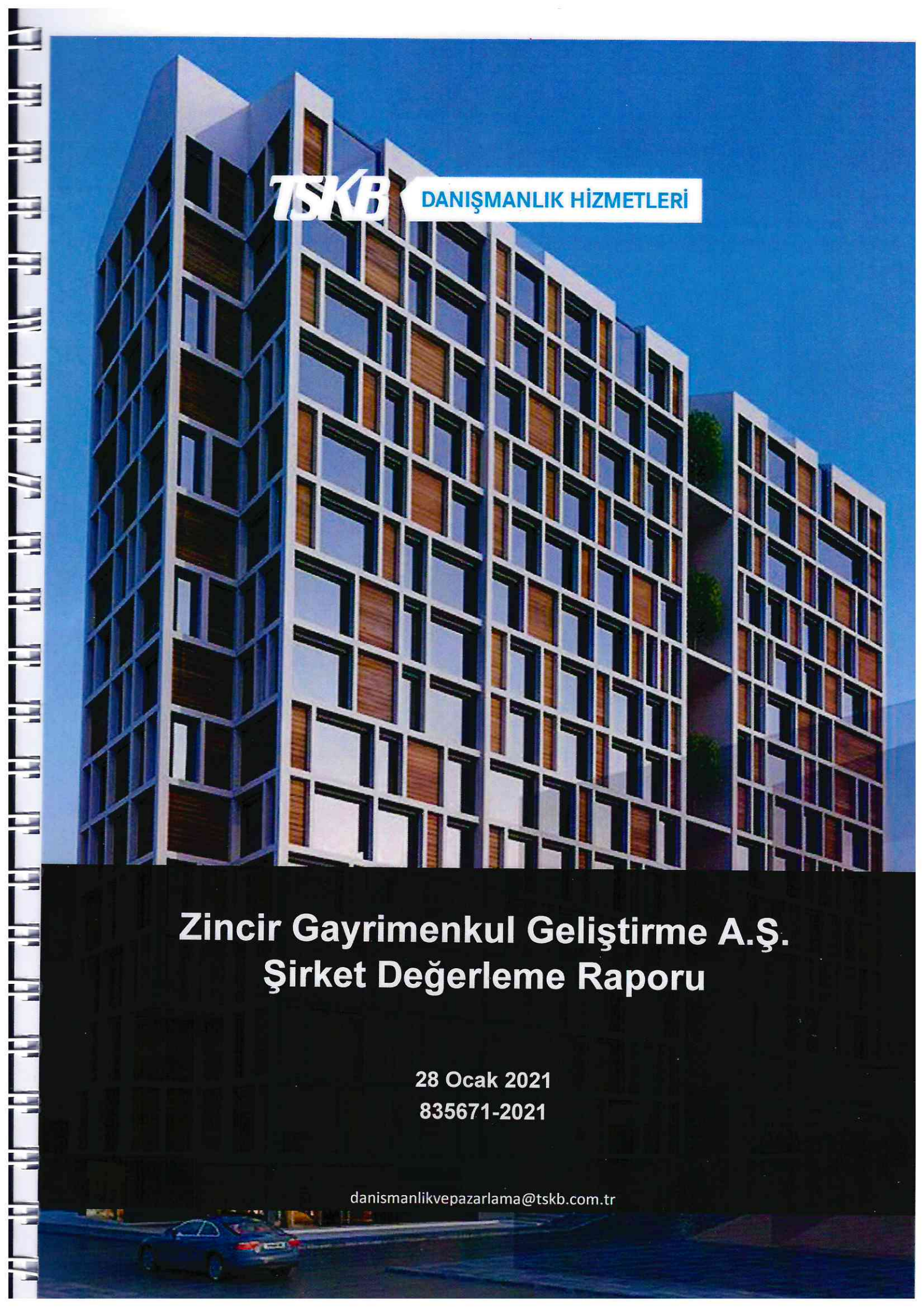




TSKB

DANIşMANLIK HİZMETLERİ

Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.ř. şirket Değerleme Raporu

28 Ocak 2021

835671-2021

danismanlikvepazarlama@tskb.com.tr

Değerlemeyi Yapan Kişi: Utku Öztok

Lisans Numarası: 205785

Marmara Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümü mezunudur. Utku Öztok, TSKB Danışmanlık Hizmetleri bünyesinde Danışmanlık Hizmetleri ve Pazarlama departmanında Grup Yöneticisi olarak çalışmaktadır. Utku, SPF Düzey 3 ve Türev Araçlar lisanslarının yanı sıra CIA ve CCSA lisanslarına sahiptir.

Raporu İmzalayanlar

Onur Aksoy (Kurumsal Finansman Müdürü)

Utku Öztok (Danışmanlık Hizmetleri ve Pazarlama Grup Yöneticisi)

Gizli ve Özeldir

Utku Öztok

ÖNEMLİ BEYAN

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan işbu değerleme çalışması ("Rapor"), Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. (Zincir Gayrimenkul, Firma) şirket değerlemesine yönelik Zincir Gayrimenkul yetkilileri tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'ye iletilmiş olan belge ve bilgilere ve yetkililerinin sorularımıza verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmış olup, bu belge, bilgi ve yanıtların tamlığı ve doğruluğundan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Zincir Gayrimenkul tarafından sağlanan bilgiler ile Zincir Gayrimenkul yetkililerinin yanıtları tarafımızca kontrol edilmemiş ve denetimden geçirilmemiştir. İncelememize sunulan belgelerin orijinal olup olmadıkları ayrıca tetkik edilmemiştir. Raporun hazırlanmasında mümkün olduğunca Zincir Gayrimenkul tarafından yazılı biçimde sağlanan bilgilere dayanarak çıkarımlar yapmaya; fakat yazılı biçimde bilgi edinilmesi imkânı bulunmayan hallerde Zincir Gayrimenkul yetkilileri tarafından sözlü olarak iletilen bilgilere dayanarak tespitler yapmaya gayret edilmiştir. Rapordaki bilgiler, Zincir Gayrimenkul yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Rapordaki bilgilerin yetersiz, eksik olması kat'i ya da tam olmaması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Bilgiler ya da bilgilerin değerlendirilmesi ile elde edilen herhangi bir sonuçtan dolayı 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacaktır. Bu dokümanın gönderilmesi bu dokümanın içeriğinin tam, uygun veya geçerli olduğu anlamında yorumlanamayacağı gibi, bilgilerin doğruluğu hakkında açık veya dolaylı garanti oluşturduğu anlamına gelmez.

Raporda yer alan ve önemli bulgular ve kısıtlar bölümünde değinilen hususlar ve konular ile ilgili olarak iletilen bilgi belgelerdeki eksikler, tutarsızlıklar ve diğer konulardan dolayı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. sorumlu tutulamaz. Söz konusu bölümde değinilen konulara ilişkin 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı da TSKB sorumlu olmayacaktır.

Değerleme çalışması, bir tavsiye vermeye ya da kredi temini önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Zincir Gayrimenkul'un talep ettiği analizlere yöneliktir. Raporumuz, finansal kurumlara yönelik olarak Firmanın finanse edilebilirliği veya buna yönelik şartlara ilişkin olarak herhangi bir görüş veya tavsiye içermemektedir.

Değerleme çalışmasının Zincir Gayrimenkul tarafından üçüncü şahıslara gösterilmesi, verilmesi, çoğaltılması, yayımlanması ve dağıtılması ile kamu, finansal kurumlar ve/veya diğer kişi/kuruluşlar nezdinde kullanılması TSKB'nin önceden onayının (değerlemenin sermaye piyasası mevzuatı dışında kalan hallerde) alınması şartıyla mümkün olmakla birlikte bu hakların kullanımı sebebi ile gerek Zincir Gayrimenkul gerekse üçüncü kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacak; Zincir Gayrimenkul, TSKB'nin bu sebeple bir bedel ödemek zorunda kalması halinde TSKB'nin ilk talebinde bu zarar-ziyanı karşılayacaktır.

Söz konusu rapor ile ilgili fikri ve sınai mülkiyet ve bağlantılı hakları münhasıran TSKB'ye aittir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Mikis Mahallesi Çarşı Çarşısı No: 34427 İstanbul
Ticaret Sicil No: 422271 www.tskb.com.tr

Danışmanlık Hizmeti Sağlayıcısı:

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Meclisi Mebusan Cad. No:81 Fındıklı

34427 Beyoğlu İstanbul

Tel: 0212 334 5050

Web: <http://www.tskb.com.tr/>

Danışmanlık Hizmeti Alanı:

Zincir Gayrimenkul A.Ş.

İçerenköy Mah. Prof. Dr. Ali Nihat Tarlan Cad.

No:108/2 Ataşehir, İstanbul

Tel: 0212 482 05 00

Raporumuz, **16 Aralık 2020** tarihinde **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.** ve **Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.** arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

ÖNEMLİ BULGULAR VE KISITLAR

Tarafımızca Zincir Gayrimenkul için gerçekleştirilen değerlendirme çalışması kapsamında öne çıkan önemli bulgular ve kısıtlar aşağıda sunulmaktadır:

1. Şirket değerlemesi çalışmasında 2017, 2018 ve 2019 yılları için Firma tarafından iletilen VUK'a göre hazırlanmış finansal tablolar ve Kurumlar Vergi Beyannameleri kullanılmakla birlikte 2020 yılında Firma tarafından temin edilen Finansal Tablolar dikkate alınmıştır. Bu konuyla ilgili olarak Firma'dan alınmış olan taahhütname Ek:3'de gösterilmiştir.
2. 24 Aralık 2020 tarihinde KAP'a yapılan açıklamaya göre; Yeşil GYO'nun Elexia 6087 projesinden satın aldığı 26 adet taşınmazın Zincir Gayrimenkul'e 20.130 bin TL bedelle iadesi gerçekleştirilmiştir. Zincir Gayrimenkul'un ödediği bu iade bedelinin Yeşil Holding tarafından Zincir Gayrimenkul'e aktarıldığı izlenmektedir. Yeşil Holding tarafından aktarılan bu tutar tarafımızca ortak borçlarında izlenmekte olup KAP'ta yapılan açıklamanın detayları Ek:2'de gösterilmiştir.
3. 2021 1. Çeyrek Finansal Tablo döneminde (01.01.2021-31.03.2021) Zincir Gayrimenkul ve Yeşil Holding yetkililerince yukarıda bahsi geçen ortak borcunun tamamının sermayeye ekleneceği belirtilmiş olup değerlendirme çalışmasında bu durum gözönünde bulundurulmuştur. İlgili tutarın sermayeye ekleneceği ile ilgili olarak Yeşil Holding'den alınan belge Ek:4'de gösterilmiştir.
4. COVID-19 sürecinin değerlemeye konu şirketin (Zincir Gayrimenkul) finansal durumu ve faaliyetleri üzerinde etkileri olabileceği dikkate alınmalıdır. Rapor tarihi itibarıyla değerlendirme varsayımlarımız mevcut ekonomik koşullar ve piyasa şartlarına dayanmaktadır. Ekonomik konjonktürdeki olası dalgalanmalar varlık değer hesaplamalarında belirsizlikler yaratabilmektedir. Bu doğrultuda, çalışmalardan elde edilen bulguların değişme açık olacağını belirtmek isteriz.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	7
YÖNTEM.....	9
YÖNETİCİ ÖZETİ	10
Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı	10
Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları.....	10
Değerleme Sonucu	12
SEKTÖREL GÖRÜNÜM.....	15
İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	15
MEVCUT DURUM ANALİZİ.....	22
Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı	22
Mevcut Durum Analizi.....	24
GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER VE DEĞERLEME	28
Değerleme Yöntemleri	28
İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme	30
Projeksiyon Varsayımları	30
İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları	32
Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme	34
DEĞERLEME SONUCU	36
EK:1 İndirgeme Oranları ve Bileşenlerinin Belirlenmesi	39
Ağırlıkların Belirlenmesi.....	39
Maliyetlerin Belirlenmesi	39
EK:2 Yeşil GYO 24.12.2020 Tarihli KAP Açıklaması	41
EK:3 2020 Yıl Sonu Mali Tablolarına İlişkin Taahhütname	43
EK:4 Yeşil Holding Sermaye Artırımına İlişkin Beyan.....	44

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Çeyrek Bazda İnşaat Sektörünün GSYİH İçindeki Payı (%).....	15
Grafik 2: GSYİH ve İnşaat Sektörü Büyüme Oranları Karşılaştırması	16
Grafik 3: Yıllar İtibariyle Yapı Ruhsatı İstatistikleri	17
Grafik 4: Yıllar İtibariyle Yapı Kullanım İzin İstatistikleri	18
Grafik 5: Yıllar İtibariyle Konut Stokundaki Değişim	18
Grafik 6: Yıllık Konut Satış İstatistikleri	19
Grafik 7: Konut Fiyat Endeksi İstatistikleri.....	20

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Ortaklık Yapısı	10
Tablo 2: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri	12
Tablo 3: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	12
Tablo 4: Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Ortaklık Yapısı	22
Tablo 5: Zincir Gayrimenkul Solo VUK Karşılaştırmalı Gelir Tablosu	24
Tablo 6: Zincir Gayrimenkul Solo VUK Karşılaştırmalı Bilanço Göstergeleri	25
Tablo 7: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri	30
Tablo 8: Zincir Gayrimenkul Proje Bazında Satılabilir Metrekare ve Fiyat Öngörülleri	31
Tablo 9: Zincir Gayrimenkul Projeksiyon Yılları Serbest Nakit Akım Tablosu	32
Tablo 10: Zincir Gayrimenkul İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri	33
Tablo 11: Zincir Gayrimenkul Düzeltilmiş Net Aktif Değer	34
Tablo 12: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri	36
Tablo 13: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	36

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
AOSM (WACC)	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FD	Firma Değeri
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
NAD	Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TÜFE	Tüketici Fiyat endeksi
VUK	Vergi Usul Kanunu

Giriş ve Kapsam

YÖNTEM

Bu çalışma, Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş'nin (Zincir Gayrimenkul, Firma) talebi doğrultusunda; Firma Değeri bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemek, Firma'nın bağlı olduğu Grup'un konsolide UFRS tablolarının hazırlanmasında kullanmak ve karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamak amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

- **Giriş ve Kapsam**
 - Yönetici Özeti
 - Genel Bilgiler ve Faaliyet Konusu*
 - Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları*
 - Değerleme Sonucu*
- **Sektörel Değerlendirme**
- **Mevcut Durum Analizi**
- **Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme**
 - İndirgenmiş Nakit Akımları
 - Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)
- **Değerleme Sonucu**

Bu çalışma kapsamında; Firma tarafından sağlanan bilgiler, sektör verileri ve TSKB tahminleri kullanılmıştır. Şirket değerlendirme raporu, Firma tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile geçmiş dönem finansal tabloları ve gelecek öngörülerine dayanmaktadır. Çalışmanın hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, Firma kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun dikkate alınması gerekmektedir. Bu Raporun hazırlanmasında kullanılan Firma tarafından sağlanan bütün bilgiler ile yetkililerin yanıtları kontrol edilmemiş ya da denetimden geçmemiştir. Rapordaki analizler, Firma yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır.

Bu raporda Zincir Gayrimenkul'ün 2017, 2018 ve 2019 yıllarına ait finansal verileri için; Vergi Usulü Kanunu (VUK)'na göre düzenlenmiş solo finansal tabloları; 2020 yılı için VUK'a göre hazırlanmış geçici mali tabloları ile Firma tarafından temin edilen detay mizanlar kullanılmıştır.

Satış ve üretim analizleri için kullanılan detaylı satış ve üretim kırımları ve operasyonlara ilişkin bilgiler Firma yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geleceğe yönelik satış ve karlılık beklentileri Firma yönetimi öngörülleri, mevcut durum gerçekleştirmeleri ve TSKB beklentileri göz önüne alınarak oluşturulmuştur. Değerleme çalışması Firmanın talebi doğrultusunda TL cinsinden hazırlanmıştır.

YÖNETİCİ ÖZETİ

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Zincir Gayrimenkul Geliştirme, 18 Nisan 2013 tarihinde Yeşil Yatırım Holding ve Yeşil Holding ortaklığında kentsel dönüşüm çalışmalarında bulunmak üzere kurulmuş bir şirkettir. Genel merkezi Ataşehir, İstanbul'da bulunan Firmanın ana faaliyeti, İstanbul'un çeşitli semtlerinde kentsel dönüşüm alanlarının tespit edilerek kentsel dönüşüm projeleri geliştirmektir.

Tablo 1: Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Payı (%)	Sermayesi (Bin TL)
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.	50,0%	1.250
Yeşil Holding A.Ş.	50,0%	1.250
Toplam	100,0%	2.500

Zincir Gayrimenkul iktisap ettiği arsalar veya kat karşılığı satış vaadi sözleşmesi kapsamında 3. taraflara ait arsalar üzerinde gayrimenkul projeleri geliştirip satmaktadır. Bununla ilgili olarak Şirket bünyesinde inşaatı başlamış ve kat karşılığı satış vaadi sözleşmesi yapılmış aşağıda da detayları anlatılan 3 adet gayrimenkul projesi bulunmaktadır.

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları

Zincir Gayrimenkul'un değer tespitine yönelik hazırlanan işbu değerleme çalışmasında; TSKB tarafından, Zincir Gayrimenkul'un **31.12.2020 tarihli** bilanço ve gelir tabloları baz alınarak **31.12.2020 tarihi itibarıyla** makul girişim ve özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

Zincir Gayrimenkul'un şirket değeri hesaplamasında SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz. Bu doğrultuda, raporda Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak kabul görmüş iki farklı yöntem kullanılmıştır;

- Faaliyet performansının tahminine dayalı "İndirgenmiş Nakit Akımları" (İNA) yöntemi
- Güncel piyasa değerleri doğrultusunda bilanço düzeltmelerinin yapıldığı "Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)" yöntemi

İNA yönteminde, Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı+amortisman) ile vergi ödemelerinin ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Nakit akım projeksiyonları 2021 yılından itibaren Türk Lirası (TL) cinsinden oluşacak nakit akımları dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

Firmanın 2021-20223 yılları arasında konut satışlarından elde edeceği öngörülen nakit yaratımları Türk Lirası cinsinden ortalama %17,9 ağırlıklı ortalama özsermaye maliyeti (AOSM, WACC) üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmıştır.

Firmanın projeksiyon dönemlerindeki ciro ve karlılık öngörülerini; projelere ilişkin De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporlarında belirtilen m² fiyatları gözönünde bulundurularak, 2021-2023 yıllarına ait Firma iş planı ve TSKB tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Firma yetkilileri tarafından; 18 Mart 2019 tarihinde Econ Gayrimenkul Firması ile kat karşılığı yapılan sözleşmeye istinaden bu tarihten sonra 3 adet konut projesiyle ilgili herhangi bir harcama yapılmayacağı, kat karşılığı verilen konutlar sonrasında Firmanın elinde kalan konutların satışlarının yapılarak hasılat elde edeceği belirtilmiştir. Yapılan sözleşmeye göre toplamda 147 adet bağımsız bölüm bulunan Elexia 6087 projesinde, Zincir Gayrimenkul'e kalan 77 adet bağımsız bölümden 43 tanesinin inşaatın tamamlanması karşılığında Econ Gayrimenkul'e devredileceği bu yüzden ilave bir harcama yapılmayacağı belirtilmiştir. Bunun dışında kalan 34 adet bağımsız bölümün 27 tanesinin Yeşil GYO'ya satış sözleşmesinin yapıldığı da bilinmekte olup kalan 7 adet konutun satışının 2021 yılında yapılacağı varsayılmaktadır. Diğer 2 projede de aynı şekilde Econ Gayrimenkul ile anlaşma yapıldığı bu projelerde bağımsız bölümlerin oluşmaması nedeniyle satılabilir m² üzerinden Zincir Gayrimenkul'e 6114 projesinde 300 m² 8762 projesinde ise 281 m² pay düşeceği ve bu projelerle ilgili Zincir Gayrimenkul tarafından herhangi bir harcama yapılmayacağı belirtilmiştir. Bu duruma istinaden projeksiyon döneminde firma bünyesinde bulunan bahse konu bu konut projelerinin satışlarından elde edilecek hasılat ile stoklarındaki maliyetler dikkate alınarak karlılık hesaplamaları gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte daha önce satış sözleşmesi yapılmış ve müşteri avansında takip edilen bakiyelerle birlikte ticari borç ödemeleri de gözönünde bulundurularak hazırlanan ONIS hesaplamaları gerçekleştirilmiştir.

