

KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. HALKA ARZI FİYAT TESPİT RAPORU

Satış fiyatının tespitinde kullanılan yöntemler:

Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Kiler GYO") halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile Net Aktif Değeri Yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme Yöntemleri

- 1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- 2) Net Aktif Değeri Yöntemi

1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi şirket değerinin tespitinde uluslararası kabul görmüş değerlendirme yöntemidir. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, şirketin faaliyetlerinin öngörülebilir bir gelecekte devam edeceğini varsayarak gelecekteki tahmini serbest nakit akışlarını değerlendirme tarihine, şirketin risk düzeyini yansıtan belirli bir iskonto oranı ile indirgenmesi suretiyle şirket değerinin belirlenmesi esasına dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde kullanılan varsayımların özeti aşağıda yer almaktadır:

- a) İndirgenmiş nakit akımları analizi hesaplamalarında projeksiyonlar ABD Doları üzerinden yapılmıştır.
- b) Nakit akışlarının hesaplamasında operasyonel gelir/giderler göz önünde bulundurulmuş, finansal gelir/giderler hesaplamalara dahil edilmemiştir.
- c) Projeksiyonlar, Şirket tarafından sağlanan veriler ile Gayrimenkul Değerleme Şirketleri (ARGE Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.) tarafından hazırlanmış ekspertiz raporlarından faydalanılarak oluşturulmuştur.
- d) Değerleme mevcut varlıklar ile sınırlı olarak yapılmış, kira geliri elde edilen varlıklar için devam eden değer hesaplanmıştır.
- e) Portföydeki arsalar üzerinde geliştirilecek projeler için Şirket'in emsal artış beklentileri dikkate alınmamış sadece mevcut imar izinleri baz alınmıştır.
- f) Portföyde önemli ağırlığa sahip olan İstanbul Sapphire Konut m2 satış fiyatı 2011 yılı için 9.000 ABD Doları varsayılmış, bu değer satışların tamamlandığı 2013 yılına kadar yıllık %3 oranında artırılmıştır.
- g) İstanbul Sapphire Alışveriş Merkezi'ndeki kiralanabilir alanlar için (depolar hariç) 2011 yılı m2 kira bedeli 50 ABD Doları olarak varsayılmış, takip eden yıllarda %3 oranında artış öngörülmüştür.
- h) İstanbul Sapphire Projesi'nde yer alan Seyir Terası'nın işletme gelirleri için Kiler Holding A.Ş.'nin 2011-2015 yılları için verdiği yıllık 8,4 mn ABD Doları tutarındaki garanti kullanılmıştır. 2016 yılı için 6,39 mn ABD Doları olarak öngörülen gelir izleyen yıllarda %3 oranında artırılmıştır.

MENKUL YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

- i) İstanbul Sapphire için 2015 yılından itibaren gelirlerin %2,5'i oranında yıllık bakım onarım gideri öngörülmüştür.
- j) Genel yönetim giderlerinin 2011 yılında 2,49 mn ABD Doları olacağı takip eden yıllarda %3 artış göstereceği varsayılmıştır.
- k) Tamamlanmasını müteakip satın alınmasına yönelik olarak Kiler Ailesi ile ön anlaşma imzalanmış olan Kütahya Projesi, nakit akışlarına dahil edilmemiştir.
- l) Kurumlar Vergisi istisnası olduğundan kurumlar vergisi oranı %0 olarak kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in gayrimenkul portföyündeki varlıklar ve değerlendirme çalışmasına baz teşkil eden önemli büyüklükler yer almaktadır.

Varlık	Çeşidi	Proje Tipi	Gelir Hedefi	Büyüklükler
Sapphire		Tamamlanmış	Satış/Kira/İşletme	
Konut		Tamamlanmış	Satış	24.179 m2 (Kalan Konut)
AVM		Tamamlanmış	Kira	27.405 m2 x %72
Depo		Tamamlanmış	Kira	3.699 m2 x %72
Seyir Terası		Tamamlanmış	İşletme/Kira	2.250 kişi/gün x %70
Esenyurt Lojistik	Lojistik Merkezi	Tamamlanmış	Kira	41.349 m2
Çınarevler Projesi	Konut	Tamamlanmış	Satış	3.308 m2 (Kalan Konut)
E5 Yanı Arsası	Konut Projesi	Proje Halinde	Satış	6.371 m2 Arsa
Kavaklı Arsası	Konut Projesi	Proje Halinde	Satış	736 m2 Arsa
Yakuplu Arsası	Konut Projesi	Proje Halinde	Satış	53.066 m2 Arsa
Ankara Mağaza	Ticari Bina	Tamamlanmış	Kira	4.678 m2
Zonguldak Projesi	AVM - Ofis Projesi	Proje Halinde	Kira	29.774 m2 x %50
İzmir Seferihisar Arsa	Turistik Tesis	Proje Halinde	İşletme/Kira	400 Oda

Yukarıdaki varsayımlar çerçevesinde hesaplanan Serbest Nakit Akımları aşağıda yer almaktadır.

