

**KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM  
ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ****Fiyat Tespit Raporu Hakkında  
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

\*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

<b>HALKA ARZ ÖZETİ</b>	
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	<b>24-25 Nisan 2014</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>1,15 TL</b>
<b>BIST İşlem Kodu</b>	<b>KRGYO</b>
<b>Tahmini BIST'te İşlem Görme Tarihi</b>	<b>30 Nisan 2014</b>
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Borsada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi</b>
<b>Halka Açılma Oranı</b>	<b>25,00%</b>
<b>Halka Arz Taahhüdü*</b>	<b>Şirket ortakları, Şirket paylarının BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca mevcut paylarını satmayarak dolaşımdaki pay miktarını artırmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.</b>
<b>Çıkarılmış Sermaye</b>	<b>49.500.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye</b>	<b>66.000.000 TL</b>
<b>Halka Arz Tutarı</b>	<b>Sermaye artırımını yoluyla Toplam 16.500.000</b>
<b>Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>56.925.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	<b>75.900.000 TL</b>
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>18.975.000 TL</b>

\* Satışa hazır edilen 4.125.000 TL nominal değerli payların satışa konu edilmesi, sözü edilen taahhüt kapsamı dışındadır.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

**Sirket Profili ve Faaliyet Konusu:****Körföz GYO Portföyü****Kartal Horizon Projesi**

Kartal'da sahile yakın bir noktada 5.982.91 m<sup>2</sup> alan üzerinde 178 adet bağımsız bölüm geliştirilecektir. Hasılat Paylaşımı Karşılığında Arsa Satış Vaadi çerçevesinde gerçekleştirilen Proje'nin %19'u tamamlanmış olup 28 Şubat değerlendirme tarihinde Körföz GYO'nun payına düşen hasılat miktarının değeri 108.346.000 TL+KDV'dir. Hasılat Paylaşımı sözleşmesine göre hasılatın %50'si yüklenici (Dumankaya İnşaat) tarafından Körföz GYO'ya verilecek ve bu 82 milyon TL'den az olmayacaktır. Bu tutar 3 yıllık bir ödeme planı çerçevesinde gerçekleştirilecek olup, Körföz GYO'ya ödemeler sona ermeden tapu teslimi gerçekleştirilecektir. 2013 sonu itibarıyla 26.343.000 TL ödeme tahsili gerçekleştirilmiştir.

**Kilyos Arsası**

Sarıyer'a bağlı Kilyos köyünde yer almaktadır. Proje gerçekleştirilecek toplam brüt alan 8.841 m<sup>2</sup>, imar planına göre proje geliştirilebilecek alan 4.520 m<sup>2</sup>, toplam inşaat alanı 1.234 m<sup>2</sup> olup mevcut değerlendirme raporuna göre 5 adet havuzlu villa yapılacağı gibi değerlendirilmiştir. Toplam değer olarak 4.852.000 TL belirlenmiştir.

**Güre Tesisi**

İzmir Çanakkale yolu ile deniz arasında bir taşınmazdır. Güre ve Akçay merkeze 3 km, Edremit merkeze 11 km mesafededir. Tesisin bulunduğu bölge turizm alanı olarak kullanılmaktadır. Güre tesisinde Körföz Tatil Beldesi'ne ait 211 bağımsız bölüm için kat irtifakı vardır. Bu bağımsız bölümler yıkılması ve ardından mülkiyet hakkı bulunanlara sahip oldukları her bir bağımsız bölüm için arsadan pay verilecektir. 4 yıldızlı 195 odalı otel ve 125 adet devre tatil ünitesi planlanmıştır. Körföz GYO'nun payına düşen değer 24,4 milyon TL'dir.

