gerçekleşmemiştir. Yıllık olarak GSYH artış hızı yüzde 2,2 olarak gerçekleşmiştir. TÜİK, 2012 ilk çeyrek büyümesini yüzde 3,3, ikinci çeyrek büyümesini yüzde 2,9, yıllık büyüme hızını yüzde 8,8 olarak revize etmiştir.

2012 yılında GSYH cari fiyatlarla 786.293 milyon dolar, kişi başına gelir 10.504 dolar olarak gerçekleşmiştir.

Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış GSYH, 2012 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artış göstermemiş yüzde 0,0 olarak kaydedilmiştir.

Yılın dördüncü çeyreğinde katma değer tarım sektöründe yüzde 4,2 oranında artmış, büyümeye katkısı yüzde 0,4 puan olmuştur.

Dördüncü çeyrekte sanayide katma değer yüzde -0,3 oranında azalmış büyümeye katkısı yüzde eksi 0,1 puan olmuştur. İmalat sanayiinde katma değer değişim göstermemiştir. Dördüncü çeyrekte aylık sanayi üretim endeksindeki ortalama artış ise yüzde 0,9’dur. Aynı dönemde ara mallarında üretim artışı yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiş, yatırım mallarında ise üretim ortalama yüzde 4,9 oranında azalmıştır. Aynı dönemde imalat sanayi kapasite kullanım oranı da ortalama olarak yüzde 74,2 olmuş, bir önceki yılın aynı dönemine göre 2,3 puan gerilemiştir. Elektrik üretimi ise dördüncü çeyrekte yüzde 4,1 oranında azalma göstermiştir. Aynı dönemde otomobil üretimi yüzde 8,9 azalmış, beyaz eşya üretimi yüzde 5,4 oranında artmıştır.

Yurtiçi talepteki daralma hizmetler sektörüne yansımıştır. Hizmetler sektöründe dördüncü çeyrekte ekonomik aktivitede beklendiği şekilde yavaşlama kaydedilmiştir. Bu gelişmede, özellikle inşaat ve ticaret sektörlerindeki duraksama dikkat çekicidir. Katma değerde, toptan ve perakende ticarete yüzde -0,5 azalma, inşaatta yüzde 1,5, ulaştırma-haberleşmede yüzde 0,3, mali aracı kuruluşlarda yüzde 3,8, gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetlerinde yüzde 6,6 oranında artış kaydetmiştir. Bu beş sektörün dördüncü çeyrekte GSYH artış hızına katkısı toplamda yüzde 1,0 puan olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda katma değer, hizmetler sektöründe 2012 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 2,1 oranında artış kaydetmiş, büyümeye katkısı ise yüzde 1,3 puan olmuştur.

Dördüncü çeyrekte vergi-sübvansiyonlarda artış yüzde 1,0 olarak gerçekleşmiş, büyümeye katkısı yüzde 0,1 puan olmuştur.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

2012 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH deflatörü yüzde 5,9 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde ortalama olarak TÜFE yüzde 6,77, ÜFE yüzde 2,88 oranında artış kaydetmiştir.

2012 yılının ikinci yarısında GSYH artış hızı yüzde 1,5 olmuştur. İkinci yarıda yavaşlama daha da artmıştır. Bu dönemde katma değer tarımda yüzde 3,2, sanayide yüzde 0,5, hizmetlerde ise yüzde 1,7 oranında artmıştır.

2012 yılında GSYH artış hızı yüzde 2,2 olmuştur. Katma değer tarımda yüzde 3,5, sanayide yüzde 2,0, hizmetlerde ise yüzde 2,4 oranında artmıştır.

2012 yılında GSYH deflatörü yüzde 6,8 oranında artış göstermiş, yıllık ortalama olarak TÜFE yüzde 8,89, ÜFE ise yüzde 6,09 oranında artış kaydetmiştir. 2011 yılı GSYH deflatörü yüzde 8,6 olarak revize edilmiştir.

Sektörel Büyüme Hızları

(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişme)

	2011					2012				
	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık
Tarım	8,6	6,9	5,1	6	6,1	5,1	3,6	2,7	4,2	3,5
Sanayi	15,1	9,1	9,3	6,1	9,7	3,1	3,6	1,5	-0,3	2
İmalat	15,4	9,6	9,9	5,6	10	2,9	3,5	1,1	0	1,9
Hizmetler	11,2	9,8	10	5,4	9	3,6	2,9	1,4	2,1	2,4
İnşaat	15,7	13,5	10,7	7,1	11,5	2,4	-0,7	-0,7	1,5	0,6
Ticaret	17,3	13,5	10,9	3,6	11	1	1	-0,3	0,4	0,5
Ulaştırma	13,4	12,1	11,6	5,7	10,5	5,3	4,6	2,8	0,3	3,2
Mali Aracı Kuruluşlar	10	9,2	12,9	6,8	9,6	4,5	3,6	0,9	3,8	3,2
Konut	1,9	1,7	1,3	2,3	1,8	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7
Vergi-Sübvansiyon	17,1	10,9	10,2	4,8	10,5	2,5	1,4	0,8	1	1,4
GSYH	12,4	9,3	8,7	5,3	8,8	3,3	2,9	1,6	1,4	2,2

3.2.1.2.Harcama Yöntemiyle GSYH:

2012 yılının ilk yarısında yurtiçi talepte kaydedilen daralma yılın ikinci yarısında artarak devam etmiştir. Özel tüketim ve özel sabit sermaye yatırımlarında duraksamanın sürdüğü gözlenmektedir. Dördüncü çeyrekte büyümenin temel kaynağı net ihracat olmuş ve katkısı 2,9 puan olarak kaydedilmiştir.

Toplam tüketim, 2012 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 0,4 oranında artmıştır. Bu artış kamu sabit sermaye yatırımlarından kaynaklanmıştır. Özel tüketim yüzde -0,8 oranında azalmıştır. Toplam yurtiçi nihai talep (stok hariç) ise söz konusu dönemde yüzde -0,6 oranında azalma göstermiştir.

Dördüncü çeyrekte, GSYH içinde özel tüketimin payı yüzde 70,2, özel yatırımların payı yüzde 14,1, kamu tüketiminin payı yüzde 17,1, kamu yatırımlarının payı ise yüzde 4,9’dur.

Dördüncü çeyrekte mal ve hizmet ihracatındaki artış yüzde 15,0 oranında gerçekleşirken ithalat artışı yüzde 3,2 olmuştur. Böylece net mal ve hizmet ihracatının büyümeye katkısı dördüncü çeyrekte pozitif 2,9 puan olmuştur. 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren net ihracatın büyümeye verdiği pozitif katkı devam etmektedir.

Tüketim mali ithalatında reel olarak yüzde 1,5, yatırım malı ithalatında reelde yüzde 3,6 oranındaki azalma tüketim, yatırım harcamalarındaki daralmayı destekleyen göstergelerdir. Ara malı ithalatı reel olarak yüzde 5,6 oranında artmış, toplam ithalat artışı reel olarak yüzde 2,6 olmuştur. İhracat ise aynı dönemde altın hariç reelde yüzde 6,8 oranında artış kaydetmiştir.

Dördüncü çeyrekte yurtiçi talepte daralma devam etmiştir. Diğer bir gösterge olarak yılın dördüncü çeyreğinde yurtiçi kredi hacmine yıllık olarak bakıldığında nisbi artış eğilimi gözlenmektedir. Söz konusu dönemde kur etkisinden arındırılmış olarak yurtiçi kredi hacminde yıllık artış yüzde 20,2’ya, tüketici kredilerinde ise yüzde 15,2’ye yükselmiştir.

Özel kesim sabit sermaye yatırımlarında yılın ilk yarısında kaydedilen gerileme, yılın ikinci yarısında da devam etmiştir. Yılın dördüncü çeyreğinde özel sabit sermaye yatırımlarında yüzde -9,2 oranında azalma kaydedilmiştir. Özel kesim makine teçhizat yatırımlarının yüzde -13,5 oranında azaldığı gözlenmektedir. İnşaat yatırımlarında ise yüzde -0,4 oranında azalma söz konusudur.

Aynı dönemde kamu tüketimi yüzde 7,1, kamu sabit sermaye yatırımları ise yüzde 21,4 oranında artış kaydetmiştir.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Stok değişiminin büyümeye katkısı 2012 yılının dördüncü çeyreğinde negatif -0,9 puan olarak hesaplanmıştır.

Talep yönünden 2012 yılının dördüncü çeyreğinde GSYH’da kaydedilen yüzde 1,4 oranındaki büyümeye katkılar, özel tüketimden negatif yüzde 0,6 puan, özel sabit sermaye yatırımdan negatif yüzde 1,9 puan olmuştur. Büyümeye kamu tüketiminin katkısı yüzde 0,9 puan, kamu sabit sermaye yatırımının katkısı ise yüzde 1,0 puan olmuştur.

Bu gelişmeler sonucunda toplam yurtiçi talep yılın dördüncü çeyreğinde yüzde -1,5 oranında azalmıştır.

Talep Unsurlarında Gelişmeler

(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre % Değişme)

	2011					2012				
	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık	I.Ç.	II.Ç.	III.Ç.	IV.Ç.	Yıllık
Toplam Tüketim	11,8	8,2	7,8	2,2	7,3	0,3	-0,5	0,3	0,4	0,1
Kamu	7,0	9,0	10,3	-3,7	4,7	5,5	4,4	5,5	7,1	5,7
Özel	12,5	8,1	7,5	3,3	7,7	-0,4	-1,3	-0,4	-0,8	-0,7
Sabit Sermaye Yatırımı	38,1	28,1	14,7	-0,9	18,0	0,7	-2,7	-4,2	-3,8	-2,5
Kamu	0,0	0,9	1,6	-8,6	-2,2	-2,1	3,6	6,5	21,4	8,9
Özel	44,5	33,8	17,6	1,0	22,3	1,0	-3,6	-6,2	-9,2	-4,5
Stok Değişimi ⁽¹⁾	0,4	0,7	-1,6	-0,2	-0,2	-2,2	-1,5	-0,8	-0,9	-1,3
Top. Nihai Yurt İçi	17,3	12,9	9,4	1,4	9,8	0,4	-1,1	-0,7	-0,6	-0,5
Talep	17,8	13,5	7,4	1,2	9,5	-1,7	-2,5	-1,5	-1,5	-1,8
Net Mal ve Hizmet İhr.	-6,0	-4,6	1,1	3,9	-1,1	5,1	5,5	3,1	2,9	4,1
Mal ve Hizmet İhracatı	11,7	2,5	11,9	5,9	7,9	15,0	24,0	15,0	15,0	17,2
Mal ve Hizmet İthalatı	32,3	18,7	6,2	-8,2	10,7	-5,1	0,4	2,0	3,2	0,0
GSYH	12,4	9,3	8,7	5,3	8,8	3,3	2,9	1,6	1,4	2,2

(1) Büyümeye katkı.

3.2.2. İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

2013 yılının Ocak döneminde, 2012 yılının aynı dönemine göre işgücündeki artış 1.184 bin kişi olurken, aynı dönemde istihdam edilenlerin sayısı 2012 yılının Ocak dönemine göre 958 bin kişi artarak 24 milyon 433 bin kişiye ulaşmıştır. Buna göre işsiz sayısı 226 bin kişi artmıştır. 2013 yılının Ocak döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre, tarım, sanayi ve hizmetler sektörlerinde sırasıyla, 58 bin kişi, 184 bin kişi ve 716 bin kişi istihdam artışı gözlenmiştir. Tarım dışı istihdam ise söz konusu dönemde önceki yıla göre 900 bin kişi artmıştır. Türkiye genelindeki işsizlik oranı 2013 yılının Ocak döneminde, 2012 yılının Ocak dönemine göre 0.4 puan artarak yüzde 10,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, Türkiye'de tarım dışı işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 0.5 puan artarak yüzde 12,9; genç nüfusta işsizlik oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 2.3 puan artarak yüzde 20,7 olarak gerçekleşmiştir.

İşgücü Piyasasındaki Gelişmeler

	2009	2010	2011	2012					2013
	Yıllık	Yıllık	Yıllık	Ocak	I	II	III	IV	Ocak
Çalışma Çağındaki Nüfus	51.686	52.541	53.593	54.283	54.365	54.599	54.841	55.083	55.169
İşgücüne Katılma Oranı (%)	47,9	48,8	49,9	48,2	47,9	50,5	50,7	50,7	49,5
İşgücü	24.748	25.641	26.725	26.139	26.058	27.554	27.812	27.921	27.323
İstihdam	21.277	22.594	24.110	23.475	23.338	25.282	25.367	25.291	24.433
İşsiz	3.471	3.046	2.615	2.664	2.721	2.272	2.445	2.630	2.890
İşsizlik Oranı (%)	14	11,9	9,8	10,2	10,4	8,2	8,8	9,4	10,6
Tarım Dışı İşsizlik Oranı	17,4	14,8	12,4	12,4	12,7	10,4	11,3	11,7	12,9
Genç Nüfusta İşsizlik Oranı	25,3	21,7	18,4	18,4	18,3	15,9	17,2	18,8	20,7
İstihdamın Sektörel Dağılımı									
Tarım	5.240	5.683	6.143	5.416	5.427	6.363	6.564	6.027	5.474
Sanayi	4.079	4.496	4.704	4.685	4.684	4.760	4.745	4.814	4.869
Hizmetler (*)	11.958	12.415	13.263	13.374	13.227	14.159	14.058	14.450	14.090

Kaynak: TÜİK (*) İnşaat dahildir.

