



Özel ve Gizlidir

AKİŞ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Akiş GYO)

ve

SAF Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (SAF GYO)

Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

20 Eylül 2016



İçindekiler

Sunuş ve Yönetici Özeti	2
Bölüm 1 : Şirket Bilgileri	5
Bölüm 2 : Değerleme Yaklaşımı	14
- Varlık Yaklaşımı	16
- Piyasa Yaklaşımı	18
- Gelir Yaklaşımı	23
Bölüm 3 : Değerleme Sonuçları	32
Bölüm 4 : Ekler	34

SUNUŞ ve YÖNETİCİ ÖZETİ

Akiş GYO A.Ş. ve SAF GYO A.Ş. Yönetim Kurulları'na,

Akiş GYO A.Ş. ("Akiş GYO" veya "Devralan") ve SAF GYO A.Ş. ("SAF GYO" veya "Devrolan") Yönetim Kurulları, (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), SAF GYO'nun aktif ve pasifi ile birlikte mukayyet değerler üzerinden bir bütün halinde Akiş GYO'ya devredilmesi yoluyla birleştirilmesine karar vermişlerdir.

İşbu Uzman Kuruluş Raporu'nun amacı, Akiş GYO ve SAF GYO'nun şirket değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmek, her bir birleşme işlemi için birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek, birleşme ve değiştirme oranının hesaplanmasında kullanılacak yöntemin seçimi ve bu yöntemin seçilme gerekçesini ortaya koymak, birleşme ve değiştirme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş oluşturmaktır.

Her iki şirketin hisselerinin de Borsa İstanbul A.Ş. ("BİST")'de işlem gördüğü göz önünde bulundurularak, "Varlık Yaklaşımı"ni temsilen "Net Defter Değeri" yöntemi, "Pazar Yaklaşımı"ni temsilen "Piyasa Değeri" yöntemi ve gelirlerin uzun vadeli kontratlardan ve öngörülebilir gelirlerden sağlanması nedeniyle "Gelir Yaklaşımı"ni temsilen "İndiğenmiş Nakit Akışları" yöntemi, birleşme oranının hesaplanmasında kullanılacak en objektif üç farklı değerlendirme yöntemi olarak çalışmada yer almıştır.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) kapsamında hazırlanmış olup, bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu rapor SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) 8. maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Bu Rapor'un muhatabı Akiş GYO ve SAF GYO olarak kalacaktır.

Rapor'da sunulan mali veriler, Şirketlerin Yönetimleri tarafından sunulmuş olup bu verilerin uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Projede, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

İstanbul, 20 Eylül 2016
BDO Denet Bağımsız Denetim
ve Danışmanlık A.Ş.



Erdal Aslan
Sorumlu Ortak Baş Denetçi, YMM

Hazırlanış Temeli

BDO Denet Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. ("BDO Denet"), Akış GYO ve SAF GYO'nun 30.06.2016 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmek, her bir birleşme işlemi için birleşmeye taraf ortaklıkların öz kaynaklarını tespit etmek, birleşme işleminde uygulanabilecek yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranlarını hesaplamak, birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarlarını tespit etmek ("Proje") üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.

Değerleme Tarihi'nden sonra ortaya çıkabilecek strateji ve/veya fiziksel veya işgücü kaynaklarındaki değişiklikler dikkate alınmayacaktır.

Değerleme çalışmasında Akış GYO ve SAF GYO yönetimleri tarafından hazırlanan, onaylanan ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar esas alınmıştır. Temin edilen tüm mali ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Mali tabloların sorumluluğu Akış GYO ve SAF GYO yönetimlerine aittir.

Bulgularımızın, Akış GYO ve SAF GYO'ya teklif edilen işin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Projenin amacı, Akış GYO ve SAF GYO'nun şirket değerlendirme çalışmalarını gerçekleştirmek ve SAF GYO'nun Akış GYO'ya devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için birleşme ve değiştirme oranını tespit etmektir.

Raporumuz, Akış GYO ve SAF GYO'nun dahili kullanımı ve birleşme işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. Aksi durumlarda, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Böyle bir durumla karşılaşıldığı takdirde, BDO Denet hiçbir sorumluluk yüklenmeyecektir ve taraflar hakkında, bu raporun izinsiz kullanımı ve dağıtımını nedeniyle doğacak ihtilaflar için gerekli her türlü yasal işleme başvurabilecektir.

Sözleşme Şartları

Bu rapor ("Rapor") BDO Denet ile Şirketler arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 9 Eylül 2016 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup, BDO Denet'in değerlendirme ve birleşme oranı ile ilgili bulgularını beyan etmektedir.