Gayrimenkul Portföyü	
<b>Kartal Horizon Projesi</b>	108,346,206
<b>Kilyos Arsası</b>	4,852,000
<b>Güre Tesisi</b>	24,382,800
<b>Toplam</b>	<b>137,581,006</b>

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Ortağın Adı, Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	Oran (%)	(TL)	Oran (%)
Kuvey Türk Katılım Bankası A.Ş.	49.498.000	99,996%	49.498.000	74,997%
Abdullah Tivnikli	500	0,001%	500	0,001%
Ufuk Uyan	250	0,001%	250	0,001%
Ömer Asım Özközükar	500	0,001%	500	0,001%
İbrahim Mutlu	250	0,001%	250	0,000%
Osman Baydoğan	250	0,001%	250	0,000%
Mustafa Güran	250	0,001%	250	0,000%
Halka Açık Kısım			16.500.000	25,00%
<b>Toplam Ödenmiş Sermaye</b>	<b>49.500.000</b>	<b>100%</b>	<b>66.000.000</b>	<b>100%</b>

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

**Finansal Bilgiler**

<b>VARLIKLAR</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>53.127.740</b>	<b>58.766.785</b>	<b>73.806.649</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.936.523	7.303.684	22.965.025
Gerçeğe Uygun Değer Farkı	-	13.463.508	-
Finansal Yatırımlar	-	-	-
Stoklar	35.440.424	37.144.362	48.929.330
Diğer Alacaklar	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	750.793	855.231	1.912.294
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>24.068</b>	<b>27.718</b>	<b>6.528.925</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	6.515.883
Maddi Duran Varlıklar	8.308	11.958	13.042
Diğer Duran Varlıklar	15.760	15.760	-
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>53.151.808</b>	<b>58.794.503</b>	<b>80.335.574</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.633.946</b>	<b>6.718.936</b>	<b>48.631.607</b>
Finansal Borçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	-	-	22.199.574
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	22.197.913
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	-	-	1.661
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	1.567.840	381.316	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	14.500	4.376	10.867
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	14.500	4.376	10.867
Alınan Avanslar	-	6.299.603	26.343.593
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.606	33.641	77.573
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>17.122.337</b>	<b>20.040.438</b>	<b>49.643</b>
Ticari Borçlar	16.737.243	19.998.119	-
Diğer Ticari Borçlar	-	-	-
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	16.737.243	19.998.119	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	65.727	42.319	49.643
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	65.727	42.319	49.643
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	319.367	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>18.756.283</b>	<b>26.759.374</b>	<b>48.681.250</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>34.395.525</b>	<b>32.035.129</b>	<b>31.654.324</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>34.395.525</b>	<b>32.035.129</b>	<b>31.654.324</b>
Ödenmiş Sermaye	65.822.000	65.822.000	49.500.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	2.373.208	2.373.208	2.373.208
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	1.510
Geçmiş Yıllar (Zararları)	(33.724.951)	(33.799.683)	(19.838.079)
Net Dönem Karı/(Zararı)	(74.732)	(2.360.396)	(382.315)
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>53.151.808</b>	<b>58.794.503</b>	<b>80.335.574</b>

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirketin 2013 yıl sonu itibarıyla nakit ve nakit benzerlerinde 2012 yıl sonuna göre yaklaşık 15,6 milyon TL artış yaşanmıştır. 2013 dönemi nakit akışları incelendiğinde öncelikle şirketin Kartal Projesi kapsamında Dumankaya A.Ş. ile yapmış olduğu anlaşma sonucunda oluşturulan ödeme planına uygun olarak ödenen toplam 26,3 milyon TL'lik ödeme göze çarpmaktadır. Şirket bilançosunda bulunan nakit ve nakit benzerleri varlıklar %10'luk ortalama getiri oranı ile 3 ay ortalama vadeli katılım hesaplarında tutulmaktadır.

Şirketin stokları 48,9 milyon TL'dir. 2012 yıl sonuna göre stoklarda meydana gelen artış Güre tesisinin şirketin portföyüne girmiş olmasından kaynaklanmaktadır. 14.987.253 TL bedelle portföye dahil edilen söz konusu tesisin devre mülklere isabet eden 10.982.168 TL'lik kısmı stoklarda, ticari ünitelere (otel, sosyal tesis ve iş yerleri) isabet eden 4.005.085 TL'lik kısmı ise yatırım amaçlı gayrimenkullerde takip edilmeye başlanmıştır. Söz konusu arsanın ekspertiz şirketi tarafından 14 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirilen değerlemesine göre boş arsanın devre mülklere isabet eden kısmının gerçeğe uygun değeri 17.886.917 TL, otele ait kısmın gerçeğe uygun değeri ise 6.515.883 TL olarak tespit edilmiştir. (Stoklarda takip edilen kısım bilançoda maliyet değeri üzerinden gösterilirken yatırım amaçlı gayrimenkullerde takip edilen kısım bilançoda rayiç değeriyle yer almaktadır.