3.2.3. Ödemeler Dengesi

3.2.3.1.Cari İşlemler Dengesi

2013 yılının ilk iki ayında ödemeler dengesinde gösterildiği şekliyle, dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 7,9 oranında azalarak 11,5 milyar dolar olmuştur. Aynı dönemde, hizmet gelirleri yüzde 14,5 oranında artarak 4,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiş, gelir dengesindeki açık 1 milyar dolar olmuştur. Buna göre, 2013 yılının ilk iki ayında cari açık, bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,6 oranında artarak 10,9 milyar dolar olmuştur.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

2013 yılı Ocak-Şubat döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, hem ihracat ve hem de ithalat yüzde 8,3 oranında artarak sırasıyla 23,9 milyar dolar ve 38,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde, 2012 yılının ilk iki ayında yüzde 62,7 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2013 yılının aynı döneminde değişmemiştir.

Aynı dönemde, imalat sanayii ürünleri ihracatı yüzde 7,4, madencilik ürünleri ihracatı yüzde 61,9 ve tarım ve ormancılık ürünleri ihracatı yüzde 13,9 oranında artmıştır. Söz konusu artışa en fazla katkıyı yüzde 17 oranı ile tekstil ürünlerinden gelmiştir.

Ülke grupları itibarıyla ihracata bakıldığında; 2013 yılının ilk iki ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre AB ülkelerine yapılan ihracat yüzde 5,3 oranında artarken, AB dışı ülke grubuna yapılan ihracat ise yüzde 10,6 oranında artmıştır. OECD ülkelerinin toplam ihracat içindeki payı yüzde 49,5 oranından yüzde 45'e gerilemiştir. 2013 yılının ilk iki ayında en fazla ihracat yapılan ülkeler sırasıyla Almanya, Irak, İngiltere ve BAE olmuştur.

Dış Ticaret Dengesindeki Gelişmeler

(Milyon Dolar)									
	İhracat		Yüzde Değişme		İthalat		Yüzde Değişme		Dış Ticaret Dengesi
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012 2013
Ocak	10.348	11.498	8,35	11,1	17.469	18.801	3,33	7,6	-5.889 -5.939
Şubat	11.748	12.435	16,79	5,8	17.787	19.394	1,52	9,0	-4.779 -5.573
Mart	13.209		11,83		20.677		-4,46		-6.115
Nisan	12.631		6,38		19.273		-8,02		-5.253
Mayıs	13.132		20,00		21.750		3,05		-6.976
Haziran	13.232		16,58		20.438		-5,40		-5.769
Temmuz	12.832		8,19		20.835		-1,07		-6.406
Ağustos	12.832		14,11		18.828		-4,32		-4.504
Eylül	12.956		20,51		19.924		-6,03		-5.421
Ekim	13.195		10,82		18.787		-5,69		-3.866
Kasım	13.760		24,20		20.948		12,33		-5.323
Aralık	12.614		1,10		19.827		-3,72		-5.411
Toplam	152.489		13,2		236.545		-18,5		-65.712

Kaynak: TÜİK

3.2.3.2.Sermaye Hareketleri Dengesi ve Uluslararası Rezervler

2012 yılını 45,6 milyar dolar tutarında net girişle kapatan sermaye ve finans hesabına bakıldığında; 2013 yılının ilk iki ayında doğrudan, portföy ve diğer yatırımlar şeklinde olmak üzere 17 milyar dolar tutarında net sermaye girişinin gerçekleştiği görülmektedir. Aynı dönemde yurt dışında yerleşik kişilerin yurt içinde yaptıkları net doğrudan yatırımlar bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,9 oranında azalarak 1,3 milyar dolar olmuştur. Doğrudan yatırımlar altında yer alan yurt dışında yerleşik kişilerin net gayrimenkul alımları ise aynı dönemde 315 milyon dolara ulaşmıştır. Söz konusu dönemde yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yaptıkları net doğrudan yatırımlar yüzde 90 oranında artarak 515 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonucunda doğrudan yatırımlarda gerçekleşen net sermaye girişi yüzde 45,1 oranında azalarak 797 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu rakam 2012 yılının ilk iki ayında 1,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2012 yılında 40,8 milyar dolar olan portföy yatırımlarından net sermaye girişi, 2013 yılının Ocak-Şubat döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 125 oranında artarak 4,9 milyar dolara ulaşmıştır. Söz konusu dönemde, yurtdışında yerleşik kişiler borçlanma senedi piyasasında 2,4 milyar dolar tutarında DİBS alımı, 42 milyon dolar tutarında özel sektöre ait iç borçlanma senedi satımı gerçekleştirirken, Hazine Müsteşarlığı ve özel sektör tarafından ihraç edilen yurt dışı tahvillerin net büyüklüğü sırasıyla 197 milyon dolar ve 2 milyar dolar olmuştur.

Diğer yatırımlar kaleminde Ocak-Şubat dönemi itibarıyla, 2012 yılında 1,3 milyar dolar, 2013 yılında ise 11,3 milyar dolar net giriş gerçekleşmiştir. 2013 yılının ilk iki ayında, genel hükümet 587 milyon dolar net kredi ödeyicisi olurken bankalar ve diğer sektörler 2,6 milyar dolar ve 1,1 milyar dolar net kredi kullanımında bulunmuştur.

2012 yılında resmi rezervler 20,8 milyar dolar artarken 2013 yılının ilk iki ayında 4,6 milyar dolar artmıştır. Ayrıca, 2013 yılının ilk iki ayında net hata ve noksan kalemi 1,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

2011 yılı sonunda 77,8 milyar dolar seviyesinde bulunan Merkez Bankası brüt rezervleri geçici verilere göre 2012 yılı sonunda 101,7 milyar dolara yükselmiş ve 2013 yılı Mart ayı sonunda 106,1 milyar dolara ulaşmıştır. Küresel ölçekte borç krizinin devam etmesine rağmen risk alma iştahının artması, genişletici politikaların devam edeceğinin açıklanmasının ve Merkez Bankası'nın son dönemde uyguladığı yeni araçlar sonucunda rezerv birikimi artan seviyesini sürdürmektedir.

3.2.4. Merkezi Yönetim Bütçesi

2013 yılı ilk çeyreğinde merkezi yönetim bütçesi gelirleri 94,1 milyar TL, harcamaları ise 95 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Merkezi yönetim bütçesi gelirleri, 2012 yılı aynı dönemine göre yüzde 21,6, harcamaları ise yüzde 13,3 oranında artış göstermiş, böylece 2012 yılı ilk üç ayında 6,4 milyar TL olan merkezi yönetim bütçesi açığı, 2013 yılının aynı döneminde 0,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde faiz dışı fazla ise yüzde 14,3 milyar TL olmuştur.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

2013 yılı ilk çeyreğinde, bir önceki yılın aynı dönemine göre ekonomik faaliyetlerdeki toparlanma ve 01.01.2013 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 2012/4116 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla (BKK) yapılan bazı vergi ve harçlara yönelik yapılan düzenlemelerin de katkısıyla, vergi gelirleri yüzde 20 oranında bir artış göstermiş ve 77,4 milyar TL olmuştur. Böylece 317,9 milyar TL olan başlangıç bütçe vergi gelirleri tahmininin yüzde 24,3’ü bu dönemde gerçekleşmiştir. Faiz dışı harcamaların geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 20 oranında artmasına karşın, faiz ödemelerindeki yüzde 12 oranındaki düşüş sonrasında bütçe harcamaları yılın ilk üç ayında 95 milyar TL olarak gerçekleşmiş ve başlangıç ödeneğinin yüzde 23,5’i düzeyinde olmuştur.

3.2.5. Fiyat Gelişmeleri

2013 yılı Mart ayında TÜFE’de beklentilerin üzerinde yüzde 0,66 oranında artış kaydedilmiştir. Bu gelişmede gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatlarında kaydedilen yüksek artış etkili olmuştur. TÜFE 12 aylık artış hızı ise yüzde 7,29’a yükselmiştir. Mart ayında piyasanın TÜFE beklentileri, TCMB beklenti anketine göre yüzde 0,48; CNBC-e anketine göre yüzde 0,40, Reuters beklenti anketine göre ise yüzde 0,40 idi. KB-KDD tahmini ise yüzde 0,42 idi.

Mart ayına ilişkin fiyat tahmininde 0,24 puanlık bir sapma gerçekleşmiştir. Söz konusu sapma büyük ölçekte işlenmemiş gıda fiyatlarına ilişkin varsayımdan kaynaklanmaktadır. (İşlenmemiş gıda hariç TÜFE tahmininde 0,07 puan, işlenmemiş gıda ürünleri tahmininde ise 0,17 puan yukarı yönlü sapma yaşanmıştır.)

ÜFE, Mart ayında yüzde 0,81 oranında artmıştır. Mart ayı ÜFE artış beklentisi CNBC-e anketine göre yüzde 0,55; Reuters beklenti anketine göre ise yüzde 0,50 idi. Yıllık enflasyon oranı ÜFE’de yüzde 2,30’a yükselmiştir.

Mart Ayı İtibarıyla Ana Harcama Gruplarına Göre TÜFE Değişim Oranları (Yüzde)

	Ağırlık (%)	Aylık		Ocak-Mart		12 Aylık		Yıllık Ortalama	
		2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
GENEL	100,00	0,41	0,66	1,55	2,63	10,43	7,29	8,02	8,08
Gıda ve alkolsüz içecek	24,09	-0,33	2,04	2,89	7,06	11,25	8,10	7,87	7,29
Alkollü içecek ve tütün	5,07	0,00	0,00	0,02	15,20	18,47	16,31	8,25	13,52
Giyim ve ayakkabı	6,83	1,07	0,86	-10,68	-12,12	9,39	6,44	7,35	7,88
Konut	16,68	0,65	0,23	2,59	1,18	10,09	9,84	7,05	11,58
Ev eşyası	7,28	0,91	0,09	3,57	2,20	11,76	4,49	9,53	7,48
Sağlık	2,22	0,31	0,48	1,07	1,41	0,86	2,03	0,45	1,73
Ulaştırma	17,99	1,15	-0,05	3,57	2,09	10,84	4,03	11,42	5,86
Haberleşme	4,64	-0,32	0,02	-0,53	0,17	-0,05	6,64	1,27	4,60
Eğlence ve kültür	2,95	0,25	0,33	0,74	-0,07	7,30	1,17	3,92	4,01
Eğitim	1,91	0,17	0,09	0,23	0,53	6,22	5,12	5,93	5,72
Lokanta ve oteller	6,18	0,76	0,62	1,99	2,07	8,56	9,40	7,97	9,44
Çeş. mal ve hizmetler	4,16	0,67	0,29	2,86	1,83	16,53	7,57	15,21	10,76

Kaynak: TÜİK

4. SEKTÖRE İLİŞKİN BİLGİLER³

4.1.Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

4.1.1. Amerika Birleşik Devletleri

ABD’de inşaat harcamalarında toparlanma sürmektedir. Konut inşaat harcamaları ve konut dışı bina inşaatı harcamaları yılın son çeyrek döneminde önemli ölçüde artmış ve son sekiz çeyrek dönemin en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

ABD İnşaat Sektörü Harcamaları		
YILLIK MİLYAR DOLAR		
DÖNEMLER	KONUT İNŞAATI HARCAMALARI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI HARCAMALARI
2011 Q1	235.8	242.8
2011 Q2	252.3	258.7
2011 Q3	241.7	261.3
2011 Q4	253.7	263.4
2012 Q1	256.2	270.8
2012 Q2	277.7	274.9
2012 Q3	296.9	271.2
2012 Q4	303.3	274.9
2013 Q1 ⁽¹⁾	309.6	274.0

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA
(1) ŞUBAT

ABD konut sektöründe toparlanma sürmektedir. Konut satışları içinde hem yeni ev satışları hem de mevcut ev satışları kesintisiz bir artış eğilimi sergilemektedir. Konut fiyatlarındaki artış da sınırlı ölçüde sürmektedir.

³ Türkiye ve Dünya Gayrimenkul Sektör Raporu 4.Çeyrek 2012,Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği

ABD Konut Sektörü

DÖNEMLER	YENİ EV SATIŞLARI AYLIK BİN	MEVCUT EV SATIŞLARI YILLIK BİN	KONUT FİYATLARI ENDEKSİ	
			CASE SHILLER 20	CASE SHILLER 10
2011 Q1	301	4.260	137.6	150.9
2011 Q2	304	4.180	141.5	154.9
2011 Q3	306	4.280	142.0	155.6
2011 Q4	339	4.380	136.6	149.6
2012 Q1	352	4.460	134.1	146.5
2012 Q2	360	4.410	142.3	154.9
2012 Q3	379	4.780	146.2	158.9
2012 Q4	381	4.900	145.9	158.5
2013 Q1	411 ⁽²⁾	4.980 ⁽²⁾	146.1 ⁽¹⁾	158.7 ⁽¹⁾

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, US STANDARD AND POORS CASE SHILLER HOUSE PRICE INDICES

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA
(1) OCAK, (2) ŞUBAT**4.1.2. Euro Alanı**

Euro bölgesinde inşaat faaliyetlerinde gerileme yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Euro bölgesi inşaat faaliyetleri 2012 yılında hem konut hem de konut dışı bina alanında önemli ölçüde küçülmüştür. İnşaat sektöründeki zayıf performans gayrimenkul sektörünü de olumsuz etkilemektedir.

Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri

BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE

DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2011 Q1	-2.5	-2.3	-3.9
2011 Q2	-4.9	-5.6	-1.4
2011 Q3	1.9	1.8	0.9
2011 Q4	2.1	2.5	-0.3
2012 Q1	-5.9	-5.3	-9.0
2012 Q2	-6.2	-5.7	-7.9
2012 Q3	-4.9	-4.3	-5.9
2012 Q4	-4.1	-4.0	-5.2

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.2.Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

2012 yılında dünya ekonomisinde görülen yavaşlama küresel ticari gayrimenkul sektörüne sınırlayıcı yönde etki yaratmıştır. Buna karşın ABD’de göreceli ekonomik toparlanma ABD ticari gayrimenkul sektörüne de olumlu yansımaya başlamıştır. Ancak AB, Euro bölgesi ve Japonya’da ticari gayrimenkul piyasasında performans oldukça zayıf kalmaktadır. Gelişen ülkelerde ise Asya-Pasifik pazarında Çin’in gayrimenkul piyasasına yönelik sınırlayıcı uygulamaları belirleyici olmaktadır. Küresel ölçekte satın almalar hem sınır içi hem de sınır ötesinde geçen yılın üzerinde gerçekleşmiş olmakla birlikte küresel kriz öncesi verilere henüz geri dönülemediği görülmektedir.

ABD’de ticari gayrimenkul fiyatları 2012 yıl genelinde kademeli ve sürekli bir artış eğilimi içinde olmuştur. Ticari gayrimenkuller içinde en yüksek fiyat artışları yüzde 11.6 ile apartmanlarda gerçekleşmiştir. Perakende binaları ile sanayi ve lojistik binalarda ise fiyat artışları daha sınırlı kalmıştır.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri 2000 = 100

DÖNEMLER	OFİS BİNALARI	SANAYİ LOJİSTİK BİNALARI	PERAKENDE BİNALARI	APARTMANLAR
2011 Q1	125	119	118	136
2011 Q2	128	120	123	144
2011 Q3	132	122	130	150
2011 Q4	133	126	129	155
2012 Q1	138	130	134	162
2012 Q2	140	130	135	162
2012 Q3	142	131	126	165
2012 Q4	144	131	134	173

KAYNAK: MOODY'S REAL COMMERCIAL PROPERTY PRICE INDICES

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

4.3.Türkiye Konut Sektörü

2012 yılının son çeyreğinde alınan konut yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri sayısında önemli artış yaşanmıştır. Son çeyrekte alınan yapı ruhsatları 225.873, yapı kullanım izin belgesi sayısı ise 177.980 olmuştur.

Alınan Konut Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzin Belgeleri

DÖNEMLER	YAPI RUHSATI DAİRE SAYISI	YAPI KULLANIM İZİN BELGESİ DAİRE SAYISI
2011 Q1	110.619 ^(R)	105.973 ^(R)
2011 Q2	164.694 ^(R)	144.694 ^(R)
2011 Q3	154.923 ^(R)	139.341 ^(R)
2011 Q4	220.049 ^(R)	165.155 ^(R)
2012 Q1	115.637	108.798
2012 Q2	231.966	129.562
2012 Q3	168.116	123.645
2012 Q4	225.873	177.980

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

(R)REVİZE EDİLMİŞTİR.

2012 yıl sonu itibari ile konut kredileri yüzde 15.4 artarak 86.04 milyar Türk Lirası'na ulaşılmıştır. Konut kredilerinde büyüme geçen yılın altında kalmıştır. Konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki payı ise yüzde 44.5'e yükselmiştir. Toplam krediler içinde ise yüzde 10.8 ile hemen hemen aynı kalmıştır.

Konut Kredilerinin Tüketici Kredileri ve Toplam Krediler İçindeki Payı

DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYAR TL	TÜKETİCİ KREDİLERİ		TOPLAM KREDİLER	
		MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY	MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY
2011 Q1	65.4	140.5	46.5	564.3	11.6
2011 Q2	70.8	156.2	45.3	620.4	11.4
2011 Q3	72.8	163.0	44.7	661.3	11.0
2011 Q4	74.6	168.4	44.3	682.9	10.9
2012 Q1	75.4	171.7	43.9	699.1	10.8
2012 Q2	78.4	179.0	43.8	737.2	10.6
2012 Q3	81.0	184.8	43.8	755.6	10.7
2012 Q4	86.0	193.4	44.5	794.8	10.8

KAYNAK: BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Konut kredisi faiz oranlarında 2013 yılının son çeyreğinde hızlı bir gerileme yaşanmıştır. Gerileme yeni yılın ilk çeyrek döneminde de sürmüştür. 5 yıl vadeli ortalama konut kredisi faiz oranları aylık yüzde 0.9’a kadar gerilemiştir Minimum yüzde 0.78 faiz uygulaması da bulunmaktadır.

Konut Kredisi Aylık Faiz Oranları Yüzde

DÖNEMLER	MINIMUM	ORTALAMA	MAKSİMUM
2011 Q1	0.72	0.95	1.19
2011 Q2	0.80	1.00	1.29
2011 Q3	1.04	1.14	1.49
2011 Q4	1.19	1.29	1.55
2012 Q1	0.96	1.25	1.46
2012 Q2	0.96	1.21	1.39
2012 Q3	0.96	1.21	1.39
2012 Q4	0.82	0.98	1.19
2013 Q1	0.78	0.90	0.99

KAYNAK: ÇALIŞMA EKİBİ

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

Konut kredilerinde 5-10 yıl vadeli kredilerin payı yüzde 58.9 ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Orta vadeli konut kredilerinde toplulaşma sürmektedir. 10 yıl üzerindeki vadelerde kullanımın payı ise düşmektedir.

Konut Kredilerinin Vade Dağılımı Yüzde Pay

(TÜRK LİRASI KULLANDIRILAN KREDİLER)

DÖNEMLER	1-12 AY	13-36 AY	37-60 AY	61-120 AY	121-180 AY	181-240 AY	241 AY +
2011 Q1	0.2	5.3	25.7	53.8	13.9	0.5	0.6
2011 Q2	0.1	4.9	24.6	55.0	14.4	0.5	0.6
2011 Q3	0.1	4.2	22.1	53.8	18.6	0.5	0.6
2011 Q4	0.1	4.0	21.5	54.2	19.2	0.5	0.5
2012 Q1	0.1	3.8	20.9	54.6	19.6	0.5	0.5
2012 Q2	0.2	3.8	20.2	54.9	19.8	0.5	0.6
2012 Q3	0.2	3.8	19.5	55.1	20.5	0.5	0.5
2012 Q4	0.1	3.6	20.3	57.4	18.0	0.4	0.2
2013 Q1 ⁽¹⁾	0.1	3.7	20.5	58.9	16.3	0.4	0.1

KAYNAK: T.C. MERKEZ BANKASI

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA
(1) ŞUBAT

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Kullanılan konut kredileri içinde takipteki kredilerin oranı yüzde 0.82 ile en düşük seviyesine ulaşmış olup bu oranı yeni yılda da korumaktadır. Konut kredilerinin iyi kalitesi sürmektedir.

Takipteki Konut Kredileri

DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ %PAY
2011 Q1	65.391	796	1.22
2011 Q2	70.841	718	1.01
2011 Q3	72.808	708	0.97
2011 Q4	74.591	659	0.88
2012 Q1	75.439	641	0.85
2012 Q2	78.383	641	0.82
2012 Q3	81.033	673	0.83
2012 Q4	86.043	702	0.82
2013 Q1 ⁽¹⁾	87.822	717	0.82

KAYNAK: BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA
(1) OCAK

Konut satışları yılın son çeyreğinde 125.815 ile yılın en yüksek satışının gerçekleştiği dönem olmuştur. Konut satışları geçen yılın aynı çeyrek dönemine göre yüzde 5.9 artmıştır. Yıl genelinde ise konut satışları yüzde 2.9 artmıştır.

Konut Satışları Adet

DÖNEMLER	TÜRKİYE GENELİ	İSTANBUL	ÜÇ BÜYÜK İL	DİĞER İLLER
2011 Q1	91.071	18.768	39.501	51.570
2011 Q2	107.308	22.343	46.432	60.876
2011 Q3	101.754	18.494	40.445	61.309
2011 Q4	118.867	24.249	49.547	69.320
2012 Q1	96.092	20.778	40.768	55.324
2012 Q2	106.035	23.040	45.201	60.834
2012 Q3	103.543	19.422	40.043	63.500
2012 Q4	125.815	24.244	50.887	74.928

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Konut satın alma eğilimi 2012 yılının üçüncü çeyreğinde 8.20 puan ile en düşük seviyesine inmiştir. Satın alma eğilimi 2012 yılı son çeyreğinde artmaya başlamış olup artış eğilimi yeni yılda da sürmüştür.

Tüketicilerin Konut Satın Alma Eğilimi

DÖNEMLER	KONUT SATIN ALMA EĞİLİMİ ⁽¹⁾
2012 Q1	12.00
2012 Q2	10.60
2012 Q3	8.20
2012 Q4	10.00
2013 Q1	11.30

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA
(1) YENİ SERİ YAYINLANACAK

Mevcut konut fiyatları 2012 yılının son çeyreğinde de artış eğilimini sürdürmüştür. Türkiye genelinde mevcut konut fiyatları 2012 yılında yüzde 17.4 artmıştır. Hemen hemen tüm illerde yıl genelinde benzer fiyat artışları yaşanmıştır.

Konut Fiyatları, Konut Fiyatları Endeksi 2007 = 100

DÖNEMLER	TÜRKİYE	İSTANBUL	ANKARA	İZMİR
2011 Q1	95.2	95.0	92.9	97.5
2011 Q2	96.4	96.5	94.2	97.8
2011 Q3	98.4	99.0	96.7	101.7
2011 Q4	100.8	101.8	98.3	105.6
2012 Q1	103.5	105.2	100.1	108.8
2012 Q2	106.7	108.4	104.0	112.1
2012 Q3	114.5	116.6	111.7	119.8
2012 Q4	118.3	121.8	112.3	123.7

KAYNAK: GARANTİ MORTGAGE REİDİN EMLAK ENDKS

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Konut kiralari 2012 yılında Türkiye genelinde yüzde 15.8 oranında artış göstermiştir. Artış eğilimi yılın tüm çeyreklerinde sürmüştür. Konut kiralari en çok yüzde 20.8 ile İzmir’de artmıştır.

Konut Kiraları, Konut Kiraları Endeksi 2007 = 100

DÖNEMLER	TÜRKİYE	İSTANBUL	ANKARA	İZMİR
2011 Q1	93.2	93.9	93.8	89.0
2011 Q2	93.9	94.4	94.9	90.0
2011 Q3	95.7	96.2	96.8	92.3
2011 Q4	98.3	99.6	97.2	94.9
2012 Q1	100.6	102.2	98.8	98.0
2012 Q2	103.7	105.1	103.3	102.3
2012 Q3	110.0	110.8	110.2	111.1
2012 Q4	113.8	115.4	112.2	114.6

KAYNAK: GARANTİ MORTGAGE REİDİN EMLAK ENDEKSİ

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

4.4. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

Alışveriş Merkezi Piyasası (AVM)

2012 yılında ekonomide görülen yavaşlama özellikle hane halkı tüketim harcamaları ile perakende harcamalarda sınırlanmaya yol açmıştır. Buna bağlı olarak perakendeci talebinde yavaşlama ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak AVM yatırımları da zamana yayılarak sürdürülmüş ve ötelenmiştir. 2012 yılında 20 yeni AVM açılmıştır. Bu sayı 19 yeni AVM’nin açıldığı 2005 yılından sonra en düşük sayıdır. Ancak 2013 yılında ekonomide ve iç talepte toparlanma beklentisine bağlı olarak ve devam eden yatırımların tamamlanması sonucu 35 yeni alışveriş merkezinin açılması beklenmektedir. Büyük ölçekli ve önemli AVM yatırımları 2013 yılında tamamlanarak açılışları yapılacaktır. Yaklaşık 1.2 milyon m2 kiralanabilir alan arz edilecektir.

Türkiye Genelinde Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri

DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KIRALANABİLİR ALAN M ²	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KIRALANABİLİR ALAN M ²
2011 Q3	8	281.880	287	7.159.846
2011 Q4	11	402.040	298	7.561.886
2012 Q1	5	155.300	303	7.717.186
2012 Q2	6	205.500	309	7.922.686
2012 Q3	3	75.270	312	7.997.956
2012 Q4	6	236.950	318	8.234.906
2012 Q4 STOK			294	7.934.426
2013 Q1	6	204.458	324	8.439.464

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Alışveriş merkezi toplam ciro endeksi 2012 yılı Aralık ayında geçen yılın Aralık ayına göre yüzde 26.9 artış göstermiş ve yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2013 yılının ilk iki ayında ise AVM ciroları mevsimsellik ve indirimler etkisi ile zayıflama göstermiştir. Geçen yılki ilk çeyrek ciro seviyesinin yaklaşık yüzde 3 üzerine çıkmıştır.