Değerleme Tarihi ve Mali Tablolar

Değerleme, birleşme ve değiştirme oranlarının hesaplanması için esas alınan mali tablolar; Akış GYO için Başaran Nas Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş., SAF GYO için DRT Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2016 tarihli mali tablolardır. Bu tarih aynı zamanda değerlendirme tarihidir.

Birleşme Kararı

Birleşmeye taraf şirketlerden Akış GYO Yönetim Kurulu'nun 8 Eylül 2016 tarihli birleşmeye ilişkin kararı ile SAF GYO Yönetim Kurulu'nun 8 Eylül 2016 tarihli birleşmeye ilişkin kararı yine aynı gün Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanmıştır.

Kısıtlayıcı Koşullar

Raporumuz aşağıda belirtilen olası ve kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:

- Raporda aksi belirtilmediği takdirde, şirketlerin ve varlıklarının hiç bir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda, değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir. Raporda belirtilen değerlendirme tarihinden sonra doğan hukuki işlemlerden dolayı BDO Denet Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. (BDO Denet) tarafından sorumluluk kabul edilmeyecektir.
- Raporda kullanılan veriler, Şirket Yönetimi, kamu kurumları (Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu, Devlet Planlama Teşkilatı, BIST vb.), medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Raporda kullanılan mali tablolar Şirketlerin TMS/TFRS kapsamında denetimden geçmiş mali tablolarıdır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış olması durumunda, BDO Denet sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Akış GYO'nun 200.000.000 TL çıkarılmış sermayesini temsil eden pay grupları A grubu 19.422.649 adet pay karşılığı 19.422.649 TL'den ve B grubu 180.577.351 adet pay karşılığı 180.577.351 TL'den oluşmaktadır. A grubu paylar nama, B grubu paylar hamiline yazılıdır. Nama yazılı payların devri kısıtlanamaz. A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulu üyelerinin 5'i A grubu pay sahiplerinin oy çokluğuyla göstereceği adaylar arasından olmak üzere, Genel Kurul Tarafından seçilmektedir. Bahsi geçen imtiyazlar, Şirket değerine etki edecek maddi herhangi bir konu içermemektedir. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarımızda imtiyazlı payların hakları dikkate alınmamıştır.
- SAF GYO'nun 886.601.669 TL çıkarılmış sermayesi A grubu ve B grubu paylar olmak üzere ikiye ayrılmıştır. A grubu paylar nama ve B grubu paylar hamiline yazılıdır. A grubu paylar 200.000 TL Akış GYO A.Ş., 200.000 TL ise Ali Raif Dinçkök olmak üzere 400.000 TL'den oluşmaktadır. Nama yazılı payların devri kısıtlanamaz. Yönetim kontrolünün elde edilmesini sağlayan miktardaki imtiyazlı payların devri SPK iznine tabidir. Sermaye artırımlarında; A grubu paylar karşılığında A Grubu, B Grubu paylar karşılığında B Grubu yeni paylar çıkarılacaktır. Ancak, Yönetim Kurulu pay sahiplerinin yeni pay alma hakkını kısıtladığı takdirde, çıkarılacak yeni payların tümü B Grubu ve hamiline yazılı olarak çıkarılır. Şirket Yönetim Kurulu 12 kişiden oluşmaktadır ve üyelerin 4'ü A grubu pay sahiplerinin göstereceği adaylar arasından seçilmektedir. Diğer Yönetim Kurulu üyeleri ise genel hükümlere göre tespit edilecek adaylar arasından seçilmektedir. Bahsi geçen imtiyazlar, Şirket değerine etki edecek maddi herhangi bir konu içermemektedir. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarımızda imtiyazlı payların hakları dikkate alınmamıştır.

Bölüm 1

Şirket Bilgileri

Şirket Adresi

Şirket'in kayıtlı adresi Ankara Devlet Yolu Haydarpaşa Yönü 4. Km. Çeçen Sokak Acıbadem Üsküdar / İstanbul'dur.

Şirket'in Tarihçesi

Saf Gayrimenkul Geliştirme İnşaat ve Ticaret A.Ş., 20 Kasım 2000 tarihinde 595 Sayılı Yapı Denetimi Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ("KHK") kapsamında Etkin ve Sürekli Yapı Denetimi Anonim Şirketi unvanı ile kurulmuştur. 1 Temmuz 2011 tarihinde, Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından devralınmıştır. Birleşme sonucunda şirket unvanı **Saf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** olarak değiştirilmiştir. Türkiye'de giderek daha fazla önem kazanan gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren SAF GYO, ilk projesi olan Akasya Acıbadem projesi ile önemli bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketi haline gelmiştir.

Akasya Acıbadem AVM, İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Acıbadem Mahallesi, Çeçen Sokak'ta faaliyetini sürdürmektedir. E-5 (D-100) Karayolu üzerinde yer almakta olup 2014 yılı Mart ayı içerisinde faaliyete başlamıştır.