1,91 milyon TL'lik diğer dönen varlıklar kısmının 1,64 milyon TL'si devreden KDV alacaklarından kaynaklanmaktadır.

31.12.2013 tarihi itibarıyla şirketin finansal borcu bulunmamaktadır.

31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla ilişkili taraflara olan borçlar, Körfez Gayrimenkul İnşaat İş Ortaklığı'nın hisse devrinden (brüt 16.332.000 TL) ve İstanbul Kartal ilçesindeki Kuveyt Türk'e ait olan arsanın şirket tarafından satın alınmasından kaynaklanan (brüt 8.758.635 TL) ve Kuveyt Türk'e olan borçlardan oluşmaktadır. Her iki borcun da vadesi 30 Eylül 2014'tür ve bilanço tarihi itibarıyla reeskonta tabi tutulmuş toplam değerleri olan 23.206.655 TL'den (31 Aralık 2012 - 20.906.896) taşınmaktadır. Bu toplam tutardan şirketin Kartal Belediyesi ile yaptığı sulh anlaşmasından doğan yükümlülüklerinin (sulh anlaşması tarihi itibarıyla Kuveyt Türk'ün Körfez İş Ortaklığı'nın %17'sine sahip olmasından ötürü) Kuveyt Türk tarafından karşılanacak kısmı için Kuveyt Türk'ten alacak niteliğinde olan 30 Eylül 2014 vadeli 1.090.635 TL'nin 31 Aralık 2013 itibarıyla reeskonta tabi tutulmuş değeri olan 1.008.743 TL'si ( 31 Aralık 2012 - 908.777) düşülmüştür.

Şirketin 48,6 milyon TL olan kısa vadeli yükümlülüklerinin 26,3 milyon TL'si alınana avanslar kaleminde takip edilmektedir. İlgili tutar, Kartal Projesi'ne ilişkin olarak Dumankaya İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile yapılmış olan hasılat karşılığı arsa satış sözleşmesine istinaden Körfez GYO A.Ş.'ye avans ödemelerinden oluşmaktadır.

Şirket Dumankaya İnşaat (Yüklenici) ile 19 Mart 2013 tarihinde imzalamış olduğu arsa satış vaadi sözleşmesinin kısmen değiştirilmesine yönelik olarak, 17 Şubat 2014 tarihinde ek sözleşme imzalamıştır. Söz konusu ek sözleşme ile ana sözleşmede belirtilen ödeme dönemlerinde ve ana sözleşmede geçen bazı hükümlerde değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Yeni ödeme planına göre Yüklenicinin, şirkete ödeyeceği asgari tutar, bugüne kadar ödediği bedeller de dahil olmak üzere, ana sözleşmedeki bedele ilave olarak 4.500.000 TL artmıştır. Dumankaya şirketi tarafından yapılan ödemeler yapılan sözleşmenin öngördüğü ödeme planına uygun olarak devam etmektedir. Yeni sözleşme gereği ödemeler 3 ay ara verilmiş olup, ödemeler 15 Mayıs 2014 tarihinde yeniden başlayacak ve Aralık 2015'te son bulacaktır.

GELİR TABLOSU	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Hasılat	-	-	-
Satışların Hasılatı (-)	-	-	-
<b>TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR</b>	-	-	-
Pazarlama Giderleri (-)	-	-	(3.595)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.098.959)	(2.342.114)	(2.094.778)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	77.627	41.627	2.557.606
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(2.884)	(1.003)	(32.894)
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>(1.024.216)</b>	<b>(2.301.490)</b>	<b>426.339</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.585.920	2.013.500	4.941.714
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(927.524)	(2.072.406)	(5.750.368)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)</b>	<b>(365.820)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(382.315)</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri</b>	-	-	-
Dönem Vergi Gideri (-)	291.088	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri	-	-	-
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)</b>	<b>(74.732)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(382.315)</b>
Diğer Kapsamlı Gelirler	-	-	1.510
<b>TOPLAM KAPSAMLI (GİDER)/GELİR</b>	<b>(74.732)</b>	<b>(2.360.396)</b>	<b>(380.805)</b>

Şirket 2010 yılından sonra satış geliri elde etmemiştir. Bu döneme kadar şirket genel yönetim giderleri dolayısıyla faaliyet giderlerine katlanırken, kasasında bulunan mevcut nakdin finansal yatırımlar yoluyla değerlendirilmesi suretiyle finansal gelir/gider elde etmiştir.