Bununla birlikte Firma ortağı olan Yeşil Holding'in sermaye artışına ilişkin olarak tarafımıza iletmış olduğu sermaye artışı ile ilgili bilgilendirmenin de Zincir Gayrimenkul'ün değerleme hesabında dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yönteminde Zincir Gayrimenkul bünyesinde mevcut durumda sahip olunan değerinin düşülmesi ile düzeltilmiş özsermaye değerine ulaşılmıştır. Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla net aktif değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu

Zincir Gayrimenkul'ün değer tespitine yönelik kabul görmüş iki farklı yöntem kapsamında hesaplanan firma ve özsermaye değerleri aşağıda sunulmaktadır:

İNA yöntemine göre hesaplanan girişim değerinden 31.12.2020 tarihi itibarıyla bilanço kalemlerinde bulunan ekleme/çıkarmaların yapılmasıyla özsermaye değerine ulaşılmıştır. Firmanın bilançosunda bulunan 17.572 TL tutarındaki Yeşil Holding ortak borcunun sermayeye aktarılacağı Firma tarafından beyan edilmiş olup ilgili borcun belirtildiği şekilde sermaye aktarılması durumunda Zincir Gayrimenkul'ün özsermaye değerinin **10.248 bin TL** olacağı hesaplanmaktadır. Bu durumun belirtildiği gibi sermayeye aktarılmaması durumunda **Firma değerinin -7.324 bin TL olacağı hesaplanmaktadır.**

Girişim değeri üzerinden özsermaye değeri hesaplamasında kullanılan bakiyeler firmanın beyan etmiş olduğu 31.12.2020 yıl sonu geçici finansal verilere dayanmakta olup, herhangi bir değişiklik olması durumunda güncellenmesi gerekmektedir.

Tablo 2: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

(Bin TL)	Sermaye Artışı	Ortak Borcu
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	10.415	10.415
(-) Toplam Finansal Borçlar	-	-
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı	31	31
(-) Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	141	141
(-) Net Grup içi Borçlar	0	17.572
(+) Hazır Değerler	5	5
Özsermaye Değeri	10.248	-7.324

Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklarında bulunan bakiyeleri ile ilgili gerçekleştirilmiş olan düzeltme farkları dâhil edildiğinde Net Aktif Değeri'nin çıkmayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Firmanın yapmayı planladığı ortak borcunun (17.572 bin TL) sermayeye aktarılması durumunda **Net Aktif Değer kapsamında özsermaye değerinin 15.012 bin TL** çıkacağı hesaplanmaktadır.

Tablo 3: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

Zincir Gayrimenkul Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	-2.560

Firmanın faaliyetleri ile ilgili olarak karlılığını ve geleceğe yönelik beklentilerini daha iyi yansıtabildiği için **İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre ulaşılan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.**

Sonuç olarak, Zincir Gayrimenkul'ün İNA yöntemine göre hesaplanan değerin firmanın makul değerini yansıttığı göz önünde bulundurularak, ortak borcunun belirtildiği şekilde sermayeye aktarılması durumunda Zincir Gayrimenkul'ün özsermaye **10.248 bin TL** olacağı hesaplanmaktadır. Bu durumun belirtildiği gibi sermayeye aktarılmaması durumunda **Firma değerinin -7.324 bin TL olacağı hesaplanmaktadır.**



Sektörel Görünüm

SEKTÖREL GÖRÜNÜM

İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

İç göç hareketlerinin yoğunluğu, hızlı bir kentleşme sürecinin yaşanması, ülkenin yoğun bir genç nüfusa sahip olması ve toplumun özellikle konut sektörünü bir yatırım aracı olarak görmesi sebebiyle Türkiye’de inşaat sektörü geçmişte olduğu gibi günümüzde de pek çok açıdan önem arz etmektedir. GSYİH içerisinde önemli paya sahip olan ve alt sektörleriyle birlikte değerlendirildiğinde istihdama güçlü katkı sağlayan inşaat sektörü Türkiye ekonomisi için yapı taşı niteliğindedir.

Grafik 1: Çeyrek Bazda İnşaat Sektörünün GSYİH İçindeki Payı (%)



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

İnşaat sektörünün GSYİH içindeki payı, 2017 yılında ortalama %8,5 iken, yıl içinde büyüme performansında görülen yavaşlama sonucunda 2018 yılında ortalama %7,2'ye gerilemiştir. 2019 yılı itibarıyla ortalama %5,4 seviyesine gerileyen pay, 2020 yılı 3. çeyrek sonunda %4,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum istihdam tarafında da etkisini göstermiş olup; inşaat sektörünün toplam istihdam içerisinde aldığı pay 2017 yılında %7,4 iken 2020 yılı 9 aylık dönemde %6,3 seviyesine gerilemiştir. 2020 yılı Eylül itibarıyla inşaat sektöründe 1,7 milyon kişi istihdam edilmiştir.

2012-2018 yılları arasında inşaat sektörü ortalama büyüme hızı (%6,4), GSYİH ortalama gelişim hızının (%5,4) üstünde seyretmiştir. İnşaat sektörü ortalama büyüme hızının GSYİH büyümesinin üstünde seyretmesinde, sektöre yönelik KDV muafiyeti, faiz indirimi gibi uygulamaların etkisine ek olarak yapısal, konjonktürel ve finansal faktörlerin de belirleyici olduğu düşünülmektedir. 2018 yılında ise ekonomik gelişmeler sebebiyle %1,9'luk küçülme yaşanmış ve 2009 yılından bu yana sektör ilk defa daralmıştır.

Grafik 2: GSYİH ve İnşaat Sektörü Büyüme Oranları Karşılaştırması



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Sektör 2019 yılında da küçülmeye devam etmiş; mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış hesaplamalara göre 2019 yılında inşaat sektöründe %8,6 daralma yaşanmıştır. Yıllık bazda 2019 yılının ilk üç çeyreğinde sektörde yaşanan daralmanın sırasıyla %8,2, %11,7 ve %9 oranlarında olması, 2020 yılının aynı dönemi için olumlu bir baz etkisi oluşturmaktadır. Ancak Covid-19 salgınının etkilerinin ikinci çeyrek dönem verilerinde keskin biçimde izlenmeye başlaması ve inşaat sektöründe salgın kaynaklı olarak büyük kayıplar yaşanması ile belirsizliğin artmasına yol açmıştır. Salgının ülkemizde görülmesiyle birlikte altyapı ve inşaat ihalelerinde gerileme hızlanmış yatırımlar durma noktasına gelmiştir. Üçüncü çeyrek verilerinde yaşanan artış ise 2020 Haziran ayı itibarıyla geçilen normalleşme sürecinin ekonomik verilere yansımaları olarak değerlendirilmektedir.

Salgının sektöre en büyük etkileri olarak talep azalması, iş gücü hareketliliği kısıtlamaları ve nakit akış problemleri ile sektör temsilcilerinin gelecek öngörülerini karamsar bir tablo ortaya çıkarmaktadır.¹ İnşaat maliyetlerinde yaşanan önemli artışlar kaynaklı, devam etmekte olan projelerde fiyat farkı düzenlemesi ihtiyacı ortaya çıkmış ve salgın önlemleri ile birlikte oluşan ek maliyetler de önemli bir sorun haline gelmiştir.

İnşaat sektörünün kaynak sıkıntısı yaşaması sebebiyle kullandığı büyük montanlı kredilerin takibe düşme hızı da belirgin biçimde artmıştır. Türkiye Bankalar Birliği'nin (TBB) Kasım 2020 verilerine göre; tasfiye olunacak alacağı en yüksek sektör %17,7 oranı ile inşaat sektörüdür.

¹ Deloitte, "Covid-19 Sonrasında Tedarik Zincirinde Kazananlar ve Kaybedenler".

Yapı Ruhsatları ve Yapı Kullanma İzin İstatistikleri

Yapı üretimine ilişkin öncül bir gösterge olarak kabul edilen ve yeni inşaat yapımını ortaya koyan yapı ruhsatı istatistikleri incelendiğinde, 2017 yılında yapı ruhsatı sayıları ve yapı ruhsatı verilen yapıların yüzölçümü olumlu bir tablo gösterirken, 2018 yılında biriken stokların ve önceki yılın ikinci çeyreğindeki yüksek ruhsat alımlarının baz etkisiyle yapı ruhsatlarının adet bazında %53, yüzölçümü bazında %48 azaldığı görülmektedir. 2019 yılında yapı ruhsatlarında adet bazında %51, yüzölçümü bazında %50 oranlarında azalış devam etmiş, 2020 yılı 9 aylık dönemde ise pandemi koşullarına rağmen düşük faiz ortamı ve kredi kampanyaları ile bir miktar toparlanma ile 2019 yılına yakın bir gelişme izlenmektedir. Belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatlarının 2020 yılının ilk 9 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre bina sayılarında %74 ve daire sayılarında %98 arttığı görülmektedir.

Grafik 3: Yıllar İtibariyle Yapı Ruhsatı İstatistikleri



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Geçmiş yıllarda başlayan inşaatların 2018 yılı içerisinde tamamlanmasıyla birlikte; yapı kullanma izin belgesi sayısı önceki yıla göre %7,3 artış göstermiştir. 2019 yılında 2018 yılındaki baz etkisinin ortadan kalkmasıyla yapı kullanma izin belgesi verilen daire sayısı %17 azalmıştır. 2020 yılının ilk 9 ayında Belediyeler tarafından verilen yapı kullanma izin belgeleri bir önceki yıla göre bina sayılarında %24, daire sayılarında ise %22 azalmıştır. Kullanım amacına göre en yüksek paya (%77,1) 66,4 milyon m² ile iki ve daha fazla daireli ikamet amaçlı binalar sahip olmuştur.