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100

DÖNEMLER	TOPLAM CİRO ENDEKSİ	KIRALANABİLİR ALAN M ² ENDEKSİ	M ² BASINA CİRO ENDEKSİ
2011 Q1	141	203	92
2011 Q2	151	218	95
2011 Q3	137	222	91
2011 Q4	152	227	108
2012 Q1	138	230	95
2012 Q2	160	238	109
2012 Q3	151	240	98
2012 Q4	192	243	122
2013 Q1 ⁽¹⁾	142	243	89

KAYNAK: AMPD NIELSEN PERAKENDE ENDEKSİ

VERİLER ÇEYREK DÖNEMİN SON AYI İTİBARIYLA

(1) ŞUBAT

Ofis Piyasası

Çok uluslu firmaların bölgesel yönetim ve operasyon merkezlerini İstanbul’da oluşturmaları ve yerli şirketlerin artan büyüme ve kurumsallaşma eğilimlerine bağlı olarak ofis ihtiyacı artışını sürdürmektedir. İhtiyacın artışına bağlı olarak 2012 yılında önemli bir kullanıcı talebi oluşmuştur. Kiralama talepleri özellikle A sınıfı ofislere yönelik olmuştur. Ofis ihtiyacı ve talebindeki bu kuvvetli eğilimi ofis yatırımlarını tetiklemeye devam etmektedir. Yeni ofis arzlarının hemen karşılandığı görülmektedir. Piyasa halen satıcı piyasası niteliğinde bulunmaktadır. Yeni yatırımlar ile birlikte 2013 yılında da önemli bir ofis arzının gerçekleşmesi beklenmektedir. Kağıthane ve özellikle Ümraniye yeni gelişme alanları olarak öne çıkmaktadır. 2012 yılında en canlı ticari gayrimenkul pazarı ofis piyasası olmuştur. Yabancı yatırımcı ve geliştiricilerin de ofis pazarına ilgisi artarak sürmektedir. Yatırım yapılabilir varlıkların sınırlı olması yabancı yatırımcıları geliştirme projelerine de yönlendirmeye başlamıştır.

İstanbul Ofis Piyasası Boşluk Oranları Yüzde

DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	M/A	M/A DIŞI AVRUPA	M/A DIŞI ASYA	M/A	M/A DIŞI AVRUPA	M/A DIŞI ASYA
2011 1.ÇEYREK	8.8	19.4	13.3	7.6	31.5	15.3
2011 2.ÇEYREK	9.8	16.9	16.2	7.2	30.4	15.5
2011 3.ÇEYREK	10.7	12.4	17.2	6.6	29.9	17.5
2011 4.ÇEYREK	11.1	10.3	16.9	6.6	28.3	17.2
2012 1.ÇEYREK	11.1	10.2	16.4	6.4	27.5	13.7
2012 2.ÇEYREK	11.1	7.7	15.4	6.4	25.6	9.2
2012 3.ÇEYREK	10.5	8.3	16.0	7.9	24.6	8.3
2012 4.ÇEYREK	10.7	10.2	13.3	7.5	24.8	9.4

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

2012 yılının son çeyrek döneminde ofis kiralari hemen aynı kalmış ve durağanlaşmıştır. M/A bölgesi A sınıfı ofis kiralari ortalama 29.1 dolar, B sınıfı ofis kiralari ise ortalama 17.0 dolar ile bir önceki çeyrek döneme göre hemen hemen aynı kalmıştır.

İstanbul Ofis Piyasası Kira Ortalamaları Dolar/M²/Ay

DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	M/A	M/A DIŞI AVRUPA	M/A DIŞI ASYA	M/A	M/A DIŞI AVRUPA	M/A DIŞI ASYA
2011 1.ÇEYREK	27.5	18.1	19.3	14.6	9.8	13.6
2011 2.ÇEYREK	27.6	18.3	19.5	17.0	9.6	13.5
2011 3.ÇEYREK	27.6	17.9	18.8	14.8	10.4	13.3
2011 4.ÇEYREK	29.3	19.4	18.9	14.9	10.3	12.9
2012 1.ÇEYREK	30.2	17.7	19.3	15.6	10.5	12.5
2012 2.ÇEYREK	30.0	16.7	19.4	14.3	10.9	13.0
2012 3.ÇEYREK	29.7	15.5	20.3	16.9	10.1	13.8
2012 4.ÇEYREK	29.1	18.0	20.5	17.0	10.5	13.7

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI 2012

2012 yılında Türkiye genelinde alınan ofis yapı ruhsatları geçen yıla göre yüzde 27.0 oranında artarak 6.24 milyon m²'ye çıkmıştır. Türkiye genelinde ofis yatırımlarında artış sürmektedir.

4.5.Türkiye Turizm Sektörü Analizi⁴

Türkiye Beklediğini Kazanamadı, Rakipler Yitirdiklerini Kazandı

Türkiye turizmde 2006’dan beri, gelen ziyaretçi ve turizm gelirinde yükselen bir çizgi yakalamıştı. Turizmdeki yükseliş eğilimi 2012’de kırıldı. Bunun birçok nedeni var. Bunlardan kimilerinde ‘Arap Baharı’ olarak nitelendirilen olayların turizme etkisi açıkça görülüyor.

Bu dönemde Türkiye’nin, başta Rusya olmak üzere diğer pazarlarda da son yıllardaki büyüme eğilimi sona erdi. Buna karşılık rakipler ise aynı dönemde bu pazarlarda yitirdiklerini yeniden kazanmaya başladılar. ‘Arap Baharı’ denilen süreçte Mısır, geçen yıl 2,5 milyon dolayında ziyaretçi yitirdi. Mısır, 2012 yılının ilk aylarında, o dönemde yitirdiği ziyaretçilerin yarısından fazlasını geri kazandı. Benzer durum İspanya ve Yunanistan için de geçerlidir. İspanya, Rusya’dan aldığı ziyaretçi sayısını yüzde 30 artırdı.

Yunanistan diğer pazarlarda kayba uğrarken, Rusya’da ise önemli artışlar elde etti.

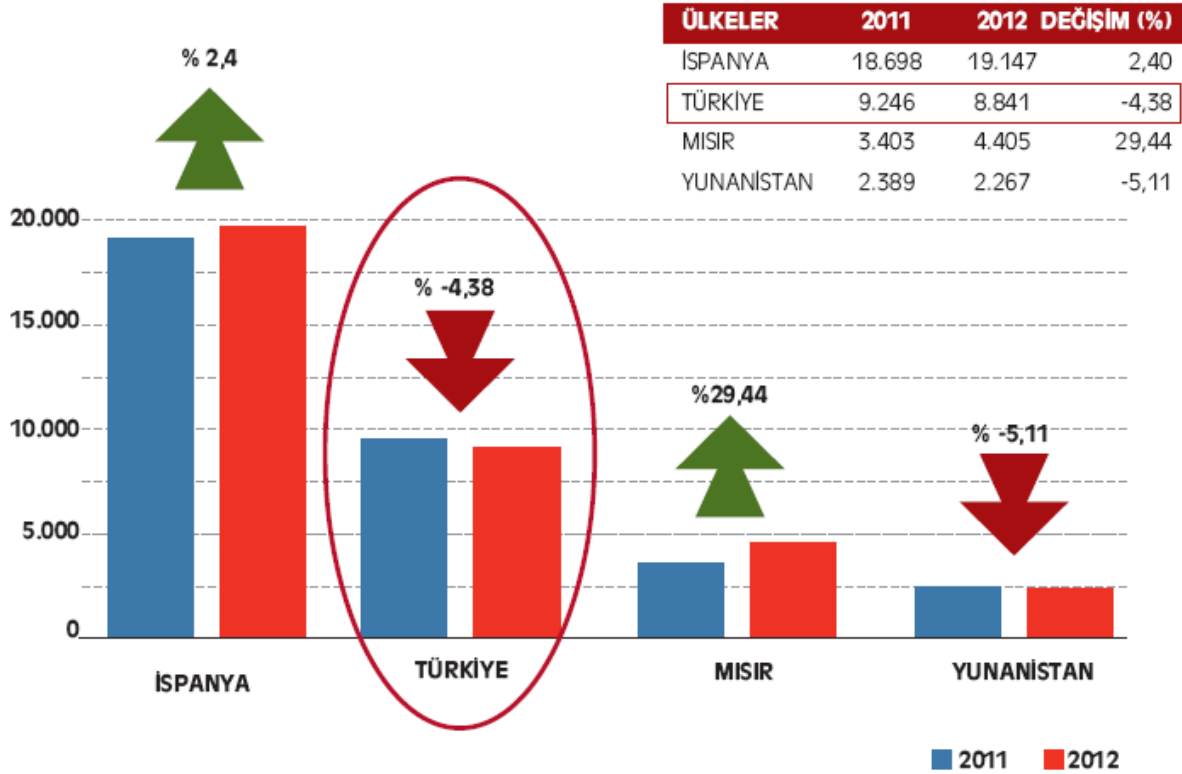
Yılın ikinci yarısında Türkiye ve rakiplerinin durumu şöyle görünüyor:

- Mısır, kaybının % 40’ını telafi etti,
- Türkiye kazancının % 35’ini yitirdi,
- Yunanistan’da erime sürüyor,
- İspanya kazanmaya devam ediyor,

⁴ Turizm Raporu, Sayı 5, Eylül 2012,Türkiye Otelciler Federasyonu

• 2012’de Turizmin Kazanan ve Kaybedenleri

(Ocak-Mayıs dönemleri itibarıyla ziyaretçi sayıları)

**İlk 10’daki Türkiye Ziyaretçide Yükselirken Gelirde Düştü**

Türkiye’nin turizmde yükseliş eğiliminin kırıldığı Dünya Turizm Örgütü verilerine de yansdı. Birleşmiş Milletler Dünya Turizm Örgütü (UNWTO) 2011 yılı istatistiklerini açıkladı. UNWTO verilerine göre Türkiye ziyaretçi girişinde bir basamak yükselerek 6. sıraya çıkarken, gelirden üç basamak gerileyerek ilk 10’daki 9. sıradan 12’nci sıraya düştü.

Rapora göre, 2010’da 927 milyar olan uluslararası turizm gelirleri yüzde 3,9 artışla 2011’de 1 trilyon 30 milyar dolara yükseldi. Bu dönemde uluslararası ziyaretçi sayısı da yüzde 4,6 artışla 2011’de 983 milyon kişi olarak gerçekleşti. Gelirde Türkiye üç basamak düştü. Bu verilere göre Türkiye ziyaretçi sayısında ilk 10 ülke arasında 6. sıraya yükselirken turizm gelirinde, 2010 yılında 9. sıradayken 2011’de ilk 12 sıraya düştü.

Rapora göre 2011 yılında hem gelişmekte olan, hem de gelişmiş ülke destinasyonların turizm gelirleri arttı. Uluslararası turizm gelirlerinin bölgelere göre dağılımında en büyük payı 112 milyar dolar ile Amerika ilk sırada yer alıyor. Amerika’nın turizm gelirleri önceki yıla göre yüzde 5.7 artırırken, Avrupa yüzde 5.2, Asya ve Pasifik 4.4, Afrika ise yüzde 2.2 oranında arttı. 2011’de Ortadoğu bölgelerinin turizm geliri ise yüzde 14 düştü.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Uluslararası ziyaretçi girişlerinin ülkelere göre dağılımında Fransa 79 milyon kişi ile ilk sırada yer aldı. Türkiye ise 29 milyon kişi ile, İngiltere’nin önüne geçerek ilk 10 ülke sıralamasında 6. sıraya yükseldi. Türkiye ziyaretçilerin ülkelere dağılımında 2010’da ilk 10’un 7. sırasındaydı.

Bu arada 2011 yılında gerçekleşen turizm gelirlerinin ülkelere göre dağılımında Çin gelirini en çok artıran ülke oldu. Çin ziyaretçi girişinde 58 milyon kişi ile ilk 10 arasında 3. sırada yer alırken turizm gelirinde ise 48 milyar dolar ile 4. sırada yer aldı. Turizm gelirinin bölgelere göre dağılımında da Asya ve Pasifik en hızlı gelişen bölge oldu.

UNWTO raporuna göre 2011 yılının kaybeden bölgesi ise Ortadoğu oldu. Raporda Ortadoğu bölgesinin 10 yıldır hızlı gelişen bölge durumunda iken 2011 yılında 5 milyon ziyaretçi kaybına uğradı.