31.12.2013 tarihi itibarıyla gelir tablosundaki Genel Yönetim Giderleri; personel giderleri (946.371 TL), danışmanlık ve avukatlık giderleri (625.521 TL), vergi resim ve harçlar (364.634 TL), kira giderleri (28.841 TL), haberleşme giderleri (8.828 TL), amortisman ve itfa giderleri (7.578 TL) ve diğer giderlerden (113.005 TL) oluşmaktadır.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Halka arzdan elde edilecek fon ile Sarıyer/ Kilyos'ta bulunan arsa üzerinde ve yıkım kararı kesinleşen Balıkesir/Edremit'teki Güre tesisinin 6306 sayılı Afet Yasası kapsamında yıkılarak arsaya dönüşmesi sonrasında tesise ait arsa üzerinde yeni proje geliştirme fırsatları değerlendirilecektir. Halka arz geliri ile söz konusu arsalar üzerindeki muhtemel projelerin inşaatlarının finanse edilmesi planlanmaktadır.

## Halka Arzda Satışa Aracılık Edecek Kurum Tarafından Hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespiti

Körfez GYO için yapılan değerlemeler sonucunda şirketin toplam piyasa değeri 78,36 milyon TL olarak belirlenmiştir. Bu sonuçlar altında halka arz fiyatı %27,35 halka arz iskontosuyla 1,15 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (mn TL)	
1 - Piyasa Çarpanları Yöntemi			
	PD/NAD	30%	56,45
	PD/DD	20%	22,64
2 - Net Aktif Değer Yöntemi	50%	113,79	
Şirket Değeri		78,36	
Halka Arz İskontosu %		-27,35%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri (mn TL)		56,93	
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (mn TL)		66,0	

### 1 - Piyasa Çarpanları Yöntemi

#### 1.1 Piyasa Değeri /Net aktif Değeri

Yapılan değerlendirme çalışmasında BIST GYO endeksinde işlem gören GYO'ların PD/NAD ortalamaları kullanılarak şirket için bir değer tespiti yapılmıştır.

Değer tespitinde iki örneklem kullanılmıştır. Bunlardan biri Emlak GYO hariç (Yüksek Sermaye ve Aktif büyüklüğü sebebiyle dışarda bırakılmıştır)tüm GYO'ların mevcut değerlerini baz alırken, bir diğeri ise faaliyetleri açısından şirkete daha çok benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin değerlerini baz almaktır.

Şirketin mevcut portföyünde henüz geliştirilmemiş bir arsa, üzerinde konut projesi geliştirilmiş ve inşaat aşamasında olan bir arsa ve şirketin sabit getiri elde etme ihtimali olan ve turizm bölgesi içinde olan bir arsa bulunmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler analizi yapılırken, net aktif değerini oluşturan gayrimenkullerden büyük oranda sabit getiri elde eden şirketler (Akfen GYO, Akmerkez GYO, Doğuş GYO, Reysaş GYO, Servet GYO, TSKB GYO ve Panorama GYO) ve net aktif değeri 1 milyar TL'nin üzerinde olan şirketler benzer şirketler değerlemesine dahil edilmeyerek daha küçük bir örnekleme sahip olunmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın ayrıntıları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Tabloda, ayrıntıların bilinmesi adına değer hesabına katılmamış olan varsayımlarda gösterilmiştir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

**Net Aktif Değer Çarpanı**

Ödenmiş Sermaye	49.500.000 TL	
Gayrimenkul Portföy Değeri	137.581.006 TL	
Net Aktif Değer	113.790.117 TL	
Özkaynak	31.654.324 TL	
<b>Ağırlık</b>	<b>Örneklem</b>	<b>Körfez GYO Piyasa Değeri</b>
0%	Toplam GYO Sektörü	72.097.694 TL
50%	EKGYO Hariç Değerler	65.444.312 TL
0%	Benzer GYO'lar-Turizm	45.434.859 TL
50%	Benzer GYO'lar-Konut	47.464.288 TL
<b>Ortalama Değer</b>		<b>56.454.300 TL</b>