Grafik 4: Yıllar İtibariyle Yapı Kullanım İzin İstatistikleri



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Yapı kullanım izin belge adedi ile ilk defa satılan konut sayısı arasındaki fark satılmayan ilk el konut stoğuna ilaveyi belirtmektedir. 2018 yılında satılmayan konut stokuna ilave edilen konut sayısı 243 bin adet seviyesindeyken, bu rakam 2019 yılında 229 bin adet seviyesine gerilemiştir. 2018 yılında 2017 yılına göre %40 büyüyen ve 2019 yılında küçük bir miktar azalan ilave konut stoğundaki bu durumun sebebi bir yandan yapı kullanımı izinlerindeki artıştan, diğer yandan konut satışlarındaki düşüşten kaynaklanmaktadır.

2020 yılının ilk çeyreğinde yapı kullanım izni belgesi verilen daire sayısı %38 azalmıştır. 2020 yılı 3. çeyrekte iyileşmelerin görülmeye başlandığı sektörde, verilen yapı kullanım izin belgesi sayısı %3,3 artış göstermiştir. Buna rağmen görülen konut stokundaki erimenin sebebi düşük faiz ortamı ve kampanyalı konut satışlarının pozitif etkisi olarak değerlendirilmektedir. Covid-19 salgınına yönelik alınan önlemler kaynaklı kısıtlamalar sebebiyle 2020 yılı ilk 9 ayda konut stokuna ilave gerçekleştirilmemiş ve satışlar büyük ölçüde mevcuttaki stoktan yapılarak stokta 9 bin adet azalma gerçekleşmiştir. 2020 yılı Eylül ayı itibarıyla ülkedeki toplam konut stoku 1,3 milyon olmuştur.

Grafik 5: Yıllar İtibariyle Konut Stokundaki Değişim



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Konut Segmenti

Faaliyet hacminin ağırlıklı kısmı konut yapılardan oluşan; turizm, perakende, lojistik vb. bir dizi sektörle etkileşim içerisinde olan ve AVM, ofis, otel, depo gibi ticari gayrimenkulleri bünyesinde barındıran gayrimenkul sektörü de 2000'li yıllardan bu yana düzenli olarak büyüme göstermiştir. 2017 yılında 1,4 milyon adet ile rekor konut satışı gerçekleştirilirken, 2018 yılı ilk yarısında konut kredi faizlerindeki artışa bağlı olarak konut satışları gerilemiştir. 2018 yılı ikinci yarısında KDV oranı, tapu harç teşviki ve kamu bankalarının konut kredi faizlerini düşürmesiyle birlikte toparlanan konut satışları, 2018 yılını 1,37 milyon adet ile tamamlamıştır.

2019 yılında gerçekleştirilen toplam konut satışlarının, önceki yıla göre farklılaşan ekonomik konjonktür ve yüksek seyreden konut kredi faizlerinin etkisiyle %2 seviyesinde daraldığı izlenmiştir. Yıl sonunda düşen kredi faiz oranları ile 2019 yılı Kasım ayında artışa geçen konut oranlarında bir önceki yılın aynı dönemine göre %54 artış yaşanmıştır. 2020 yılı ilk 3 aylık dönemde de yüksek seyreden konut satış oranlarında pandemi etkisinin hissedilmeye başlamasıyla hızlı biçimde azalmış ve 2020 Nisan ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre %55 azalış görülmüştür. Nisan ve Mayıs aylarında yaşanan düşük satış oranlarının ardından konut stokunun azaltılması amacıyla hayata geçirilen kampanyalarla 2019 yılının aynı dönemlerine kıyasla Haziran 2020'de konut satışlarında %210, Temmuz 2020'de ise %124 artış görülmüştür. Yıl sonuna doğru ise salgının etkilerinin devam ediyor olması ve TCMB'nin aldığı faiz artış kararları ile birlikte Kasım 2020'de konut satışlarında %19 azalış izlenmiştir. 2020 yılının ilk 11 ayı değerlendirildiğinde ise grafikte de görüldüğü üzere toplam konut satışları 2019 yılının ilk 11 ayındaki satışlara göre %21 artmıştır.

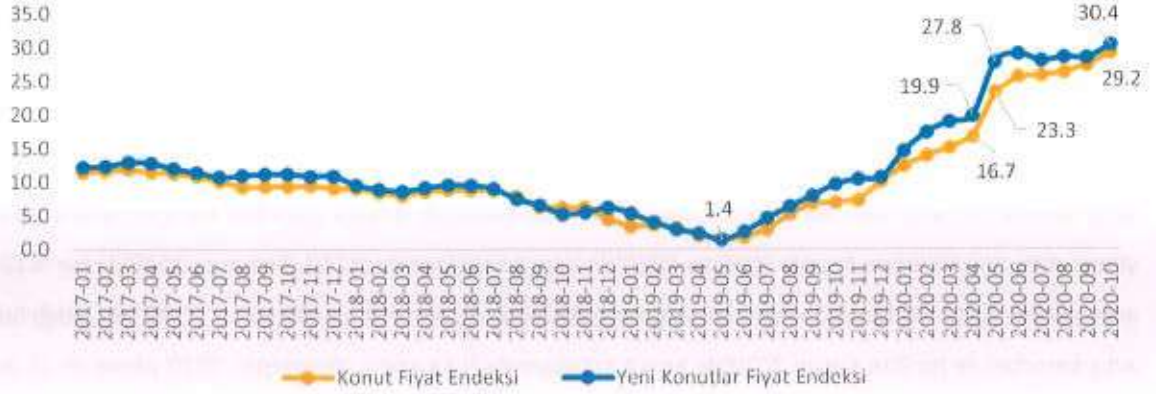
Grafik 6: Yıllık Konut Satış İstatistikleri



Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Son yıllarda konut fiyat artış hızında görülen yavaşlama, 2018 yılında da devam etmiştir. 2018 yılı başında Türkiye genelinde fiyat artış oranı %9 (yıldan yıla) seviyesinde iken, bu oran 2018 yıl sonuna gelindiğinde önceki yılın aynı dönemine göre %4 seviyesine gerilemiştir. Nominal konut fiyatlarının izlediği seyre karşın tüketici enflasyonunda yaşanan yüksek oranlı artışlar, reel konut fiyatlarının önemli ölçüde gerilemesine neden olmaktadır. 2019 yılı Mayıs ayı itibariyle Türkiye’de konut fiyatları reel olarak önceki yılın aynı dönemine göre %14,5 azalış göstermiştir. 2019 yıl sonuna doğru artan konut satışlarının 2020 yılında Nisan ayı itibariyle tekrar ivme kazanması konut fiyatlarında da artışa sebep olmuştur. Yeni konut fiyat endeksi ve konut fiyat endeksi arasındaki farkın da 2020 yılında pandemi sürecinde bir miktar açıldığı ve yeni konut fiyatlarının daha yüksek seyrettiği izlenmektedir.

Grafik 7: Konut Fiyat Endeksi İstatistikleri



Kaynak: TCMB, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

(Handwritten signature)

Mevcut Durum Analizi

MEVCUT DURUM ANALİZİ

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Yeşil Holding 2003 yılında kurulmuş olan ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören, inşaat, enerji, hizmet, telekomünikasyon ve sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren bir holding şirkettir. Holding'in temellerini oluşturan en köklü şirketi Yeşil Kundura, 1948'den beri Türkiye'de kundura sektörünün öncü markalarından biridir.

Yeşil Holding'in inşaat sektörüne odaklanmış ve halka açık iştiraklerinden biri olan Yeşil GYO, gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak üzere 1997 yılında kurulmuş bir portföy yönetim şirkettir. Holding'in inşaat sektöründe faaliyet gösteren bir diğer firması Yeşil İnşaat, 14.000 konutluk Innovia projesini gerçekleştirmiş ve 8.000'den fazla konutun teslimini yapmış ve proje tamamlama çalışmalarına devam etmektedir.

Zincir Gayrimenkul Geliştirme, 18 Nisan 2013 tarihinde Yeşil Yatırım Holding ve Yeşil Holding ortaklığında kentsel dönüşüm çalışmalarında bulunmak üzere kurulmuş bir şirkettir. Genel merkezi Ataşehir, İstanbul'da bulunan Firmanın ana faaliyeti, İstanbul'un çeşitli semtlerinde kentsel dönüşüm alanlarının tespit edilerek kentsel dönüşüm projeleri geliştirmektir.

Tablo 4: Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Payı (%)	Sermayesi (Bin TL)
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.	50,0%	1.250
Yeşil Holding A.Ş.	50,0%	1.250
Toplam	100,0%	2.500

Zincir Gayrimenkul iktisap ettiği arsalar veya kat karşılığı satış vaadi sözleşmesi kapsamında 3. taraflara ait arsalar üzerinde gayrimenkul projeleri geliştirip satmaktadır. Bununla ilgili olarak Şirket bünyesinde inşaatı başlamış ve kat karşılığı satış vaadi sözleşmesi yapılmış aşağıda da detayları anlatılan 3 adet gayrimenkul projesi bulunmaktadır.

▪ **Elexia Levent 6087**

İstanbul'un Kağıthane ilçesinde tapuda 6087 Ada'da kayıtlı arsa üzerinde gerçekleştirilmekte olan bir projedir. "Elexia Levent 6087" adlı altında gerçekleştirilmekte olan projenin arsa alanı 1.068,72 m2 büyüklüğündedir. Projenin toplam inşaat alanı 14.594 m2'den oluşmakta olup bunun 3.732 m2'lik kısmı otopark ve teknik alanlardan oluşmaktadır.

Proje içerisinde toplam 10.351 m2 büyüklüğünde satılabilir konut alanı ve 510,62 m2 büyüklüğünde satılabilir ticari alanlar yer almaktadır. İnşaat bitiş tarihinin Haziran 2021 olarak belirlendiği Firma yetkilileri tarafından ifade edilmiştir.

▪ **Elexia Levent 6114**

İstanbul'un Kağıthane ilçesinde tapuda 6114 Ada'da kayıtlı arsa üzerinde gerçekleştirilmekte olan projedir. "Elexia Levent 6114" adı altında geliştirilen projenin arsa alanı 1.078,10 m2'dir. Projenin toplam inşaat alanı 13.693 m2'den oluşmakta olup bunun 5.732,41'lik kısmı otopark ve teknik alanlardan oluşmaktadır.