Nakit Akışı Mn \$	Ara 11	Ara 12	Ara 13	Ara 14	Ara 15
Sapphire	104.9	134.1	39.1	23.5	23.4
Konut Satışı	86.9	112.1	16.1	0.0	0.0
AVM Kira (Depo dahil)	9.7	13.7	14.6	15.1	15.2
Seyir Terası İşletme	8.4	8.4	8.4	8.4	8.1
Esenyurt Lojistik	2.7	2.9	3.0	3.1	3.0
Çınarevler Projesi	1.5	1.6	0.0	0.0	0.0
E5 Yanı Arsası	0.7	2.6	0.6	0.0	0.0
Kavaklı Arsası	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Yakuplu Arsası	2.4	10.0	7.8	5.5	0.0
Ankara Mağaza	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Zonguldak Projesi	-6.8	-4.9	0.8	3.2	3.7
İzmir Seferihisar Projesi	-17.0	-17.5	5.0	6.3	8.0
Genel Yönetim Gideleri	-2.5	-2.6	-2.6	-2.7	-2.8
TOPLAM	86	127	54	39	36

- m) Net borç hesaplamasında; finansal borçlar ve hazır değerlerin yanı sıra diğer varlık ve yükümlülükler de dikkate alınmıştır.
- n) Gelecek dönem nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplamasında kalan gün hesabı dikkate alınmıştır.
- o) İndirgeme oranı hesabında:
25.03.2011 itibarıyla 2040 vadeli ABD Doları Eurobond faizi : %6,56
Risk Primi : %6,00
Beta : 1,00
Borç Maliyeti: %6,42
Borç – Özkaynak Kompozisyonu (31/12/2010 mali tablolarına göre) : %67 - %33 olarak kullanılarak hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %8,46 seviyesindedir. Ancak indirgeme oranı olarak bu oran yerine %10,00 - %11,00 aralığı kullanılmıştır.
- p) Serbest nakit akışlarının indirgeme oranı olarak %10,50 kullanılmış, %10,00 ve %11,00 oranları için duyarlılık analizi yapılmıştır.
- q) 2020 yılına kadar projeksiyon yapılmış, sonraki yıllar için artık değer hesaplanmıştır. Artık değer hesaplanmasında %1,50, %2,00 ve %2,50 büyüme oranları kullanılmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonuç:


Kullanılan varsayımlar çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonuçları aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Mn TL			
İndirgeme Büyüme	10.0%	10.5%	11.0%
1.5%	685	646	612
2.0%	705	664	627
2.5%	728	684	644

Sonuçlar	%11,0 İndirgeme %1,5 Büyüme	%10,5 İndirgeme %2,0 Büyüme	%10,0 İndirgeme %2,5 Büyüme
Şirket Değeri Mn TL	612	664	728
Pay Adedi Mn	70	70	70
Pay Fiyatı TL	8.74	9.48	10.41

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre pay başına hedef şirket değeri, %10,00 - %11,00 aralığındaki iskonto oranlarıyla ve projeksiyon dönemi sonrası %1,50 ile %2,50 arasında değişen büyüme oranı ile 8,74 TL ile 10,41 TL arasında hesaplanmaktadır. %10,50 indirgeme oranı ve %2,0 büyüme oranı ile pay başı hedef değer 9,48 TL olarak belirlenmiştir.

Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaştırılması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.


DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

2) Net Akif Değeri Yöntemi

Net Aktif Değeri

Net Aktif Değer hesaplamasında; gayrimenkullerin portföy değerlerine, iştirakler ile para ve sermaye piyasası araçları değerlerinin eklenmesiyle Toplam Portföy Değeri hesaplanır. Söz konusu değere; hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenip, borçların düşülmesinden sonra Net Aktif Değer'e ulaşılır.

Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın 31.12.2010 tarihli portföy tablosunda portföydeki en büyük varlık olan İstanbul Sapphire, portföy değeri olarak maliyet değeri ile yer almaktadır. Ancak Sapphire İstanbul AVM ve Seyir Terası bölümleri 4 Mart 2011 tarihi itibarıyla açılarak işletmeye girmiştir. İstanbul Sapphire kompleksi için Yapı Kullanım İzni alındığından açıklanacak 31 Mart 2011 tarihli portföy tablosunda portföy değeri olarak ekspertiz değeriyle yer alacaktır. Buna istinaden ve halka arz öncesinde yayımlanacak 31/03/2011 tarihli portföy tablosu ile karşılaştırma amacıyla İstanbul Sapphire'in 31/12/2010 dönemi ekspertiz değeri kullanılarak 31/12/2010 Tarihli Düzeltilmiş Net Aktif Değeri hesaplanmıştır.

Kiler GYO portföyündeki İstanbul Sapphire'in 31/12/2010 tarihindeki değeri için maliyet değeri olan 309.645.424 TL yerine ekspertiz değeri olan 852.533.610 TL'nin kullanılmasıyla, 758.881.281 TL Düzeltilmiş Net Aktif Değeri hesaplanmaktadır. Buna göre pay başına düzeltilmiş net aktif değer **10,84 TL**'dir.

İMKB'de 25.03.2011 itibarıyla işlem gören 20 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın (Piyasa Değeri Net Aktif Değeri Ağırlıklandırılmış İskonto Oranı %5 seviyesindedir.

Ancak;

- GYO'lar toplam net aktif değerleri içinde %40 ağırlığa sahip olan ve tablo tarihi itibarıyla net aktif değerine göre %25 primli işlem gören Emlak Konut GYO A.Ş.,
- Fiili dolaşımda %2 payı olan Akmerkez GYO,
- Net Aktif Değeri 100 Mn TL altında olan; Avrasya, Idealist, Nurol, Sağlam ve Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

hesaplama dışı bırakıldığında düzeltilmiş ağırlıklandırılmış iskonto oranı %31 olarak hesaplanmaktadır.

TL	31/12/2010 Net Aktif Değeri	Ağırlık	25/03/2011 Piyasa Değeri	Prim / İskonto
Akmerkez GYO	795,150,773	5.9%	1,089,150,000	37%
Alarko GYO	263,547,310	2.0%	178,933,339	-32%
Atakule GYO	209,762,723	1.6%	109,200,000	-48%
Avrasya GYO	27,420,439	0.2%	36,960,000	35%
Doğuş GE GYO	176,986,606	1.3%	181,933,200	3%
Emlak Konut GYO	5,298,765,343	39.6%	6,600,000,000	25%
İdealist GYO	11,977,610	0.1%	25,300,000	111%
İş GYO	1,403,400,408	10.5%	805,500,000	-43%
Martı GYO	231,751,803	1.7%	125,400,000	-46%
Nurol GYO	59,957,080	0.4%	49,800,000	-17%
Özderici GYO	100,910,000	0.8%	123,000,000	22%
Pera GYO	101,990,010	0.8%	87,318,000	-14%
Reysaş GYO	293,379,412	2.2%	197,200,000	-33%
Sağlam GYO	73,498,364	0.5%	47,600,000	-35%
Sinpaş GYO	1,227,212,896	9.2%	1,040,000,000	-15%
Torunlar GYO	2,505,627,000	18.7%	1,478,400,000	-41%
TSKB GYO	220,933,739	1.7%	130,500,000	-41%
Vakıf GYO	109,403,284	0.8%	66,560,000	-39%
Yapı Kredi Koray GYO	90,323,672	0.7%	88,400,000	-2%
Yeşil GYO	186,678,312	1.4%	317,406,203	70%
TOPLAM	13,388,676,784	100%	12,778,560,742	-5%
DÜZELTİLMİŞ	7,031,583,503		4,841,350,742	-31%

NUROL DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

SONUÇ:

Kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar çerçevesinde bulunan değerler halka arz iskontosu içermemektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nden pay başına hedef fiyat 8,74 TL – 10,41 TL aralığında, Net Aktif Değeri Yöntemi hesaplamasına göre ise 10,84 TL seviyesindedir.

Halka arz fiyat aralığı hesaplanan hedef değerlere uygulanan iskonto neticesinde 5,10 TL – 6,10 TL olarak belirlenmiştir. Bu fiyat aralığı;

- 1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre; %10,50 indirim oranı ve %2,0 büyüme oranı ile pay başı hedef değer olarak hesaplanan 9,48 TL üzerinden %46 - %36
- 2) Net Aktif Değeri'ne göre hesaplanan pay değeri olan 10,84 TL üzerinden %53 - %44 iskonto, ifade etmektedir.


DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.