Acıbadem Akasya AVM, Üsküdar - Kadıköy ilçeleri sınırında bulunmakta olup Üsküdar Belediyesi sınırları içerisinde yer almaktadır. Çamlıca Tepesi'nin 2.500m güneyindedir. Akasya AVM Boğaziçi Köprüsü'ne 4.750m, Kadıköy'e 3.480m, Göztepe Köprüsü'ne 430m, Üsküdar'a 2.835m, 1. Çevreyolu'na 160 m, Eminönü'ne 7.160m ve Marmara Üniversitesi'ne 1.540m mesafededir.

Şirket'in portföyünde Akasya Acıbadem AVM ve Akasya Kent Etabı (5 Adet Konut, 15 Adet Ofis) dışında, Akasya Sosyal Tesis, Üsküdar'da 4 Bağımsız bölüm, Arnavutköy'de Fecir İş Merkezi, Mecidiyeköy'de 418 m² ofis ve Kocaeli ilinde Rozi Fabrika Binası bulunmaktadır.

Şirket'in hisse senetleri 2 Mart 2007 tarihinden itibaren BİST'te işlem görmektedir.

Şirket'in 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla personel sayısı 269'dur.

Şirket'in Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 886.601.669 TL olup, 30.06.2016 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Ortaklar	Oranı	Tutarı (TL)
Ali Raif Dinçkök	22,45%	199.058.018
Akiş GYO A.Ş.	19,71%	174.752.783
Ömer Dinçkök	7,03%	62.295.125
Sinpaş GYO A.Ş.	6,93%	61.431.299
Rıfat Hasan	5,40%	47.918.731
Diğer (Halka Açık Hisseler Dahil)	38,48%	341.145.713
Çıkarılmış Sermaye	100,00%	886.601.669
Sermaye Birleşme Denkleştirme Hesabı		(806.601.669)
Nominal Sermaye		80.000.000

(*)30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla SAF GYO hisselerinin %44,8'lik kısmı Borsa İstanbul A.Ş.("BİST")'de fiili dolaşımdadır.

Şirket'in Mali Tabloları

SAF GYO Bilançosu (TL)	2013	2014	2015	2016/6
DÖNEN VARLIKLAR	240.649.917	98.021.279	107.913.047	77.579.630
Nakit ve Benzerleri	66.880.588	14.748.788	21.742.872	16.618.744
Ticari Alacaklar	14.961.833	37.258.793	46.466.675	34.346.238
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	445.416	757.161	11.348.031	251.343
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	14.516.417	36.501.632	35.118.644	34.094.895
Diğer Alacaklar	7.426.680	9.141.911	39.554	41.560
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	7.182.990	9.069.938	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	243.690	71.973	39.554	41.560
Stoklar	131.868.843	13.107.484	5.092.354	5.048.160
Peşin Ödenmiş Giderler	18.286.826	4.244.932	7.326.462	4.185.080
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	970.627	227.299	520.969	109.086
Diğer Dönen Varlıklar	254.520	19.292.072	26.724.161	17.230.762
DURAN VARLIKLAR	741.100.911	1.699.268.181	1.944.613.328	1.950.975.084
Finansal Varlıklar	7.400.000	7.400.000	12.444.599	1.892.579
<i>Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar</i>	7.400.000	7.400.000	12.444.599	1.892.579
Ticari Alacaklar	87.294	29.347.360	12.003.099	8.515.987
Diğer Alacaklar	687.416	497.142	1.380.560	12.074.224
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	-	-	10.552.020
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	687.416	497.142	1.380.560	1.522.204
Peşin Ödenmiş Giderler	890.039	-	334.904	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	596.296.823	1.551.470.000	1.840.263.000	1.845.548.212
Maddi Duran Varlıklar	10.732.503	20.653.842	20.159.030	19.897.960
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	301.293	432.670	385.202	6.044.318
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	23.618	40.395	48.951
Diğer Duran Varlıklar	124.705.543	89.443.549	57.602.539	56.952.853
TOPLAM VARLIKLAR	981.750.828	1.797.289.460	2.052.526.375	2.028.554.714

Şirket'in, 31 Aralık 2013, 2014, 2015 ve 30 Haziran 2016 tarihleri itibarıyla sunulmuş olan mali tabloları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)'na göre hazırlanmış olup, bağımsız denetimden geçmiştir.