Proje içerisinde toplam 6.693,84 m2 büyüklüğünde satılabilir konut alanı ve 1.266,75 m2 büyüklüğünde satılabilir ticari alanlar bulunmaktadır. Proje bitiş tarihinin Haziran 2022 olarak belirlendiği Firma yetkilileri tarafından ifade edilmiştir.

▪ **Elexia Levent 8762**

İstanbul Kağıthane ilçesinde tapuda 6782 Ada'da kayıtlı arsa üzerinde gerçekleştirilmekte olan projedir. "Elexia Levent 6782" adı altında geliştirilmekte olan projenin arsa alanı 1.342,58 m2 büyüklüğündedir. Projenin toplam inşaat alanı 17.505 m2'den oluşmakta olup bunun 7.253 m2'lik kısmı otopark ve teknik alanlardan oluşmaktadır.

Proje içerisinde toplam 9.682 m2 büyüklüğünde satılabilir konut alanı ve 570 m2 büyüklüğünde satılabilir ticari alanlar bulunmaktadır. Proje bitiş tarihinin Haziran 2022 olarak belirlendiği Firma yetkilileri tarafından ifade edilmiştir.



Mevcut Durum Analizi

Zincir Gayrimenkul'ün finansal durum değerlendirme çalışması, 2017, 2018 ve 2019 yıllarında VUK'a göre düzenlenmiş onaylı ve 2020 yılına ilişkin VUK'a göre düzenlenmiş Firma tarafından temin edilmiş geçici solo finansal tablolar üzerinden gerçekleştirilmiş olup düzeltilmiş mali tablolar aşağıda verilmiştir.

Zincir Gayrimenkul bünyesinde devam eden projelerin henüz tamamlanmamış olması ve dolayısıyla faturalarının kesilmemesi nedeniyle incelenen yıllar itibarıyla Firmanın gerçekleştirdiği satışlarını gelir tablosuna yansıtamadığı ve alınan avanslar hesabında takip ettiği görülmektedir. Firmanın 2020 yılında genel yönetim giderleri sebebiyle oluşan net zarar 230 bin TL'dir.

Tablo 5: Zincir Gayrimenkul Solo VUK Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

(Bin TL)	2017	2018	2019	2020
Yurt İçi Satışlar	-	-	-	-
Yurt Dışı Satışlar	-	-	-	-
Diğer satışlar	9	-	13	-
Brüt Satışlar	9	-	13	-
Satışlardan İndirimler	-	-	-	-
Net Satışlar	9	-	13	-
Satılan Malın Maliyeti	12	10	8	-
Amortisman	(12)	(1.352)	(1.209)	-
Satış-pazarlama Giderleri	(1)	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	(144)	(563)	(51)	(230)
Esas Faaliyet Kârı	(136)	(563)	(38)	(230)
FAVÖK	(124)	(553)	(30)	(230)
Finansman Giderleri (Net)	70	463	-	-
Faiz Giderleri	(12)	-	-	-
Kambiyo Zararları	-	-	-	-
Faiz Geliri ve M.K. Karı/Zararı	82	463	-	-
Kambiyo Karları	-	-	-	-
Diğer Gelirler	23	19	-	-
Diğer Giderler	(9)	(166)	(4)	-
Devre Kârı	(52)	(247)	(42)	(230)
Vergi	-	-	-	-
Net Kâr	(52)	(247)	(42)	(230)

Tablo 6: Zincir Gayrimenkul Solo VUK Karşılaştırmalı Bilanço Göstergeleri

Bin TL	2017	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	28.361	28.931	26.935	30.462
Ticari Alacaklar	2.918	-	-	-
Yarı Mamul Stokları	21.649	24.230	23.268	26.806
Diğer Stoklar	1.298	1.423	957	957
Diğer Alacaklar	244	244	244	244
Diğer Dönen Varlıklar	2.037	3.028	2.462	2.450
Maddi Duran Varlıklar (Net)	340	330	322	315
Arsa-Bina	317	317	317	317
Makine Tesisat	3	3	3	3
Diğer Sabit Kıymetler	55	55	55	55
Birikmiş amortismanlar	(35)	(45)	(53)	(60)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	-	-	-	-
Ortaklardan Alacaklar/Grup içi Alacaklar	4.896	2.840	3.132	-
Diğer Duran Varlıklar	1.966	97	93	50
Toplam Aktifler	35.563	32.198	30.482	30.827
Kısa Vadeli Borçlar	34.451	31.333	29.659	12.662
Ticari Borçlar	3.492	763	312	317
Müşteri Avansları	30.674	30.017	28.882	12.048
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	285	553	465	297
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	-	17.572
Ortaklara Borçlar	-	-	-	17.572
Özsermaye	1.112	865	823	593
Odenmiş Sermaye	2.500	2.500	2.500	2.500
Toplam Pasifler	35.563	32.198	30.482	30.827

Zincir Gayrimenkul'un analize konu yıllar itibariyle varlıklarının ortalama %87'si dönen varlıklar hesaplarından oluşmaktadır. Dönen varlıklar içerisinde Firmanın yarı mamul stokları 2020 yılında 26.806 bin TL ile ağırlıkta olup, kentsel dönüşüm projeleri için yapılmış harcamalarına ait yarı mamul stoklarına aittir. Bu hesap içerisinde MİST Projesi'nin (Elexia 6087) yarı mamul tedariki için ayrılmış tutar ağırlıkta olup 17.171 bin TL'dir. Elexia 8762 projesi için yapılan harcama tutarı 3.603 bin TL ve Elexia 6114 projesi için yapılan harcama tutarı ise 3.835 bin TL'dir. Bunun haricinde stoklar hesabında takip edilen 2.197 TL ve diğer stoklar hesabında takip edilen 957 bin TL'lik tutar geliştirilmekte olan projelerle ilgili olarak proje müelliflerine ve taşeron firmalara verilmiş olan avans ödemelerinden kaynaklanmaktadır. Diğer alacaklar hesabındaki 244 bin TL'lik kısım ise kat karşılığı yapılan inşaat işleri ile ilgili olarak arsa sahiplerine verilen borçlardan kaynaklanmaktadır.

Yıllar itibariyle Firmanın diğer dönen varlıklar hesabında takip edilen devreden KDV tutarlarının 2020 yılındaki tutarı 2.402 bin TL'dir. Bu tutar devam etmekte olan inşaatlar nedeniyle ödenmiş olan KDV tutarlarıdır. Projelerin tamamlanıp teslimlerin yapılmasının ardından düzenlenecek olan faturalarla birlikte bir kısmı tahsil edilecek, tahsil edilemeyecek kısmı ise vergi dairesinden iade olarak alınacaktır. Devam etmekte olan projeler nedeniyle verilmiş olan 46 bin TL'lik iş avansları da diğer dönen varlıklar hesabında izlenmektedir.

2020 yılı itibariyle Firmanın duran varlıklarının toplamı 2019 yılında Yeşil Holding'den olan 3.125 bin TL tutarın mahsup edilmesiyle 365 bin TL'ye düşmüştür. Firmanın maddi duran varlıkları içerisindeki arazi ve arsalarının toplam değeri 198 bin TL olup bu tutar şirketin devam eden kentsel dönüşüm projeleri içerisinde sahip olduğu iki adet arsanın maliyet bedeli, geriye kalan 118 bin TL ise Firma binalarına ait tutardır. Diğer duran varlıklar hesabındaki 50 bin TL arsa sahiplerine verilmiş olan borçlara aittir.

2020 yılında Zincir Gayrimenkul'un kaynaklarının toplam tutarı 30.827 bin TL'dir ve bu tutarın %41'i kısa vadeli borçlardan oluşmaktadır. Finansal borcu olmayan Firmanın kısa vadeli borçları içerisinde 317 bin TL'lik ticari borç ve 141 bin TL'lik güncel ve vadesi geçmiş vergi ve sosyal güvenlik borçları bulunmaktadır. 63 bin TL tutarındaki alınan depozito ve teminat tutarı devam etmekte olan projelerle ilgili olarak taşeronlardan yapılmış teminat kesintisini göstermekte ve diğer kısa vadeli borçlar içerisinde sınıflandırılmaktadır.

Analiz kapsamında; önceki yıllarda grup şirketi Yeşil GYO'ya yapılan Elexia 6087 projesine kayıtlı 53 adet taşınmaz satışı nedeniyle 27.934 bin TL'lik tutar müşteri avansları hesabında takip edilmekteyken 2020 Aralık ayında, satışı gerçekleştirilen konutların 26 tanesinin iade edilmesiyle müşteri avansları hesabında azalış gerçekleşmiş olup bu tutar 12.048 bin TL'ye düşmüştür.

2020 yılı mali tablolarında izlenen ortaklara borçlar hesabındaki gelişmenin sebebi Yeşil GYO'nun 24.12.2020 tarihli KAP açıklamasında (Ek:2) belirtildiği ve Firma yetkilileri tarafından ifade edildiği üzere Yeşil GYO ve Zincir Gayrimenkul arasında yapılan taşınmaz satışlarıdır. Yeşil GYO'nun Elexia 6087 projesinden satın aldığı 26 adet taşınmazın Zincir Gayrimenkul'e 20.130 bin TL bedelle iadesi gerçekleştirilmiştir. Zincir Gayrimenkul'un ödediği bu iade bedelinin Yeşil Holding tarafından Zincir Gayrimenkul'e sağlandığı, oluşan ortak borcundan mevcutta bulunan Yeşil Holding'den alacak tutarının düşülerek geriye kalan 17.572 bin TL'lik bakiyenin ortaklara borçlar hesabında takip edildiği izlenmektedir. Bu satış esnasında ilgili gayrimenkullerin değer artışı olarak 3.296 bin TL'lik maliyet oluşmuş olup, bu maliyet güncelde Firmanın stoklar bakiyesinde izlenmektedir.

Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme

GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER VE DEĞERLEME

Değerleme Yöntemleri

Bir şirketin değerlemesinde kullanılabilecek çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlar, şirketin salt gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemler olabildiği gibi, şirketin mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini, bilanço kalemlerinin güncel piyasa değerlerini dikkate alan uygulamaları da içerebilmektedir.