• Ençok Ziyaretçi Çeken İlk 10 Ülke

Ülkeler	Sıralama		Ziyaretçi (Milyon Kişi)	
	2010	2011	2010	2011
Fransa	1	1	78,9	79,5
ABD	2	2	60,8	62,3
Çin	3	3	55,9	57,6
İspanya	4	4	52,6	56,7
İtalya	5	5	43,5	46,1
Almanya	6	8	27,0	28,4
İngiltere	7	7	27,0	29,2
Türkiye	8	6	26,9	29,3
Malezya	9	9	24,8	24,7
Meksika	10	10	23,0	23,4

• Ençok Turizm Geliri Elde Eden İlk 10 Ülke

Ülkeler	2010	2011
1 ABD	103,5	116,3
2 İspanya	52,5	59,9
3 Fransa	46,6	53,8
4 Çin	45,8	48,5
5 İtalya	38,8	43
6 Almanya	34,7	38,8
7 İngiltere	32,4	35,9
8 Avusturalya	29,8	31,4
9 Macao (Çin)	27,8	?
10 Hong Kong (Çin)	22,2	27,2

Turizm Gelirlerindeki Düşüşün Nedeni Alışveriş Harcamalarının Azalması

Türkiye’nin yabancı ziyaretçilerden elde ettiği turizm geliri 2012’nin ilk yarısında yüzde 2,15 geriledi.

Yılın ilk yarısında yabancı ziyaretçilerin toplam harcamalarındaki düşüşün paket dışı kişisel harcamalardan kaynaklandığı belirlendi.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verileri baz alınarak yapılan araştırmada, yılın ilk yarısı itibarıyla paket tur harcamaları ortalama yüzde 10 artarken paket dışı harcamalar ise yüzde 5,5 geriledi. Araştırmaya göre yabancı ziyaretçiler ilk yarıda, geçen yıla göre, Yeme İçmede yüzde 7,3 konaklamada da yüzde 6 daha az harcama yaptı.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

Diğer yandan ziyaretçilerin ülke içindeki ulaştırma harcamaları yüzde 19, hediyelik eşya harcamaları yüzde 6,5 ve halı-kilim v.b. harcamaları da % 20 geriledi.

• İlk Yarıda Kişisel Harcamaların Gelişimi, (%)

Harcamalar	Değişim	Harcamalar	Değişim
■ Yeme-içme toplamı	-7,35	■ Tur hizmetleri toplamı	2,60
■ Konaklama toplamı	-5,98	■ Giyecek ve ayakkabı	1,79
■ Sağlık toplamı	31,77	■ Hediyelik eşya	-6,58
■ Ulaştırma toplamı	-19,05	■ Halı,kilim vb.	-20,75
■ Spor, eğitim, kültür toplamı	10,19	■ Diğer harcamalar	-0,75
Toplam	-5,54		

Türkiye'nin İran ve Rusya'daki Kaybının Nedeni Devalüasyon

Türkiye'nin turizmde hızla yükselen iki pazarı Rusya ve İran bu yıl en çok kayıp verilen pazarlar. İki pazarda kaybın nedeni, iki ülkede meydana gelen devalüasyon oldu.

Rusya ulusal para birimi Ruble, Amerikan Doları karşısında yüzde 19, İran ulusal para birimi Tümen ise yüzde 47'nin üzerinde değer yitirdi.

İran ve Rusya'daki bu yüksek devalüasyon, fiyatların artmasına neden oldu. Bu da yurt dışına tatile çıkışları azalttı.

Bunun sonucu olarak, İran'dan Türkiye'ye gelen ziyaretçi sayısı iki yıl önce 1 milyona yaklaşmışken, bu yıl yüzde 40 kayıpla 500 binlere düştü.

Rusya'daki kayıp bu düzeyde olmasa da, daha önceki yıllarda gözlenen yükseliş eğilimi tersine döndü.

6 aylık dönemler itibariyle İran'dan Türkiye'ye gelen ziyaretçi sayısı (2008-2012)

Yıllar	Gelen Ziyaretçi	Değişim(%)
2008	490.900	
2009	527.012	7,3
2010	926.383	75,7
2011	915.386	- 1,1
2012	552.951	- 39,5

Türkiye’nin Yatırım Türü ve Ürün Kompozisyonu Müşteri Profili ile Ters Orantılı

Türkiye’nin turizmde yaşanan yapısal sorunları su yüzüne çıkıyor. Bunlardan kompozisyonu arasındaki ilişkide yaşanıyor.

Türkiye’ye gelen ziyaretçilerin yüzde 50’den fazlası ücretli çalışan, orta gelir grubuna mensup kişilerden oluşuyor. Buna karşılık tesis türü ve kategorisi ile sunulan ürün konsepti üst gelir grubuna yönelik.

Konaklama tesislerinin maliyetleri yatırım ve işletme döneminde farklı oluyor. Bu da işletmenin kar oranı ve yatırımın kendini amorti etmesini bire bir etkiliyor.

Türkiye’ye gelen ziyaretçilerin yüzde 50’den fazlası ücretli çalışan orta gelirli kesimden oluşmasına rağmen sunulan ürün ve arz edilen tesis kategorisi ise ziyaretçiler içinde yüzde 5’i bulan üst gelir grubuna mensup kesime yöneliktir. Üst gelir grubuna mensup kesimden müşteriler hedeflenerek yapılan otelin beklediği sayıda müşteri bulamayınca fiyatları bir alt kategoriye çıkararak çalışması çeşitli sorunlara neden oluyor.

Bu yöndeki uygulamalar son yıllarda artıyor. 5 yıldız kategorisindeki tesisin 4 ya da üç yıldızlı otel fiyatıyla satılması işletme açısından olduğu gibi sektör açısından da sorunlara neden oluyor. Öyle ki bu nedenle yaşanan sıkıntılar sektörde yapılan bir sorun haline geldi.

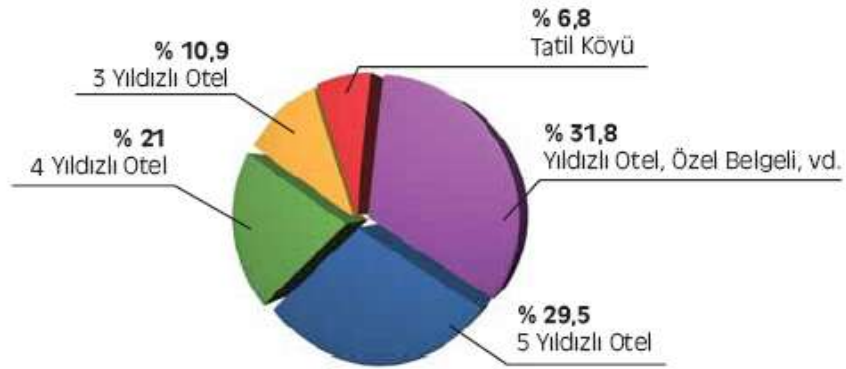
Bunun neden olduğu sorunların ortadan kaldırılması için yeni yatırıma karar verilirken tesisin yer aldığı bölge ve bölgeye gelen müşterinin profiline bakmak gerekir. Bu noktada ciddi sorun yaşanıyor. Türkiye’ye gelen ziyaretçilerin gelir grubuna göre dağılımı ile konaklama tesislerinin kategorisi birbiriyle dengeli olmalı. Yatırımlar gelir grubuna göre ziyaretçilerin profili ile dengeli olmalı.

Sektörün yaşadığı sorunlardan biri de budur. Gelen ziyaretçi 3 ve 4 yıldızlı otel fiyatını ödeyebilecek kesimden iken konaklama tesisleri de buna uygun olmalıdır. Bu gerçek dikkate alınmadan yapılan yatırımlar daha sonra fiyatlarını bir alt kategorideki tesislerin düzeyine çekiyor.

Sektörün yaşadığı bu sorun her geçen gün biraz daha büyüyor.

• Türkiye'ye Gelen Ziyaretçilerin Gelir Grubuna Göre Dağılımı ve Konaklama Tesislerinin Türlerine Göre Dağılımı

Toplam Yatak Kap. Tesis Türlerine Göre Dağılımı (%)		Gelen Ziyaretçilerin Gelir Grubuna Göre Dağılımı (%)	
5 Yıldızlı Otel	29,5	Yüksek	16,3
4 yıldızlı Otel	21	Orta	68,3
3 yıldızlı Otel	10,9	Düşük	11,8
Tatil Köyü	6,8	Çok düşük	1,9
1 Yıldızlı Otel, Özel Belgeli, vd.	31,8	Çok yüksek	1,8

**Son 2 Yılın Özet Bulguları**

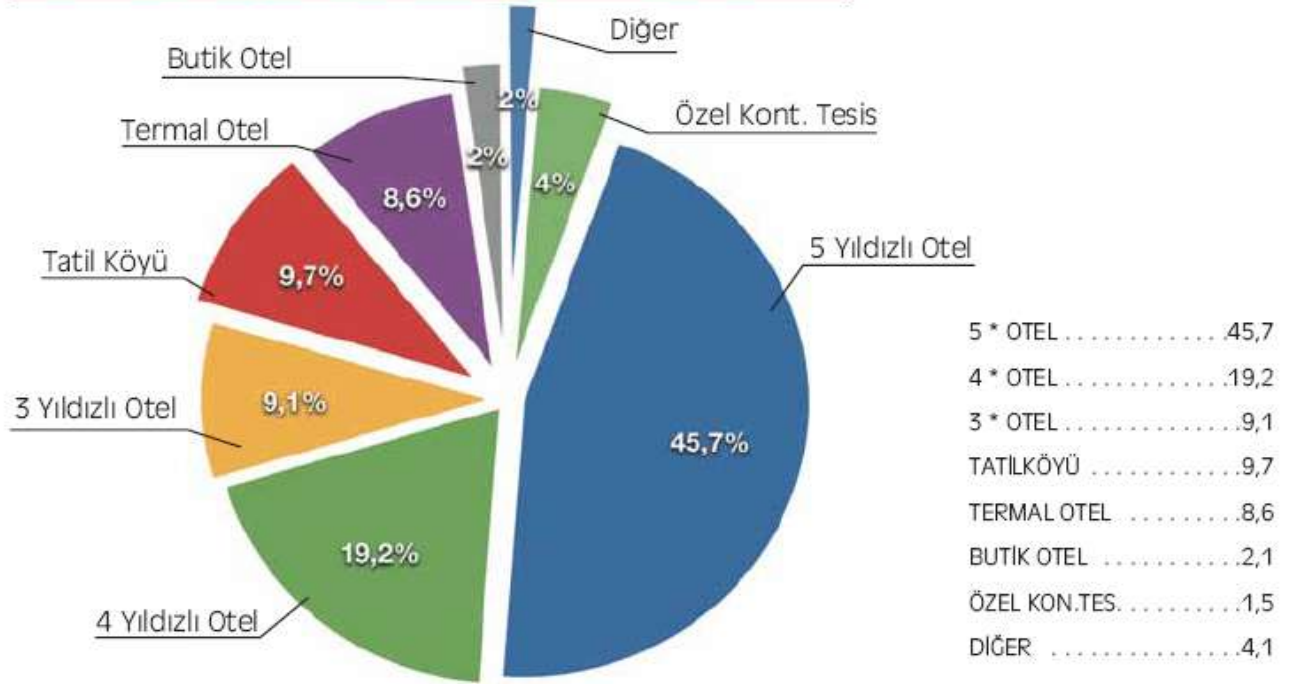
- 2010-2012 Temmuz ayları verilerine göre, Bakanlık'tan belgeli tesis ve işletme sayısı 2 bin 800'den 3 bin 103'e çıktı.
- Bu dönemde tesis sayısındaki artışlarda; 5, 4, 3 yıldızlı tesislerle, butik ve termal otellerdeki gelişmeler dikkat çekici oldu.
- 5 yıldızlı otel sayısı 310'dan 379'a çıkarken, 4 yıldızlılar 517'den 579'a, 3 yıldızlılar da 650'den 720'ye çıktı. Özellikle butik otel sayısı 2 katına, termal otellerin sayısı da 3 katına çıktı. Diğer yandan 2 yıllık dönemde 2 ve 1 yıldızlı oteller ile motel ve pansiyonların sayısı geriledi.
- Son 2 yılda, Bakanlık belgeli tesislerin sayısı 320 dolayında artarken, bu tesislerdeki yatak artışı da 110 bin dolayında gerçekleşti. 2012 yılı temmuz verilerine göre, Bakanlık belgeli konaklama tesisi sayısı 3 bin 100'ü, yatak kapasitesi de 890'bini aştı.
- Temmuz ayı itibariyle son 2 yılda gerçekleşen yatak artışının yaklaşık olarak yarısı 5 yıldızlı otellerden kaynaklandı.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

• Son İki Ayda Gerçekleşen Yatak Artışının Kaynakları (%)



• Son 2 Yılda Tesis Sayıları (Adet)

	2010	2012	Artış
5 * OTEL	310	379	69
4 * OTEL	517	579	62
3 * OTEL	650	720	70
2 * OTEL	568	499	-69
1 * OTEL	74	59	-15
TATILKÖYÜ	70	84	14
TERMAL OTEL	14	42	28
BUTİK OTEL	26	53	27
ÖZEL KON.TES.	208	230	22
MOTEL	16	11	-5
PANSİYON	51	43	-8
DİĞER	296	404	108
TOPLAM	2800	3103	320

Turizmde En Çok Ziyaretçi Çeken Ülkelerin İç Turizmi de Güçlü

Avrupa’da en çok ziyaretçi çeken ülkeler aynı zamanda iç turizmi de güçlü ülkeler.

Avrupa Birliği İstatistik Bürosu (Eurostat) verilerine göre, 27 AB üyesi ülkede gerçekleşen toplam seyahatlerin yüzde 76’sı yurt içinde, yüzde 24’ü yurt dışına yönelik seyahat şeklinde gerçekleşti.