**1.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri**

Şirketin özkaynağı 31.6 milyon TL'dir. Değerleme yapılırken sektörel PD/DD ortalaması 0,89 alınmış, Emlak GYO hariç sektörel ortalama 0,81, sadece turizm ağırlıklı gayrimenkul yatırım ortaklıkları 0,42 ve sadece konut ağırlıklı gayrimenkul yatırım ortaklıkları %0,62 çarpanı alınmıştır.

Bu çarpanlara göre Körfez GYO'nun Piyasa Değeri aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmıştır. Şirket değerlemesi yapılırken EKGYO hariç değerler ve Benzer Konut sektörü GYO değerlerinin ortalaması alınmış ve 22.636.505 değeri elde edilmiştir.

**Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı**

Ödenmiş Sermaye	49.500.000 TL	
Gayrimenkul Portföy Değeri	137.581.006 TL	
Net Aktif Değer	113.790.117 TL	
Özkaynak	31.654.324 TL	
<b>Ağırlık</b>	<b>Örneklem</b>	<b>Körfez GYO Piyasa Değeri</b>
0%	Toplam GYO Sektörü	28.152.894 TL
50%	EKGYO Hariç Değerler	25.755.446 TL
0%	Benzer GYO'lar-Turizm	13.308.733 TL
50%	Benzer GYO'lar-Konut	19.517.564 TL
<b>Ortalama Değer</b>		<b>22.636.505 TL</b>



## 2 - Net Aktif Değer Yöntemi

Net Aktif Değer Yöntemine göre Körfez GYO için bulunan piyasa değeri 113,8 milyon TL'dir. Pay başına net aktif değer ise 2,30 TL'dir.

Güre Tesisleri Rayiç Değeri	24.382.800 TL
Kartal Projesi Rayiç Değeri	108.346.206 TL
Kilyos Arsa Rayiç Değeri	4.852.000 TL
<hr/>	
Nakit Varlıklar	22.965.025 TL
Diğer Dönen Varlıklar	1.912.294 TL
Toplam Duran Varlıklar	13.042 TL
<hr/>	
İlişkili Taraf Ticari borçlar	22.197.913 TL
Alınan Sipariş Avansları	26.343.593 TL
Diğer Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	139.744 TL
<hr/>	
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>113.790.117 TL</b>
<b>Pay Başına Net aktif Değer</b>	<b>2,30 TL</b>

## Sonuç

Nihai değere ulaşılırken her yönetime farklı ağırlıklar verilmiştir. Farklı ağırlıklandırmanın sebebi yöntemlerin nihai değeri yansıtmaya gücüyle alakalıdır. Yapılan çalışmada net aktif değer analizine, PD/DD ve PD/NAD çarpan analizlerine sırasıyla %50, %20 ve %30 ağırlık verilmiştir. PD/DD analizine düşük ağırlık verilmesinin sebebi GYO endeksinde işlem gören şirketlerin muhasebeleştirme metodlarında uyguladıkları farklı yöntemler sebebiyle özkaynak değerlerinin karşılaştırılabilir olmayışıdır. Bazı şirketler varlık ve yükümlülüklerini büyük ölçüde maliyet değerleri üzerinden muhasebeleştirirken, (Körfez GYO gibi) bazı şirketler ise büyük ölçüde rayiç değerleri üzerinden muhasebeleştirilmektedir.