Zincir Gayrimenkul'un değer tespitine yönelik bu çalışmada Firma için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yaklaşımları esas alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA):

İNA yönteminde Firmaların gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile vergi ödemelerinin, gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır.

Projeksiyon yılları itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, Girişim Değeri'dir (Enterprise Value). Bu değerden Özsermaye Değeri'ne ulaşmak için Girişim Değeri'nden toplam net finansal borç, ödenecek nitelikteki ortak/grup içi borçlar ve kıdem tazminatı yükümlülüğü gibi nakit çıkışı oluşturacak yükümlülükler düşürülürken; mevcutsa tahsil edilecek nitelikteki ortak/grup içi alacaklar, nakit sermaye artışı gibi varlıklar eklenmektedir.

İNA yönteminde; gelecekteki nakit akımlarının değerlemenin olduğu tarihe iskonto edilmesinde kullanılan katsayının hesaplanmasında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM, WACC – Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemek için kullanılan bileşenler Ek:1'de verilmiştir.

Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/ Toplama Yöntemi):

Firmanın net aktif değeri toplam aktiflerinin adil değerinden toplam yükümlülüklerinin çıkarılması ile bulunmuştur.

$$\text{NET AKTİF DEĞER} = \text{Toplam Aktiflerin Adil Değeri} - \text{Toplam Borçlar}$$

Yukarıdaki formülde görüldüğü gibi, Net Aktif Değer şirketin özkaynaklarına eşit olup bu değer hesaplanması için bilançoda ilgili ve gerekli düzeltmeler yapılmalıdır. Bu düzeltmeler ve Net Aktif Değer arasındaki ilişki aşağıda sunulmuştur:



Düzeltilmiş Net Aktif Değerin hesaplanmasında tüm maddi ve maddi olmayan duran varlıkların yeniden değerlendirme çalışmaları ile ticari borçlar, ticari alacaklar, stoklar, finansal borçlar ve diğer bilanço kalemlerine ilişkin gerçeğe uygun değer düzeltmeleri dikkate alınmıştır. Şirket'in NAD'ı (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi), Firma tarafından temin edilen VUK'na göre hazırlandığı beyan edilen bilançolara göre hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme

Projeksiyon Varsayımları

Zincir Gayrimenkul'ün serbest nakit akım projeksiyonu önümüzdeki 3 yılı kapsayacak şekilde 2021-2023 yılları arasına yönelik olarak hesaplanmıştır.

Değerleme çalışması Firmanın faaliyet para birimi dikkate alınarak TL cinsinden gerçekleştirilmiştir. Çalışma kapsamında dikkate alınan TL bazında ortalama TÜFE tahminleri; 2021-2023 yılları arası dönem için TSKB Danışmanlık Hizmetleri'nin öngörülerini yansıtmaktadır.

Tablo 7: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri

Göstergeler	2021	2022	2023
TÜFE (yıllık, ortalama %)	13,8%	10,8%	10,1%

Kaynak: TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Firmanın projeksiyon çalışmasında; ilerleyen dönemlerde gelirlerinin tamamını konut satışlarından elde edeceği varsayılmıştır. Zincir Gayrimenkul'ün projeksiyon dönemlerindeki gelir öngörülerini; Firma tarafından paylaşılmış olan iş planı ve TSKB tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Firmanın mevcut durumda devam ettirdiği 3 adet projesi bulunmaktadır. Elexia 6087, Elexia 6114 ve Elexia 8762 isimli projeler için elde edilecek nakit girişleri ve maliyetler projekte edilmiştir. Firmanın ayrıca Elexia 8792 isimli bir projesi daha bulunmakta; fakat bu proje ile ilgili henüz bir planlama yapılmamış olması sebebiyle projeksiyon kapsamı dışında tutulmaktadır.

Firma yetkilileri tarafından 18 Mart 2019 tarihinde Econ Gayrimenkul Firması ile kat karşılığı yapılan sözleşmeye istinaden bu tarihten sonra 3 adet konut projesiyle ilgili herhangi bir harcama yapılmayacağı, kat karşılığı verilen konutlar sonrasında Firmanın elinde kalan konutların satışını yaparak hasılat elde edeceği belirtilmiştir. Yapılan sözleşmeye göre toplamda 147 adet bağımsız bölüm bulunan Elexia 6087 projesinde, 70 adet dairenin hak sahiplerine verileceği, Zincir Gayrimenkul'e kalan 77 adet bağımsız bölümden 43 tanesinin inşaatın tamamlanması karşılığında Econ Gayrimenkul'e devredileceği ve bu yüzden ilave bir harcama yapılmayacağı belirtilmiştir. Bunun dışında kalan 34 adet bağımsız bölümün 27 tanesinin Yeşil GYO'ya satış sözleşmesinin yapıldığı da bilinmekte olup kalan 7 adet konutun satışının 2021 yılında yapılacağı varsayılmaktadır.

Diğer 2 projede de aynı şekilde Econ Gayrimenkul ile anlaşma yapıldığı bu projelerde bağımsız bölümlerin oluşmaması nedeniyle satılabilir m² üzerinden Zincir Gayrimenkul'e 6114 projesinde 300 m² 8762 projesinde ise 281 m² pay düşeceği ve bu projelerle ilgili Zincir Gayrimenkul tarafından herhangi bir harcama yapılmayacağı belirtilmiştir.

Tablo 8: Zincir Gayrimenkul Proje Bazında Satılabilir Metrekare ve Fiyat Öngörülleri

Satılabilir M ²			
6087	294	-	-
6114	150	150	-
8762	140	141	-
Satış Fiyatı (M ² /TL)			
6087	15.409	17.075	-
6114	10.500	11.635	-
8762	10.500	11.635	-
Nakit Girişleri (Bin TL)	7.580	3.386	-
6087	4.535	-	-
6114	1.575	1.745	-
8762	1.470	1.641	-

Elexia 6087 projesi için yapılan öngörüler inşaatın Haziran 2021’de tamamlanıp konutların tesliminin yapılacağı yönündedir. Bu projede satışı öngörülen 294 m²’lik alanın tamamının 2021 yılı içerisinde satışının tamamlanmış ve faturalandırılmış olacağı varsayılmıştır. De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından yapılmış olan olan 2021_0058 numaralı ekspertiz raporuna istinaden metrekare başına satış fiyatının 15.409 TL olacağı varsayılmıştır. İlerleyen yıllarda bu fiyat, ilgili yıl için TSKB Danışmanlık Hizmetleri enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılarak ilerlenmiştir. Bu projeye ilişkin olarak yapılan satışların 2021 yılı içerisinde fatura kesilmesi sonrasında alınan avanslar ve stoklar ile birlikte gelir tablosuna aktarılacağı varsayılmıştır.

6114 ve 8762 projelerinin proje bitiş tarihinin Haziran 2022 olarak öngörüldüğü Firma yetkilileri tarafından aktarılmıştır. 6114 projesinde toplam satılabilir alan 300 m² ve 8762 projesinde toplam satılabilir alan 281 m²’dir. Bu projelerde bulunan taşınmazların 2022 yılı itibarıyla satılmış ve faturalandırılmış olacağı Firma iş planı ile paralel olarak varsayılmıştır. Tarafımızca konutların bir kısmının 2021 yılı içerisinde satılacağı öngörülerek nakit akımı düzenlenmiştir. Bu iki projeye ilişkin 2021 yılında fatura kesilememesine bağlı olarak satışı yapılan konutlardan elde edilecek tutarların alınan avanslarda takip edileceği, konutların tamamlanması sonrasında 2022 yılında satış gelirlerine ve maliyetlere yansıtılacağı varsayılmıştır. De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.’ye tarafından yapılmış olan 2021_0055 ve 2021_0056 numaralı ekspertiz raporuna istinaden metrekare başına satış fiyatının 10.500 TL olacağı varsayılmış olup aynı şekilde ilerleyen yıllarda enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır.

Firmanın 2021 ve 2022 yılında elde edeceği nakit girişleri mevcut durumunda ilerlettiği ve satışını yapacağı konut projelerinden sağlanmaktadır. Konut satışları haricinde Firmanın 2020 yıl sonu bilançosunda 2.402 bin TL Devreden KDV alacağı bulunmaktadır. Projeksiyon döneminde Firmanın

geçici dönemlerde doğabilecek vergi ödemeleriyle mahsup edilebilmesi için bu tutar projeler bitene kadar bekletilmiş olup 2023 yılında herhangi bir gelir vergisi doğmaması nedeniyle iade alınacağı varsayılmıştır.

2021 ve 2022 yıllarında Firmanın satış hasılatını oluşturan konut satışlarının, inşaat maliyetleri ve genel yönetim giderleri toplamından düşük olacağı ve Firmanın ilgili yıllarda yapacağı varsayılan satışlarından net zarara uğrayacağı öngörülmektedir.

Firma net nakit akımları hesaplanırken 2020 yıl sonu bilançosunda izlenen 380 bin TL tutarındaki ticari borçlar işletme sermayesi ihtiyacını dahil edilmiştir. Ayrıca daha önce Yeşil GYO'dan alınan 12.048 bin TL tutarındaki müşteri avansları ve 2021 yılında alınacağı düşünülen avanslar ve stoklardaki değişim bakiyeleri konutların tamamlanması ve fatura kesilmesi sonrasında satışa ve maliyetlere yansıtılacağı buna bağlı olarak ilgili değişimlerde ONIS hesaplamasında dikkate alınmıştır.

İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

Serbest nakit akımı projeksiyonları 2021-2023 yılları arasında öngörülen satış tutarları ve maliyetleri sonucunda hesaplanmış ve 31.12.2020 tarihine indirgenmiştir. Geleceğe yönelik beklentiler kapsamında belirtilen varsayımlar dikkate alınarak hesaplanan serbest nakit akımlarının özeti aşağıda verilmiştir:

Tablo 9: Zincir Gayrimenkul Projeksiyon Yılları Serbest Nakit Akım Tablosu

Zincir Gayrimenkul (Bin TL)	2021	2022	2023
Satışlar	16.582.869	6.430.813	-
Maliyetler	(17.421.323)	(7.722.945)	-
<i>Inşaat Maliyetleri</i>	(17.171.323)	(7.438.500)	
<i>Genel Yönetim Giderleri</i>	(250.000)	(284.445)	
EBIT	(838.454)	(1.292.132)	-
EBITDA	(838.454)	(1.292.132)	-
EBITDA Marjı	-5,1%	-20,1%	-
Efektif Vergi Oranı (t)	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT * (1-t)	-838.454	-1.292.132	0
Amortisman	-	-	-
Yatırım	-	-	-
İşletme Sermayesi İhtiyacı	7.788.323	4.393.500	2.402.000
<i>Alınan Avanslar Değişimi</i>	(9.003.000)	(3.045.000)	
<i>Stok Değişimi</i>	17.171.323	7.438.500	-
<i>Ödenen Borç</i>	(380.000)		
<i>Devreden KDV</i>	-	-	2.402.000
Net Nakit Akımı	6.949.869	3.101.368	2.402.000
İndirgeme Faktörü	0,92	0,78	0,66
İndirgenmiş Net Nakit Akımları	6.400.585	2.422.605	1.591.433

Tarafımızca hesaplanan serbest nakit akımları ortalama %17,9 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM-WACC) üzerinden indirgenmiştir. AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylı bilgi Ek:1’de yer almaktadır. Firmanın iş planları doğrultusunda 2021-2023 yılları için indirgenmiş net nakit akımları hesaplanmış; uzun vadeli beklentisi bulunmaması sebebiyle nihai değer (terminal value) hesaplanmamıştır.

İNA yöntemine göre hesaplanan girişim değerinden 31.12.2020 tarihi itibarıyla toplam finansal borçlarının, grup içi/ortaklara/ilişkili taraflara olan borçlarının, kıdem tazminatı karşılıklarının ve ödenecek vergi ve diğer yasal yükümlülüklerin düşülüp; hazır değerlerin eklenmesiyle özsermaye değeri hesaplanmaktadır. Firmanın bilançosunda bulunan 17.572 TL tutarındaki Yeşil Holding ortak borcunun sermayeye aktarılacağı Firma tarafından beyan edilmiş olup ilgili borcun belirtildiği şekilde sermaye aktarılması durumunda Zincir Gayrimenkul’ün özsermaye değeri **10.248 bin TL** olarak hesaplanmıştır. Bu durumun belirtildiği gibi sermayeye aktarılmaması durumunda **Firma değerinin -7.324 bin TL olacağı hesaplanmaktadır.**

Girişim değeri üzerinden özsermaye değeri hesaplamasında kullanılan bakiyeler firmanın beyan etmiş olduğu 31.12.2020 yıl sonu geçici finansal verilere dayanmakta olup, herhangi bir değişiklik olması durumunda güncellenmesi gerekmektedir.

Tablo 10: Zincir Gayrimenkul İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

(Bin TL)	Sermaye Artışı	Ortak Borcu
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	10.415	10.415
(-) Toplam Finansal Borçlar	-	-
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı	31	31
(-) Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	141	141
(-) Net Grup içi Borçlar	0	17.572
(+) Hazır Değerler	5	5
Özsermaye Değeri	10.248	-7.324

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme

Zincir Gayrimenkul'un Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemi ile değerinin tespitinde, Firmadan temin edilen 31.12.2020 tarihli geçici finansal verileri dikkate alınmıştır.

Firmanın stoklarında takip etmiş olduğu ve daha önceki yıllarda geliştirmeye başladığı fakat mali veri tarihi itibarıyla bu projelerin durdurulduğu belirtilmiştir. Stoklar içerisinde izlenen bu harcamaların detaylarına bakıldığında farklı farklı lokasyonlarda kentsel dönüşüm projeleri için harcanmış olan harç, vergi gibi ödemeler olması ve projelerin durdurulması sebepleri ile ileride değer yaratmayacağı düşünülmektedir. Toplamdaki bakiyesi 3.153 bin TL olan ilgili stok bakiyelerinin düzeltilmesi gerçekleştirilmiştir.

Tablo 11: Zincir Gayrimenkul Düzeltilmiş Net Aktif Değer

Bin TL	2020
(+) Hazır Değerler	5
(+) Ticari Alacaklar (net)	0
(+) Stoklar	27.763
(-) Stok Düzeltmesi	-3.153
(+) Diğer Alacaklar	244
(+) Diğer Dönen Varlıklar	2.450
Toplam Dönen Varlıklar	27.309
(+) Maddi Duran Varlıklar (net)	315
(+) Ortaklardan Alacaklar (Net)	0
(+) Diğer Duran Varlıklar	50
Toplam Duran Varlıklar	365
(-) Ticari Borçlar	317
(-) Müşteri Avansları	12.048
(-) Diğer Kısa Vadeli Borçlar	297
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.662
(-) Ortaklara Borçlar (Net)	17.572
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.572
Özsermaye Değeri	-2.560

Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklarında bulunan bakiyeleri ile ilgili gerçekleştirilmiş olan düzeltme farkları dahil edildiğinde **Net Aktif Değeri'nin -2.560 bin TL seviyesinde olacağı hesaplanmaktadır.** Bununla birlikte Firmanın yapmayı planladığı ortak borcunun (17.572 bin TL) sermayeye aktarılması durumunda **Net Aktif Değerin 15.012 bin TL çıkacağı hesaplanmaktadır.**

Değerleme Sonucu

DEĞERLEME SONUCU

Zincir Gayrimenkul'ün değer tespitine yönelik kabul görmüş iki farklı yöntem kapsamında hesaplanan firma ve özsermaye değerleri aşağıda sunulmaktadır:

İNA yöntemine göre hesaplanan girişim değerinden 31.12.2020 tarihi itibarıyla bilanço kalemlerinde bulunan ekleme/çıkmaların yapılmasıyla özsermaye değerine ulaşılmıştır. Firmanın bilançosunda bulunan 17.572 TL tutarındaki Yeşil Holding ortak borcunun sermayeye aktarılacağı Firma tarafından beyan edilmiş olup ilgili borcun belirtildiği şekilde sermaye aktarılması durumunda Zincir Gayrimenkul'ün özsermaye değerinin **10.248 bin TL** olacağı hesaplanmaktadır. Bu durumun belirtildiği gibi sermayeye aktarılmaması durumunda **Firma değerinin -7.324 bin TL olacağı hesaplanmaktadır.**

Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklarında bulunan bakiyeleri ile ilgili gerçekleştirilmiş olan düzeltme farkları dahil edildiğinde Net Aktif Değeri'nin çıkmayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Firmanın yapmayı planladığı ortak borcunun (17.572 bin TL) sermayeye aktarılması durumunda **Net Aktif Değer kapsamında özsermaye değerinin 15.012 bin TL** çıkacağı hesaplanmaktadır

Tablo 12: İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

(Bin TL)	Sermaye Artışı	Ortak Borcu
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	10.415	10.415
(-) Toplam Finansal Borçlar	-	-
(-) Kıdem Tazminatı Karşılığı	31	31
(-) Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	141	141
(-) Net Grup içi Borçlar	0	17.572
(+) Hazır Değerler	5	5
Özsermaye Değeri	10.248	-7.324

Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklarında bulunan bakiyeleri ile ilgili gerçekleştirilmiş olan düzeltme farkları dâhil edildiğinde Net Aktif Değeri'nin çıkmayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Firmanın yapmayı planladığı ortak borcunun (17.572 bin TL) sermayeye aktarılması durumunda **Net Aktif Değer kapsamında özsermaye değerinin 15.012 bin TL** çıkacağı hesaplanmaktadır.

Tablo 13: Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

Zincir Gayrimenkul Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	-2.560

Firmanın faaliyetleri ile ilgili olarak karlılığını ve geleceğe yönelik beklentilerini daha iyi yansıtabildiği için **İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre ulaşılan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.**

Türkiye İslami Kalkınma Bankası A.Ş.
Nispetiye Şişli Sanayi Çarşısı Kat: 4/27 İstanbul
Ticaret Sicil No: 423001 www.iskb.com.tr

Sonuç olarak, Zincir Gayrimenkul'ün İNA yöntemine göre hesaplanan değerin firmanın makul değerini yansıttığı göz önünde bulundurularak özsermaye değeri ortak borcunun belirtildiği şekilde sermayeye aktarılması durumunda Zincir Gayrimenkul'ün özsermaye **10.248 bin TL** olacağı hesaplanmaktadır. Bu durumun belirtildiği gibi sermayeye aktarılmaması durumunda **Firma değerinin -7.324 bin TL olacağı hesaplanmaktadır.**

İzmir Zincir Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Finansal Durum Tablosu (TL cinsinden)	
Tarih	Özsermaye
31.12.2023	10.248
31.12.2022	10.248

Ekler

EK:1 İndirgeme Oranları ve Bileşenlerinin Belirlenmesi

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM-WACC) teorik ifadesi aşağıdaki gibidir.

$$AOSM = \frac{Borç}{Borç + Özsermaye} * Borç Maliyeti * (1 - t) + \frac{Özsermaye}{Borç + Özsermaye} * Özsermaye Maliyeti$$

Firmanın özsermaye maliyeti (cost of equity) ve borçlanma maliyeti (cost of debt), bu bileşenlerin piyasa değerleri üzerinden ağırlıklandırılarak Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmaktadır.

Ağırlıkların Belirlenmesi

Borç/(Borç+Özsermaye) ve Özsermaye/(Borç+Özsermaye) ağırlıklarının belirlenmesinde geleceğe yönelik finansman ihtiyaçları dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar sonucu oluşan proforma bilançolardaki borç tutarları ile Firmanın hesaplanan özsermaye değeri üzerinden, her yıl değişen oranlar hesaplanmaktadır.

Maliyetlerin Belirlenmesi

Borçlanma Maliyeti

Borçlanma Maliyetinin (Cost of debt) olarak Firmanın kullanacağı kredilerin ortalama maliyeti ve piyasa koşullarına paralel seviyelerde izleneceği varsayılarak model kapsamında TL cinsi faiz oranı %18 olarak varsayılmıştır. Fakat Firmanın borçluluk oranının %0 olması sebebiyle Firma değerinin hesaplanmasında borcun ağırlığı %0 etki etmiştir.

Vergi oranı olarak Türkiye’de geçerli (t) kurumlar vergisi oranı; 2020 yılında %22, diğer yıllarda ise %20 olarak alınmıştır.