Yurt içi ve yurt dışı seyahatlerin ülkelere göre dağılımında, en çok yabancı ziyaretçi alan ülkeler arasında yer alan İspanya ve Fransa’da iş ve tatil amaçlı seyahatlerin yüzde 90’ı yurt içinde gerçekleşiyor. Ancak yurt içi seyahat oranı yüksek olan ülkeler sıralamasında 2. olan Portekiz en çok turist alan ülkelerden değil.

Eurostat verilerine göre Avusturya ve Hollanda’da ise yurt içi ve yurt dışı seyahatler dengeli biçimde dağılıyor. Buna karşılık AB’nin en küçük nüfuslu ülkesi Lüksemburg’da seyahatlerin tamamı yurt dışına gerçekleşiyor.

Bazı AB Ülkelerinde Seyahatlerin Yurt İçi ve Yurt Dışı Dağılımı (%)		
Ülkeler	Yurt içi seyahatler	Yurt dışı seyahatler
İspanya	92	8
Portekiz	91	9
Fransa	89	11
Polonya	85	15
Çek Cumh.	84	16
Finlandiya	84	16
İtalya	81	19
Macaristan	80	20
Danimarka	78	22
İsveç	75	25
Almanya	66	34
İngiltere	62	38
Norveç	61	39
Slovakya	60	40
Avusturya	50	50
Hollanda	48	52
Lüksemburg	0	100
AB ortalaması	76	24

5. DEĞERLEME

5.1. Değerleme Yaklaşımları

Şirket değerlemeleri genelde Uluslararası Değerleme Standardı 1’in (UDES 1) hükümleri uygulanarak Pazar Değeri esaslı değerlendirme ile gerçekleştirilir.

Pazar değerinin veya bir tanımlanmış pazar değeri dışı değer in takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, Değerleme uzmanının bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. Değerleme yaklaşımı terimi yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar Değerleme Yöntemleri olarak tanınırlar.

Piyasaya dayalı değerlemeler normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak ikame prensibini uygulamak suretiyle kullanırlar. Bu prensip basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı Pazar Değerini oluşturma eğilimindedir.

Pazara dayalı *Değerleme Yaklaşımları* aşağıdakileri içerir.

- *Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı:* Bu karşılaştırmalı yaklaşım benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapar. Genel olarak değerlemesi yapılan bir mülk, açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla karşılaştırılır. İstenen fiyatlar ve verilen teklifler de dikkate alınabilir.
- *Gelir İndirgeme Yaklaşımı:* Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirme yapılan mülke ait gelir ve harcama verilerini dikkate alır ve indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, Hasıla veya İskonto Oranı ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.
- *Maliyet Yaklaşımı:* Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır. Gayrimenkul bağlamında, insanların zaman darlığı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer arazi ve alternatif bina inşa etmek yerine benzer bir mülk için daha fazla ödeme yapmaları normalde savunulur bir durum değildir. Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlendirme yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için amortismanı da içerir.

5.2. Değerlemede Kullanılan Yaklaşım ve Yöntem

Değerleme Yöntemi, değerlendirme yaklaşımları çerçevesinde, değeri takdir etmenin belirli bir yolu olarak tanımlanmaktadır.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi’nin değerlemesinde, İndirgenmiş Nakit Analizi Yöntemi, Benzeri Şirket ile Karşılaştırma ve Net Aktif Değeri Yöntemi olmak üzere üç yöntem seçilmiştir.

İndirgenmiş nakit akışı (İNA) analizi, bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Bu tür varsayımlar, bugünkü değere indirgenmiş olan para girişi ve çıkışının tutarı, özelliği, değişkenliği, zamanlaması ve süresi ile ilgilidir. İNA analizi, uygun ve desteklenebilir veri ve iskonto oranlarıyla birlikte değerlendirme kullanılan gelir indirgeme yaklaşımının sıkça başvurulan metodolojilerinden biridir.

İNA değerlemeleri, diğer gelir esaslı değerlemelerde olduğu gibi, geçmişteki verilerin ve arzı, talebi, geliri, giderleri ve risk potansiyelini etkileyen gelecekteki pazar koşulları hakkındaki varsayımların analizine dayanmaktadır. Bu varsayımlar, gelir ve giderlerinin oluşma kalıbı çıkarılan işletme veya mülkün kazanç sağlama yeteneğini belirler.

İNA analizi, mevcut pazar kanıtlarını kullanmakta ve genelde de yatırımcıların ve diğer Pazar katılımcılarının düşünme süreçlerini, beklentilerini ve algıladıkları hususları yansıtmaktadır. Bir tahmin tekniği olarak İNA analizi hakkında, belirli bir İNA tahmininin nihai olarak gerçekleşen durumla karşılaştırıldığında isabetli olup olmamasına değil, İNA tahmininin yapıldığı anda pazardaki kabul görme derecesine dayalı bir hükme varılmalıdır.

Finansal Modelleme, bir işletme veya mülkün, üzerinden finansal getiriye ilişkin göstergelerin hesaplanabileceği periyodik gelir veya nakit akışı düzeni projeksiyonu. Gelir veya nakit akışı projeksiyonları, bu değişkenlerin projeksiyonlarının yanısıra gelir, gider ve sermaye tutarları arasındaki tarihsel ilişkileri göz önüne alan bir finansal modelin kullanımıyla da oluşturulmaktadır. Finansal modelleme ayrıca mülk performansına yönelik beklentileri test etmek, İNA modelinin bütünlüğü ve tutarlılığını ölçmek veya bir yöntem olarak yatırımcıların bir mülkü veya şirketi satın alma, satma veya ellerinde tutma kararlarını alırken attıkları adımları yönlendirmek için bir yönetim aracı şeklinde de kullanılabilir.

İskonto Oranı, gelecekte ödenecek veya alınacak olan parasal bir tutarın bugünkü değerine dönüştürülmesi amacıyla kullanılan bir getiri oranıdır. Teorik olarak bu oran sermayenin alternatif maliyetini, yani sermayenin benzer riskleri içeren diğer alanlara yatırılması halinde kazanabileceği getirinin oranını yansıtmalıdır. Ayrıca buna getiri oranı da denir.

Net Bugünkü Değer (NBD), bir İNA analizindeki indirgenmiş gelirler veya nakit girişleri ile maliyetler veya nakit çıkışları arasındaki farkın ölçüsüdür. İndirgenmiş nakit girişleri ve çıkışları ile indirgeme oranının pazardan elde edildiği Pazar Değerine erişmek için yapılan bir değerlemede sonuç olarak elde edilen Net Bugünkü Değer, gelir yaklaşımı ile bulunacak Pazar Değerinin bir göstergesi olmalıdır.

Net aktif yaklaşımına göre şirketin değerini, sahibi bulunduğu varlıkların tümü, bir başka deyişle toplam özvarlıkları oluşturmaktadır.

Net Aktif Değer Yöntemi, şirketin kullandığı aktif değerlerden borçların çıkarılması ile kalan değeri şirket değeri olarak kabul etmektedir.

Benzeri şirket ile karşılaştırma yaklaşımını temel alan değerleme yöntemleri, değer tespiti yaparken, borsada işlem gören benzer hedef şirketlerin verilerinden istifade eder ve onları değerlemede kullanırlar.

En çok kullanılanlar, Fiyat/Kazanç Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Temettü Verimi ve Fiyat/Nakit Akımı Oranı yöntemleridir.

Bu yöntemler, ancak karşılaştırma yapılabilecek yeterince şirket varsa yararlıdır.

5.2.1. İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi

Şirket değerlemelerinde en çok kullanılan ve en bilimsel yöntem olduğu kabul edilen indirgenmiş nakit akımları yönteminin temeli, Şirket’e olan tüm faaliyet serbest nakit akışlarının net bugünkü değer yöntemiyle bugüne indirgenmesidir. Net Bugünkü Değer yöntemi, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının bugünkü değerini hesaplama metodudur. Şirket değerlemesinde net bugünkü değer formülündeki “Gelecekteki Nakit akışı” olarak şirkete toplam faaliyet serbest nakit akışı kullanılır.

Nakit akışının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Gelecekte yaratılacağı varsayılan bu nakit akışlarının net bugünkü değerleri hesaplanırken kullanılacak olan indirgeme oranı hem sermayedarların hem de borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki “indirgeme oranı” olarak şirkete fon sağlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılır.

İndirgenmiş nakit akışları analizinde şirketin ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte ve serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır. Oldukça subjektif sonuçlar elde edilmesine yol açan bu yöntemin başarısı geleceğe ilişkin tahminlerin tutarlı ve gerçekçi yapılması ölçüsünde artacaktır.

Çalışmamız, Şirket’in tarafımıza sunmuş olduğu iş projeksiyonlarına dayandırılarak yapılmıştır. Nakit akım projeksiyonları Şirket aktifinde yer alan tüm gayrimenkuller (637 ada, 150, 151, 197 ve 199 numaralı parseller) üzerinde mevcut imar durumu göz önünde bulundurularak 4 Yıldızlı Otel kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmesine dayandırılmıştır.

İNA analizinde Şirket Değeri, aşağıdaki eşitlikten anlaşılacağı üzere öngörülen dönemdeki nakit akımlarının ve öngörülen dönem sonrası nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamından oluşmaktadır.⁵

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{(FSNA)_t}{(1 + AOSM)^t} + \frac{\frac{(FSNA)_{t+1}}{AOSM - g}}{(1 + AOSM)^t}$$

t: Nakit akımlarının süresi,

g: Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akımlarının büyüme oranı,

(FSNA)_t: Gelecekteki t süredeki firmaya serbest nakit akımı,

AOSM: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

Öngörülen dönem sonrası nakit akımlarının bugünkü değeri DED (Devam Eden Değer) olarak tanımlanmakta olup hesaplanmasında iki farklı yöntem kullanılmaktadır;

- a. İNA Temelli Formül:** Bu yöntemde DED aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmakta olup çalışmamızda söz konusu formül kullanılmıştır.

$$DED = NFKEDV_{T+1} * (1 - g / YSG) / (AOSM - g)$$

NFKEDV_{T+1}= Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yıldaki Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler,

g= NFKEDV Değerinde Sonsuza Kadar Beklenen Büyüme Oranı,

YSG= Yeni Yatırılan Sermayenin Beklenen Net Getiri Oranıdır.

- b. Ekonomik Kar Yöntemi:** Bu yöntemde DED, öngörülen dönem sonrasındaki yatırılan sermayenin şirket değerine katkısı gösterir ve şirket değeri aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$\text{Firma Değeri} = \text{Tahmin Dönemi Başındaki Yatırılan Sermaye} + \text{Öngörülen Dönemdeki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri} + \text{Öngörülen Dönem Sonrasındaki Tahmini Ekonomik Karın Bugünkü Değeri}$$

Her iki yönteme göre bulunacak DED farklı olmakla birlikte, öngörülen şirket finansal performansının aynı olması durumunda, her iki yönteme göre bulunacak şirket değeri aynı olacaktır.

Ekonomik kar yöntemine göre bulunacak DED’in formülü aşağıdaki gibidir ve çalışmamıza esas alınmıştır;

$$DED = (\text{Ekonomik Kar} / AOSM) + [(NFKEDV_{T+1} * (g / YSG) * (YSG - AOSM)) / (AOSM * (AOSM - g))]$$

Ekonomik Kar_{T+1}= Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yıldaki Ekonomik Karı,

NFKEDV_{T+1}= Öngörülen Dönem Sonrası İlk Yıldaki Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler.

⁵ Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama, Ç.Ü SBE Dergisi, Cilt 14,Sayı 2,2005,s.369-390, Doç. Dr. Yıldırım Beyazıt Önal, Arş. Gör. Erdiñ Karadeniz ve Arş. Gör. Serkan Yılmaz Kandir.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

5.2.1.1. İNA Analizini Uygulanması ve Sonuçları

İNA Analizinde aşağıdaki temel varsayımlar ve raporun eklerinde yer verilen projeksiyonlar kullanılmıştır.

Risksiz Getiri	4,95 %
Piyasa Risk Primi	2,48%
Likidite Risk Primi (Sektör Riski)	1,49%
Proje Riski	1,49%
İskonto Oranı	10,40%

Risksiz Getiri Oranı (R_f): olarak, değerleme tarihi itibarıyla 14.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları Bazlı Eurobond’un mevcut yıllık getiri oranı olan% **4,95** esas alınmış olup mevcut piyasa koşulları ve risk seviyesinde, tutucu bir yaklaşımla, özel sektör ve şirket risk primini de içeren yıllık iskonto oranı %10,4 olarak alınmıştır.

AOSM Oranı: Şirket “Devam Eden Değer”in hesaplanmasında kullanılan AOSM oranı projeksiyon dönemlerine ait son yıl oranı olan **%13,30** esas alınmıştır.

Büyüme Oranı: Şirket “Devam Eden Değer”in hesaplanmasında büyüme oranı **% 3** esas alınmıştır.