PD/DD çarpanı yöntemine düşük ağırlık verilmesinin diğer bir sebebi ise şirketin özkaynak rakamının geçmiş yıl zararları dolayısıyla bir miktar erimiş olmasıdır. Kuveyt Türk, 11 Mart 2011 tarihinde Körfez GYO'nun başka bir inşaat firmasıyla kurmuş olduğu iş ortaklığının %25 oranındaki payını ilgili inşaat firmasının kredi borcuna karşılık olarak satın almıştır. Satın alma fiyatı İş Ortaklığı'nın gelecekteki tahmini nakit akışlarının iskonto edilmesi yöntemi ile belirlenmiştir. Kuveyt Türk, İnşaat Firması'nın İş Ortaklığına olan borcunu üstlenmesinden ötürü, bu borcu devraldığı hisselerin %8'ini Körfez GYO'ya devretmek suretiyle kapatmıştır. 23 Eylül 2011 tarihinde Kuveyt Türk ve Şirket arasında yapılan yeni bir anlaşma ile Kuveyt Türk elinde kalan toplam İş Ortaklığı hisselerinin %17'sinin tamamını şirkete devretmiştir. Bu hisse devri işlemleri sonucunda Şirket'in İş Ortaklığındaki sahiplik oranı değişmesine karşın bu devir işlemleri Şirket'in İş Ortaklığı üzerinde kontrol kaybına veya kazancına sebebiyet vermediğinden, bu işlemler özkaynak işlemi olarak değerlendirilmiş ve söz konusu iki ayrı devir işlemi neticesinde, %25 hissenin reeskont sonrası net bedeli olan 18.220.650 TL ( brüt 23.560.628 TL) ile ana ortaklık dışı payların düzelttiği tutar arasındaki fark olan 18.071.951 doğrudan özkaynaklarda geçmiş yıllar zararları kalemi altında muhasebeleştirilmiştir ve ana ortaklığın sahiplerine aittir. Fakat yapılan yeni proje geliştirme sözleşmesi itibarıyla Şirket'in sözleşmeye bağlanmış olan Kartal Projesine ait minimum 82 milyon TL alacak meblağının şirket aktifine girebilecek olması söz konusu zararı önemli ölçüde azaltabilecektir. Bu sebepten dolayı iki dönem arasında oluşabilecek değer farklılığının çok yüksek olması çarpan yöntemine ağırlık vermememize sebep olmuştur.



Yapılan değerlemeler sonucunda şirketin toplam piyasa değeri 78,36 milyon TL olarak belirlenmiştir. Bu sonuçlar altında halka arz fiyatı %27,35 halka arz iskontosu ile 1,15 TL olarak belirlenmiştir.

Halka arz işlemi %33,3 sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleşecektir. 16,5 milyon payın arz edileceği işlemde toplam halka arz büyüklüğü 18.975.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

### Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Fiyat Tespit Değerlendirmemiz

- Piyasa Çarpanları Analizi yapılırken iki örneklem kullanılmıştır. Bunlardan biri Emlak GYO hariç (Yüksek Sermaye ve Aktif büyüklüğü sebebiyle dışarda bırakılmıştır) tüm GYO'ların mevcut değerlerini baz alırken, bir diğeri ise faaliyetleri açısından Körfez GYO'ya daha çok benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin değerlerini baz almaktadır. EKGYO hariç tutulduğunda elde edilen örneklem grubunun toplam NAD'a göre iskontosu %42,5, "Benzer GYO'lar-Konut" grubunun toplam NAD'a göre iskontosu ise %58,3 seviyesindedir. Körfez GYO'nun 56.925.000 TL olan halka arz piyasa değeri, 113.790.117 TL olan net aktif değerine göre %50 iskontolu olup, bu iskonto oranı yukarıda belirttiğimiz örneklemelerin %42,5-%58,3 olan iskonto bandı aralığındadır.
- "Benzer GYO'lar-Turizm" olarak gruplandırılan şirketler, Piyasa Çarpanları Analizi'nde ağırlıklandırmaya dahil edilmemiştir. Ancak şirketin gelecekteki Güre yatırımı sonrasında GYO portföyünün Turizm ağırlıklı hale dönüşecek olması nedeniyle Turizm ağırlıklı benzer GYO şirketlerinin çarpanları da hesaplamalara dahil edilebilirdi diye düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemine göre yapılan hesaplamalarda, Net Aktif Değerleri ve bilanço verileri 30/09/2013 mali tablolarına göre hazırlanmıştır. Piyasa Değerleri ise 2014 yılı (1 Ocak-28 Şubat 2014) ağırlıklı ortalama fiyatlara göre belirlenmiştir. Arada vade uyumsuzluğu yaratmamak açısından, 2013 yıl sonu bilanço verileri ve net aktif değerlerinin kullanılması daha makul karşılanabilirdi.