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Matematiksel ifadesi:

$$Re = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

CAPM modelindeki R_f oranı, risksiz getiri oranını ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında R_f oranı olarak, 10 yıl vadeli TL cinsinden devlet tahvilinin 07.12.2020 itibarıyla son bir yıllık ortalama getirisi (%12,4) dikkate alınmıştır.

Bileşenlerinin Belirlenmesi

$(R_m - R_f)$ oranı ise piyasadaki risk oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı belirtmektedir. Firmanın değerlendirme çalışmasında risk primi olarak genel kabul görmüş olan %5,5 seviyesi dikkate alınmıştır.

Beta seviyesi firmaların borç sermaye dengesinden etkilenmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarında işlem gören firmaların piyasa verisi niteliğindeki kaldıraçlı betalarını (levered beta) borç sermaye dengesinden arındırmak gerekmektedir. Bu işlem sonunda elde edilen betaya kaldıraçsız (unlevered beta) denir ve kendi firmamızın borç sermaye oranı ile tekrar kaldıraçlandırılarak hedef firmanın özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılır.

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Kaldıraçlı Beta}}{1 + \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} \times (1 - \text{Vergi Oranı})}$$

Çalışmamızda kaldıraçsız beta oranı, Firmanın faaliyet konusu ile doğrudan benzer faaliyeti yürüten halka açık Firma örneklemini bulunmadığı için 1 olarak dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranına risk primi eklenmiştir. Yukarıda belirtilen hesaplama ve varsayımlar ışığında Zincir Gayrimenkul için yıllar itibarıyla hesaplanan sermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM – WACC) oranları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

AOSM – WACC	2021	2022	2023
Rf (Risksiz Faiz Oranı)	12,40%	12,40%	12,40%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%
Kaldıraçsız Beta	1,00	1,00	1,00
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00
Cd (Borç Maliyeti)	24,0%	22,0%	20,0%
Efektif Vergi Oranı	0,0%	0,0%	0,0%
Beta*(Rm-Rf)	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	17,9%	17,9%	17,9%
D/E (Borç/Özsermaye) Değeri	0%	0%	0%
WACC (AOSM)	17,9%	17,9%	17,9%
Ortalama AOSM	17,9%		

EK:2 Yeşil GYO 24.12.2020 Tarihli KAP Açıklaması

Maddi Duran Varlık Satımı	
Yapılan Açıklama Güncelleme mi?	Hayır (No)
Yapılan Açıklama Düzeltme mi?	Hayır (No)
Konuya İlişkin Daha Önce Yapılan Açıklamanın Tarihi	-
Yapılan Açıklama Ertelenmiş Bir Açıklama mı?	Hayır (No)
Bildirim İçeriği	
Satışa Konu Maddi Duran Varlığın Niteliği	Gayrimenkul
Satışa Konu Maddi Duran Varlığın Mevkii, Yüzölçümü	İstanbul ili, Kağıthane İlçesi, 6087 Ada, 26 Adet Bağımsız Bölüm Satışı, 1.522 m2
Satışa İlişkin Yönetim Kurulu Karar Tarihi	24/12/2020
Satışa İlişkin Yönetim Kurulu Kararında Bağımsız Üyelerin Çoğunluğunun Onayı Var mı?	Evet
Toplam Satış Bedeli	20.130.000 TL
İşlem Bedelinin Ortaklığın Yönetim Kurulu Karar Tarihinden Önceki Altı Aylık Günlük Düzeltilmiş Ağırlıklı Ortalama Fiyatların Aritmetik Ortalaması Baz Alınarak Hesaplanacak Şirket Değerine Olan Oranı (%)	8,39 %
Satış Bedelinin Ortaklık Ödenmiş Sermayesine Oranı (%)	8,56 %
Satış Bedelinin Ortaklığın Kamuya Açıklanan Son Mali Tablosundaki Aktif Toplamına Oranı (%)	0,90 %
Satış Bedelinin Ortaklığın Kamuya Açıklanan Son Finansal Tablosundaki Maddi Duran Varlıkların Net Değerine Oranı (%)	9,62 %
Satılan Duran Varlığın Ortaklığın Kamuya Açıklanan Son Finansal Tablosundaki Kayıtlı Değerinin Aktif Toplamına Oranı (%)	0,75 %
İşlem Bedelinin Ortaklığın Kamuya Açıklanan Son Yıllık Finansal Tablolara Göre Oluşan Hasılat Tutarına Oranı (%)	76,59 %
Satış Koşulları	Peşin (Cash)
İşlemin Tamamlandığı/Tamamlanacağı Tarih	31.12.2020
Satış Amacı ve Ortaklığın Faaliyetlerine Etkisi	Yatırım amaçlı
Elde Edilen Maddi Duran Varlık Satış Karının/Zararının Tutarı	3.296.400 TL
Varsa Satış Karının Ne Şekilde Değerlendirileceği	Şirketin cari hesap borçlarının kapanmasında kullanılacaktır.
Varsa Satış Karının Ne Şekilde Değerlendirileceğine İlişkin Yönetim Kurulu Karar Tarihi	24.12.2020
Karşı Taraf	Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.
Karşı Taraf SPK Düzenlemelerine Göre İlişkili Taraf mıdır?	Evet (Yes)
Karşı Taraf İle Olan İlişkinin Niteliği	İlişkili taraf
Varsa İşleme İlişkin Sözleşme Tarihi	24/12/2020

Önemli Nitelikteki İşlem Kapsamında Kullanılacak Ayrılma Hakkı Fiyatı	Ayrılma hakkı doğmuyor.
Maddi Duran Varlığın Değerinin Belirlenme Yöntemi	Emsal karşılaştırma yöntemi
Değerleme Raporu Düzenlendi mi?	Düzenlendi (Prepared)
Değerleme Raporu Düzenlenmediyse Nedeni	-
Değerleme Raporu Düzenlendiyse Tarih ve Numarası	KD-GR 1437
Değerleme Raporunu Hazırlayan Değerleme Kuruluşunun Unvanı	Kare Gayrimenkul Değerleme A.Ş.
Değerleme Raporu Sonucu Bulunan Tutar	20.130.000 TL
İşlem Değerleme Raporundaki Sonuçlara Uygun Gerçekleştirilmemişse/Gerçekleştirilmeyecekse Gerekçesi	Yoktur

Şirketimiz Yönetim Kurulu bugün almış olduğu karar ile;

İstanbul İli, Kağıthane İlçesi, 6087 Ada, 13 Parsel sayısında kayıtlı ELEXIA isimli Projesi'ndeki 1.522 m2'lik 26 adet bağımsız bölümün Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'ye KDV hariç toplam 20.130.000 TL bedelle satımına ve bu satıştan elde edilecek gelirle şirketin cari hesap borçlarının karşılanmasına,

Söz konusu satış işlemlerinin, Sermaye Piyasası Kurulunun "Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği" (II-23.3) uyarınca yapılan değerlendirmelere göre;

a) Tebliğin 6.maddesinde yer alan önemlilik kriteri çerçevesinde, İşlem tutarının kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık (aktif) toplamına oranı %0,90

b) Tebliğin 6/2-fıkrasında yer alan önemlilik kriteri çerçevesinde, İşlem tutarının yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük ağırlıklı düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanan ortaklık değerine oranı %8,39,

c) Devredilecek mal varlığı unsurunun son yıllık finansal tablolara göre elde edilen gelire katkısının, son yıllık finansal tablolardaki gelirlere oranı %76,59 olup,

Yapılacak işlemin Tebliğin 6/2 maddesinde yer alan "Önemlilik Kriteri" çerçevesinde %75 sınırını aşmaması ve malvarlığının şirket faaliyetlerine olan olumlu katkısı açısından, yapılan değerlendirme neticesinde önemlilik kriteri taşımadığına, karar verilmiştir. Yapılacak işlemle ilgili olarak bağımsız yönetim kurulu üyeleri olumlu görüş vermiş olup karara herhangi bir muhalefet şerhi düşülmemiştir.

Yatırımcılarımızın ve kamuoyunun bilgilerine arz ederiz.

EK:3 2020 Yıl Sonu Mali Tablolarına İlişkin Taahhütname



31.12.2020 tarihi itibarı ile TSKB Danışmanlık Hizmetleri firmasına verdiğimiz Gelir Tablosu ve Bilançodaki beyan ettiğimiz bilgiler şirketimizin sorumluluğunda olup verdiğimiz tüm verileri taahhüt ve beyan ederiz.

**ZİNCİR GAYRİMENKUL
GELİŞTİRME ANONİM ŞİRKETİ**
İçişleri Bakanlığı, Dr. Ali Nihat Tarkan Cad.
Denizli, 46100 No: 108 Kat: No:2, Atagözü / IST.
Kıyafetli V.D., 9980756308

EK:4 Yeşil Holding Sermaye Artırımına İlişkin Beyan

YEŞİL HOLDİNG
ANONİM ŞİRKETİ

Sayın,

ZİNCİR GAYRİMENKUL GELİŞTİRME A.Ş.

Şirketinizden alacağımız olan 17.571.612,14 TL'yi (Onyedimilyonbeşyüzyetmiş birbinaltıyüzoniki Türk Lirası on dört kuruş) Zincir Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. firmasının 2021/1. Çeyrek mali tablo döneminde yapılacak olan sermaye artışında kullanılacak olup şirketinizden herhangi bir alacağımız kalmayacaktır.

YEŞİL HOLDİNG A.Ş.

Prof. Nihal Tisdik Cd. Dışişleri İş Merkezi
No:48/7/2 İçerici Kat - Alışveriş / İSTANBUL
T: (0212) 405 05 00 / F: (0212) 483 33 35
Kırsalacı V.D. No:478 050 5999
Tic. Sic. No: 627364

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 25.08.2010

No : 204694

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ İLERİ DÜZEY LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Onur AKSOY

Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansını almaya hak kazanmıştır.



İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER



E.Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 16.03.2012

No : 205785

**SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ
İLERİ DÜZEY LİSANSI**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Utku ÖZTOK

Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlker Arıkan

İlker ARIKAN
GENEL SEKRETER



K. Atilla Köksal

K. Atilla KÖKSAL
BAŞKAN