ABD \$ / TL Varsayımı: ABD \$ / TL kuru olarak 1.81 TL esas alınmıştır.

a. Serbest Nakit Akımları Modeline Göre (1.000 \$)

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2013	-8.145	0,9058	-7.377
2014	4.841	0,8205	3.972
2015	4.837	0,7432	3.595
2016	5.340	0,6732	3.595
2017	4.782	0,6098	2.916
2018	5.294	0,5523	2.924
2019	5.832	0,5003	2.918
2020	5.950	0,4532	2.697
2021	6.157	0,4105	2.527
2022	6.369	0,3718	2.368
DED	66.654	0,3718	24.782
Faaliyetlerin Değeri			44.917

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

b. Ekonomik Kar Analizi Yöntemine Göre (1.000 \$)

YILLAR	EKONOMİK KAR	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2013	-3.984	0,9058	-3.609
2014	-827	0,8205	-679
2015	-281	0,7432	-209
2016	227	0,6732	153
2017	-325	0,6098	-198
2018	194	0,5523	107
2019	739	0,5003	370
2020	951	0,4532	431
2021	1161	0,4105	477
2022	1.377	0,3718	513
DED	18.610	0,3718	6.919
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri			4.275
Yatırılan Sermaye			40.642
Faaliyetlerin Değeri			44.917

Serbest nakit akımları modeli ve ekonomik kar yöntemleri esas alınmak suretiyle birim **hisse senedi değeri** hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

İNA'ya Göre Şirket Değeri

Faaliyetlerin Değeri	81.299.770
Nakit Benzerleri	11.406
Finansal Borçlar	-3.888.289
Şirket Değeri	77.422.887
Likidite İndirimi,%16	-12.387.662
Hisse Değeri	65.035.225
Hisse Senedi Sayısı, Adet	10.796.780
Hisse Senedinin Fiyatı,TL/Adet	6,0236

Şirket aktifinde yer alan gayrimenkullerin geliştirilmek suretiyle işletilmesi sonucunda 2013 – 2022 yılları için hesaplanan nakit akımlarının iskonto faktörleri ile çarpımlarından elde edilen “**indirgenmiş nakit akım**” tutarlarının toplamı 44.917 bin USD’dir. Bu tutarın 1,81.- TL, ABD \$ / TL kuru ile çarpımından 81.299.770.-TL faaliyet değerine ulaşılmıştır. Bu tutara 31 Mart 2013 tarihli IFRS Bilanço’da yer alan Nakit ve Nakit Benzerlerinin ilave edilmesi, Finansal Borçların tenzil edilmesi ve 16% oranında, Şirket paylarının herhangi bir borsada işlem görememesi ve likit olmamasından kaynaklı, likidite indirimi uygulanmak suretiyle Şirket değeri **65.035.225.-TL** ve 1 TL nominal değerli hissenin değeri ise **6,0236.-TL** olarak hesaplanmıştır.

5.2.2. Net Aktif Değeri

Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar net aktif değer olmaktadır.

Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Cari değerlere dönüştürülen varlıklar işletmenin değerini, işletme değerinden borçların çıkarılması ile bulunan değer ise özvarlık değerini gösterir.

Şirket aktifinin tamamına yakını finansal kiralama yoluyla edinilen gayrimenkuller ve kendi mülkiyetinde yer alan gayrimenkullerden oluşmaktadır. Bu gayrimenkuller 31 Mart 2013 tarihli Bilançolarda Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflandırılmıştır.

Yatırım amaçlı gayrimenkullerin tutarı 67.029.587.-TL olup UMS 40 (Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller) kapsamında değerlemeye tabi tutulmuştur. Gayrimenkuller yapılan değerlendirme sonucunda belirlenen “Ekspertiz Değeri”(Piyasa Değeri) üzerinden mali tablolara kayıt edilmiştir. Şirket bu değerlendirme için Standart Gayrimenkul Uygulamaları A.Ş.’yi yetkilendirmiş ve gayrimenkullerin değerlemesi SPK’nin ilgili mevzuatına uygun olarak yapılmıştır.⁶

5.2.2.1.Net Aktif Değeri Yöntemine Göre Şirket Değeri

Şirket’in 31 Mart 2013 IFRS Bilançosuna göre Özkaynak tutarı **51.588.127.-TL**’dir.⁷ Bu tutara gayrimenkul değerlendirme değer artışı kaynaklı, ertelenmiş vergi karşılığı tutarı olan **11.570.198.-TL** ‘nin, Özak GYO’nun KVK gereğince faaliyetlerinden doğan kazançlarının istisna kapsamında olması nedeniyle ilave edilmesi sonucunda Şirket değeri **63.158.325.-TL** hesaplanmıştır.

Net Aktif Değeri Yöntemi

31 Mart 2013 UFRS Özkaynak Tutarı	51.588.127
Ertelenmiş Vergi Düzeltmesi	11.570.198
Şirket Değeri	63.158.325

Şirket değerine ilave edilen, gayrimenkuller değer artışı kaynaklı ertelenmiş vergi hesabı aşağıdaki gibidir;

Gayrimenkul Değer Artışı Kaynaklı Ertelenmiş Vergi Hesabı

Gayrimenkuller IFRS Net Değer (a)	67.029.587
Gayrimenkuller Yasal Kayıtlar Net Değer (b)	9.178.597
Ertelenmiş Vergi Matrahı (a-b)	57.850.990
Vergi Oranı	20%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11.570.198

⁶ Gayrimenkullerin ekspertiz değerleri Rapor’un 6.sayfasında sunulmuştur.

⁷ 31 Mart 2013 tarihli Bilanço Rapor’un 8.ve 9. sayfalarında sunulmuştur.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

5.2.3. Benzer Şirket ile Karşılaştırma Yöntemi

Bu yöntem kapsamında BIST’de işlem gören Şirket ve Turizm Şirket’lerine ilişkin piyasa çarpanları Şirket verilerine uygulanmıştır. Piyasa çarpanları yaklaşımı çerçevesinde yapılan çalışmalarda, değerlendirme konusu Şirket’in 31.03.2013 tarihli, IFRS’ ye göre düzenlenmiş ve rayiç değerler ile ifade edilmiş mali tabloları kullanılmıştır.

Hesaplamalarda, değerlendirme konusu Şirket faaliyetinin, “Turizm Şirketleri“ faaliyetleri ile eşleşmesi nedeniyle bu çalışmada,

- BIST Ortalaması,
- Lokanta ve Oteller Sektörü Ortalaması’na

ait veriler kullanılmıştır. Söz konusu ortalamalar, 31.03.2013 tarihli mali tablolar kullanılarak hesaplanmış “Hisse Senetleri Piyasası Değerleme Oranları“nı gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

DEĞERLEME ORANLARI
(06.06.2013 Tarihi İtibariyledir)
(Bin TL)

	PİYASA DEĞERİ	NET KAR (SON 4 ÇEYREK)	NAKİT NET TEMETTÜ	ÖZSERMAYE	F/K	TV (%)	PD/DD
BIST 100 TOPLAM/ORT.	459.333.767	43.924.137	10.050.452	286.716.739	10,46	2,19	1,60
BIST 50 TOPLAM/ORT.	396.921.788	39.582.973	9.117.837	249.367.250	10,03	2,30	1,59
BIST 30 TOPLAM/ORT.	348.345.033	33.310.816	7.653.377	219.917.386	10,46	2,20	1,58
BIST TÜM TOPLAM/ORT.	541.398.759	47.569.118	11.106.898	342.222.407	11,24	2,06	1,58
ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	515.488.366	46.095.970	10.451.016	319.744.221	11,11	2,04	1,61
LOKANTA VE OTELLER							
AVRASYA PETROL VE TUR.	64.350	(881)	---	64.631	---	---	1,00
ALTINYUNUS ÇEŞME	96.184	1.263	---	89.735	76,14	---	1,07
FAVORİ DİNLENME YER.	18.556	(235)	---	28.815	---	---	0,64
MARMARİS ALTINYUNUS	67.565	3.633	---	50.970	18,60	---	1,33
MARTİ OTEL	67.954	(4.554)	---	79.644	---	---	0,85
METEMTUR OTELCİLİK	13.680	4.180	---	3.422	3,27	---	4,00
NET TURİZM	158.000	140.345	---	470.811	1,13	---	0,34
PETROKENT TURİZM	53.914	(2.941)	---	15.997	---	---	3,37
TEK-ART TURİZM	97.697	2.056	---	172.168	47,52	---	0,57
ULAŞLAR TURİZM YAT.	11.492	(436)	---	16.779	---	---	0,68
UTOPIYA TURİZM	37.000	3.766	---	108.917	9,83	---	0,34
TOPLAM / ORTALAMA	686.392	146.197	---	1.101.888	4,69	---	0,62

5.2.3.1.Fiyat/Kazanç (F/K) Oranına Göre Şirket Değeri

06.06.2013 tarihi itibari ile BIST’ den elde edilen değerlendirme oranları ile F/K oranı sektörel bazda ortalama 4,69 ve ulusal bazda ortalama 11,11’dir.

“*F/K = Piyasa Değeri / Dönem Net Karı*” formülü ile hesaplanmakta olup Şirket’in 31 Mart 2013 tarihinde sona eren ara hesap döneminde Net Zararı 127.345.-TL’dir. Bu durumda F/K oranı ile Şirket değerini hesaplamak anlamlı sonuç vermeyecektir.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Değerleme Raporu

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

5.2.3.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranına Göre Şirket Değeri

06.06.2013 tarihi itibari ile BIST’ den elde edilen değerleme oranları (PD/DD) sektörel bazda ortalama 0,62 ve ulusal bazda ortalama 1,61’dir. PD/DD oranı “***PD/DD =Piyasa Değeri/Özsermaye***” formülü ile hesaplanmaktadır.

DEĞERLEME ORANLARI (06.06.2013 Tarihi İtibariyledir) (Bin TL)

	PİYASA DEĞERİ	ÖZSERMAYE	PD/DD
BIST 100 TOPLAM/ORT.	459.333.767	286.716.739	1,60
BIST 50 TOPLAM/ORT.	396.921.788	249.367.250	1,59
BIST 30 TOPLAM/ORT.	348.345.033	219.917.386	1,58
BIST TÜM TOPLAM/ORT.	541.398.759	342.222.407	1,58
ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	515.488.366	319.744.221	1,61
AVRASYA PETROL VE TUR.	64.350	64.631	1,00
ALTINYUNUS ÇEŞME	96.184	89.735	1,07
FAVORİ DİNLENME YER.	18.556	28.815	0,64
MARMARİS ALTINYUNUS	67.565	50.970	1,33
MARTİ OTEL	67.954	79.644	0,85
METEMTUR OTELCİLİK	13.680	3.422	4,00
NET TURİZM	158.000	470.811	0,34
PETROKENT TURİZM	53.914	15.997	3,37
TEK-ART TURİZM	97.697	172.168	0,57
ULAŞLAR TURİZM YAT.	11.492	16.779	0,68
UTOPYA TURİZM	37.000	108.917	0,34
TOPLAM / ORTALAMA	686.392	1.101.888	0,62

BIST’nin 06.06.2013 tarihli verilerinin Şirket’in 31 Mart 2013 IFRS mali tablolarından elde edilen verilere uygulanması suretiyle, Şirket’in değeri BIST Ulusal Endeks ortalama oranına göre **83.111.005.-TL** ve Sektör endeks ortalama oranına göre **32.135.452.-TL**’dir.

Özkaynaklar	PD/DD	BIST Ulusal (Şirket Değeri)
Arstate 51.588.126	1,61	83.111.005
Özkaynaklar	PD/DD	Sektör (Şirket Değeri)
Arstate 51.588.126	0,62	32.135.452

Şirket’in mevcut durum itibariyle herhangi bir ticari faaliyette bulunmadığı göz önünde bulundurulduğunda, Piyasa Değeri / Defter Değeri oranlarına dayalı olarak gerçekleştirilecek analizler yanıltıcı sonuçlar verebilecektir.

6. SONUÇ

Şirket’in iş projeksiyonlarının bugünkü değerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemine göre bulunan değer olan 65.035.225.-TL ile eldeki gayrimenkullerin piyasa değerlerini yansıtan Net Aktif Değeri Yöntemine Göre bulunan 63.158.325.-TL’nin aritmetik ortalaması olan 64.096.266.-TL’nin Şirket hisse değerinin tespitinde adil ve makul bir dayanak oluşturacağı görüşündeyiz.

Değer Takdiri için Seçilen Yöntem	Bulunan Değer	Ağırlık %	Şirket Değerine Katkı
İndirgenmiş Nakit Akımları	65.035.225	50%	32.517.613
Net Aktif Değeri	63.158.325	50%	31.579.163
Şirket Değeri			64.096.776
Hisse Senedi Sayısı, Adet			10.796.780
Hisse Senedinin Fiyatı, TL/Adet			5,9367

Değerleme konusu Şirket sermayesinin 10.796.780 TL olduğu dikkate alınarak 1 TL nominal değerli payın rayiç değerinin, **5,9367** TL olduğu görüşündeyiz.

Raporumuz Özak GYO temsilcilerinden doğrudan alınan ve görüşmelerimiz sırasında ortaya çıkan bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Bize sunulan bilgiler, doğru ve eksiksiz olarak kabul edilmiştir. Yapmış olduğumuz işin kapsamı, herhangi bir sistemin güvenilirliği ve finansal veya diğer bilgilerin doğru olarak yansıtıldığı hakkında bir görüş beyan etmeyi kapsamamaktadır. Ancak aldığımız bilgilerin elde ettiğimiz verilerle tutarlılığı mümkün olduğu ölçüde kontrol edilmiştir.

Değerleme Raporu hazırlanırken belirli varsayımların dikkate alınması ve geleceğe ilişkin projeksiyonların bu varsayımlar baz alınarak yapılması kaçınılmazdır. Olayların varsayımlarda öngörüldüğü gibi gerçekleşmemesi, öngörülen ile gerçek sonuçlar arasında fark oluşturacaktır ki bu farklar önemli olabilir. Şirketimiz, öngörülen sonuçların başarısı hususunda herhangi bir sorumluk üstlenmemektedir.

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-1) Öngörülen Temel Performans Oranları

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Yatırılan Sermayenin Getirisi										
SMM+FG / Net Satışlar	#DIV/0!	28,80%	29,70%	30,60%	30,60%	30,60%	30,60%	30,60%	30,60%	30,60%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	#DIV/0!	15,30%	13,80%	12,60%	11,50%	10,60%	9,70%	9,40%	9,20%	8,90%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	#DIV/0!	56,00%	56,50%	56,80%	57,90%	58,90%	59,70%	60,00%	60,30%	60,50%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	#DIV/0!	648,60%	587,70%	534,90%	488,80%	448,20%	412,20%	400,20%	388,60%	377,30%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	#DIV/0!	-5,70%	-12,20%	-12,30%	-12,30%	-12,40%	-12,40%	-13,10%	-13,10%	-13,10%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,00%	8,70%	9,80%	10,90%	12,20%	13,50%	14,90%	15,50%	16,10%	16,60%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	#DIV/0!	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,00%	8,70%	9,80%	10,90%	9,70%	10,80%	11,90%	12,40%	12,80%	13,30%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	0,00%	8,70%	9,80%	10,90%	9,70%	10,80%	11,90%	12,40%	12,80%	13,30%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)										
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	#DIV/0!	648,60%	587,70%	534,90%	488,80%	448,20%	412,20%	400,20%	388,60%	377,30%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	#DIV/0!	-9,60%	-12,90%	-12,90%	-12,90%	-12,90%	-13,00%	-13,30%	-13,30%	-13,30%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,00%	8,80%	9,80%	10,90%	12,20%	13,50%	15,00%	15,50%	16,10%	16,60%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,00%	8,80%	9,80%	10,90%	9,70%	10,80%	12,00%	12,40%	12,80%	13,30%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	0,00%	8,80%	9,80%	10,90%	9,70%	10,80%	12,00%	12,40%	12,80%	13,30%
Büyüme Oranları										
Net Satışların Büyüme Oranı	#DIV/0!	#DIV/0!	10,40%	9,90%	9,40%	9,10%	8,70%	3,00%	3,00%	3,00%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	#DIV/0!	#DIV/0!	11,40%	10,50%	11,50%	10,90%	10,30%	3,50%	3,50%	3,50%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	#DIV/0!	#DIV/0!	11,40%	10,50%	-10,80%	10,90%	10,30%	3,50%	3,50%	3,50%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	20,00%	-1,20%	-0,20%	-0,20%	-0,20%	-0,30%	-0,30%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
Özkaynak Getirisi										
Ortalama Özkaynak Getirisi	-1,30%	9,00%	10,10%	10,90%	9,30%	9,90%	10,20%	9,90%	9,70%	9,40%

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-2) Tahmini Bilançolar

Varlıklar (1000 \$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Hazır Değerler	70	76	84	92	101	110	119	123	127	130
Menkul Kıymetler			135	2.409	4.638	8.125	14.282	20.804	27.793	35.274
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	228	251	276	302	329	358	369	380	391
Stoklar	0	114	126	138	151	165	179	184	190	196
Diğer Dönen Varlıklar	100	76	84	92	101	110	119	123	127	130
Toplam Dönen Varlıklar	170	493	679	3.007	5.292	8.839	15.058	21.603	28.616	36.122
Brüt Maddi Duran Varlıklar	49.227	50.387	51.546	52.705	53.865	55.024	56.184	57.343	58.502	59.662
Birikmiş Amortismanlar	-11	-1.171	-2.330	-3.489	-4.649	-5.808	-6.968	-8.127	-9.286	-10.446
Net Maddi Duran Varlıklar	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216
Toplam Duran Varlıklar	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216
Toplam Varlıklar (Aktifler)	49.386	49.709	49.896	52.223	54.508	58.054	64.274	70.819	77.832	85.338

Kaynaklar (1000 \$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.815	975								
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	100	759	837	920	1.007	1.098	1.194	1.230	1.267	1.305
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	500	759	837	920	1.007	1.098	1.194	1.230	1.267	1.305
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	2.415	2.493	1.675	1.840	2.014	2.196	2.388	2.459	2.533	2.609
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.283	732	182	0	0	0	0	0	0	0
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	11.523	9.114	6.705	4.296	1.887	0	0	0	0	0
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	12.805	9.846	6.887	4.296	1.887	0	0	0	0	0
Ödenmiş Sermaye	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427
Yeniden Değerleme Değer Artışı	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874	32.874
Yedekler	-4.135	-930	3.033	7.786	12.306	17.557	23.585	30.059	36.998	44.428
Toplam Özkaynaklar	34.166	37.371	41.334	46.087	50.607	55.858	61.886	68.360	75.299	82.729
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar	49.386	49.709	49.896	52.223	54.508	58.054	64.274	70.819	77.832	85.338

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-3) Tahmini Gelir Tabloları

1000 \$	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Net Satışlar	0	7.588	8.374	9.201	10.069	10.981	11.939	12.297	12.666	13.046
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	0	-1.196	-1.396	-1.617	-1.770	-1.930	-2.098	-2.161	-2.226	-2.293
Faaliyet Giderleri	0	-986	-1.089	-1.196	-1.309	-1.428	-1.552	-1.599	-1.647	-1.696
Amortisman Giderleri	0	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	0	4.247	4.731	5.228	5.831	6.464	7.129	7.378	7.634	7.898
Diğer Faaliyet. Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	0	0	0	7	120	232	406	714	1.040	1.390
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-128	-145	-78	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-311	-896	-689	-482	-301	-132	0	0	0	0
Faaliyet Karı (Zararı)	-439	3.205	3.963	4.753	5.651	6.564	7.535	8.092	8.674	9.287
Dönem Kârı (Zararı)	-439	3.205	3.963	4.753	5.651	6.564	7.535	8.092	8.674	9.287
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	0	0	0	0	-1.130	-1.313	-1.507	-1.618	-1.735	-1.857
Net Kâr	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.430

Yedekler	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Dönem Başı Yedek Tutarı	-3.697	-4.135	-930	3.033	7.786	12.306	17.557	23.585	30.059	36.998
Net Kâr	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.430
Dönem Sonu Yedek Tutarı	-4.135	-930	3.033	7.786	12.306	17.557	23.585	30.059	36.998	44.428

TAHMINİ NET FAALİYET KARI,(NFKEDV,1000 \$)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Net Satışlar	0	7.588	8.374	9.201	10.069	10.981	11.939	12.297	12.666	13.046
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	0	-1.196	-1.396	-1.617	-1.770	-1.930	-2.098	-2.161	-2.226	-2.293
Faaliyet Giderleri	0	-986	-1.089	-1.196	-1.309	-1.428	-1.552	-1.599	-1.647	-1.696
Amortisman Giderleri	0	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159	-1.159
Faaliyet Kârı	0	4.247	4.731	5.228	5.831	6.464	7.129	7.378	7.634	7.898
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	-1.166	-1.293	-1.426	-1.476	-1.527	-1.580
Net Faaliyet Kârı (NFKEDV)	0	4.247	4.731	5.228	4.665	5.171	5.703	5.902	6.107	6.318

(*)Tahmini Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-4) Tahmini Nakit Akımları

Nakit Akım Tablosu, 1000 \$	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Faaliyet Kârı	0	4.247	4.731	5.228	5.831	6.464	7.129	7.378	7.634	7.898
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	-1.166	-1.293	-1.426	-1.476	-1.527	-1.580
Net Faaliyet Kârı (NFKEDV)	0	4.247	4.731	5.228	4.665	5.171	5.703	5.902	6.107	6.318
Amortismanlar	0	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159
Brüt Nakit Akımı	0	5.406	5.890	6.387	5.824	6.331	6.863	7.062	7.266	7.477
İşletme Sermayesindeki Artış	-843	-594	-106	-112	-117	-123	-129	-48	-50	-51
Sabit Sermaye Yatırımı	8.987	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159	1.159
Diğer Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brüt Yatırım	8.144	565	1.053	1.048	1.042	1.036	1.030	1.111	1.110	1.108
MODVY Öncesi Net Nakit Akımı	-8.144	4.841	4.837	5.340	4.782	5.294	5.832	5.950	6.157	6.369
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Nakit Akımı	-8.144	4.841	4.837	5.340	4.782	5.294	5.832	5.950	6.157	6.369
Faaliyet Dışı Nakit Akımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Nakit	-8.144	4.841	4.837	5.340	4.782	5.294	5.832	5.950	6.157	6.369

NAKİT AKIMININ KAYNAĞI, 1000 \$	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	0	0	-7	-96	-186	-325	-571	-832	-1.112
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	0	0	135	2.274	2.229	3.487	6.157	6.522	6.989	7.481
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	128	145	78	0	0	0	0	0	0	0
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	311	896	689	482	241	106	0	0	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	-218	840	975	0	0	0	0	0	0	0
U.V. Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	-8.365	2.959	2.959	2.590	2.409	1.887	0	0	0	0
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Nakit Akımı	-8.145	4.841	4.837	5.340	4.782	5.295	5.832	5.951	6.157	6.369

(*)Tahmini Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-5) Öngörülen Ekonomik Kar

ÖNGÖRÜLEN EKONOMİK KAR, 1000 \$	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Sonsuz
Yatırılan Sermayenin Getirisi	0,00%	0,00%	8,70%	9,80%	10,90%	9,70%	10,80%	11,90%	12,40%	12,80%	13,30%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%
Spread (Net Getiri Oranı)	-10,40%	-10,40%	-1,70%	-0,60%	0,50%	-0,70%	0,40%	1,50%	2,00%	2,40%	2,90%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	38.066	40.642	48.786	48.191	48.085	47.974	47.857	47.733	47.604	47.556	47.506
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	-3.959	-4.227	-827	-281	227	-325	194	739	951	1.161	1.377
Net İşletme Kârı	0	0	4.247	4.731	5.228	4.665	5.171	5.703	5.902	6.107	6.318
Sermaye Maliyeti	-3.959	-4.227	-5.074	-5.012	-5.001	-4.989	-4.977	-4.964	-4.951	-4.946	-4.941
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	-3.959	-4.227	-827	-281	227	-325	194	739	951	1.161	1.377

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-6) Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler

Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Kurumlar Vergisi	0	0	0	0	1.130	1.313	1.507	1.618	1.735	1.857
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması	0	0	0	0	60	26	0	0	0	0
Faiz Gelirinin Vergisi	0	0	0	0	-24	-46	-81	-143	-208	-278
Olağandışı Gelir ve Kârların Vergisi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararların Vergi Koruması	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	0	0	0	0	1.166	1.293	1.426	1.476	1.527	1.580

Net Faaliyet Kârı (NFKEDV)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Net Kâr	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.430
Ekle: MODV Amortismanı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Düzeltilmiş Net Kâr	-439	3.205	3.963	4.753	4.520	5.251	6.028	6.473	6.939	7.430
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	128	145	78	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	311	896	689	482	241	106	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir	0	4.247	4.731	5.235	4.761	5.357	6.028	6.473	6.939	7.430
Çıkart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	0	0	-7	-96	-186	-325	-571	-832	-1.112
Çıkart: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve K.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider ve Z.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Faaliyet Kârı (NFKEDV)	0	4.247	4.731	5.228	4.665	5.171	5.703	5.902	6.107	6.318

Arstate Turizm Pazarlama ve Ticaret Anonim Şirketi
Şirket Değerleme Raporu Ekleri
(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası “TL” olarak belirtilmiştir.)

(EK-7) Tahmini Yatırılan Sermaye

TAHİMİNİ YATIRILAN SERMAYE, 1000 \$	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Sonsuz
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	170	493	544	598	654	714	776	799	823	848
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	600	1.518	1.675	1.840	2.014	2.196	2.388	2.459	2.533	2.609
Net İşletme Sermayesi	-430	-1.024	-1.131	-1.242	-1.359	-1.482	-1.612	-1.660	-1.710	-1.761
Net Maddi Duran Varlıklar	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216	49.216
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	48.786	48.191	48.085	47.974	47.857	47.733	47.604	47.556	47.506	47.455
Menkul Kıymetler	0	0	135	2.409	4.638	8.125	14.282	20.804	27.793	35.274
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	48.786	48.191	48.220	50.383	52.495	55.858	61.886	68.360	75.299	82.729
Ödenmiş Sermaye	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427	5.427
Diğer Özkaynaklar	28.738	31.943	35.907	40.659	45.180	50.431	56.459	62.933	69.872	77.301
Toplam Özkaynaklar	34.166	37.371	41.334	46.087	50.607	55.858	61.886	68.360	75.299	82.729
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	14.620	10.821	6.887	4.296	1.887	0	0	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	48.786	48.192	48.221	50.383	52.494	55.858	61.886	68.360	75.299	82.729