Şirket'in Mali Tabloları

SAF GYO Bilançosu (TL)	2013	2014	2015	2016/6
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	486.723.334	86.458.291	135.753.227	170.266.695
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	51.349.257	35.688.573	101.637.893	121.309.223
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	65.075	11.579.355	19.309.343	27.946.190
Ticari Borçlar	15.222.666	5.847.765	4.232.864	6.501.098
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	<i>13.490.482</i>	<i>4.518.300</i>	<i>2.935.918</i>	<i>4.142.097</i>
<i>İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	<i>1.732.184</i>	<i>1.329.465</i>	<i>1.296.946</i>	<i>2.359.001</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	83.086	94.948	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Borçlar	905.445	852.556	549.836	1.156.528
Diğer Borçlar	366.209	43.225	1.365.456	687.883
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>366.209</i>	<i>43.225</i>	<i>1.365.456</i>	<i>687.883</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	328.008	360.106	373.055	462.688
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	2.770.947	3.400.064
Ertelenmiş Gelirler	416.405.178	30.945.190	4.725.969	7.699.346
<i>İlişkili Olmayan Tarafalardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>394.603.622</i>	<i>30.942.609</i>	<i>4.725.969</i>	<i>7.699.346</i>
<i>İlişkili Tarafalardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>21.801.556</i>	<i>2.581</i>	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.081.496	1.058.435	692.916	1.103.675
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	288.337.958	525.106.182	587.908.217	519.840.092
Uzun Vadeli Borçlanmalar	273.685.192	430.124.090	479.174.156	427.403.963
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	88.871.959	92.304.003	75.908.204
Diğer Borçlar	14.289.396	5.957.103	351.014	392.890
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	363.370	153.030	272.659	304.738
Ertelenmiş Gelirler	-	-	15.806.385	15.830.297
ÖZKAYNAKLAR	206.689.536	1.185.724.987	1.328.864.931	1.338.447.927
Ödenmiş Sermaye	886.601.669	886.601.669	886.601.669	886.601.669
Sermaye Birleşme Denkleştirme Hesabı	(806.601.669)	(806.601.669)	(806.601.669)	(806.601.669)
Sermaye Düzeltme Farkları	36.467	36.467	36.467	36.467
Paylara İlişkin Primler	736.316	736.316	736.316	736.316
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	30.421.141	35.172.127	52.907.712	52.939.662
Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler*	-	-	5.044.599	1.887.579
Aktüeryal Kayıp / Kazanç	18.034	25.508	(5.692)	(5.692)
Geçmiş Yıllar Karları	111.285.346	9.226.592	942.018.984	1.170.113.579
Net Dönem Karı / (Zararı)	(15.807.768)	1.060.527.977	248.126.545	32.740.016
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	981.750.828	1.797.289.460	2.052.526.375	2.028.554.714

*Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler

Şirket'in Mali Tabloları

Şirket'in, 31 Aralık 2013, 2014, 2015 ve 30 Haziran 2016 tarihleri itibarıyla sunulmuş olan mali tabloları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)'na göre hazırlanmış olup, bağımsız denetimden geçmiştir.

SAF GYO Gelir Tablosu (TL)	2013	2014	2015	2016/6
Hasılat	8.418.515	552.555.211	193.790.215	98.869.681
Satışların Maliyeti(-)	(1.163.296)	(255.818.475)	(31.515.467)	(17.436.266)
Brüt Kar/Zarar	7.255.219	296.736.736	162.274.748	81.433.415
Genel Yönetim Giderleri(-)	(11.038.293)	(9.903.911)	(18.441.440)	(14.230.651)
Pazarlama Giderleri(-)	(4.458.200)	(20.100.116)	(11.453.758)	(6.433.433)
Esas Faaliyetten Diğer Gelirler	7.567.772	862.995.329	294.369.481	3.370.582
Esas Faaliyetten Diğer Giderler(-)	(3.009.838)	(10.005.896)	(12.401.912)	(10.255.583)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	(3.683.340)	1.119.722.142	414.347.119	53.884.330
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	13.142.245	8.430.502	10.128.382	4.420.108
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-	-	-	(8.721.346)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	9.458.905	1.128.152.644	424.475.501	49.583.092
Finansman Gelirleri	182.561	13.538.454	-	2.041.491
Finansman Giderleri	(25.449.234)	(81.026.247)	(176.160.060)	(18.893.123)
Vergi Öncesi Kar / Zarar	(15.807.768)	1.060.664.851	248.315.441	32.731.460
Dönem Vergi Gideri	-	(160.492)	(205.673)	-
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-	23.618	16.777	8.556
Net Dönem Karı / Zararı	(15.807.768)	1.060.527.977	248.126.545	32.740.016
Diğer Kapsamlı Gelir / (Gider)	18.034	7.474	5.013.399	(3.157.020)
Toplam Kapsamlı Gelir / (Gider)	(15.789.734)	1.060.535.451	253.139.944	29.582.996

Şirket Adresi

Şirket'in kayıtlı adresi Miralay Şefik Bey Sokak No: 11 K:4-5-6 Gümüşsuyu 34437 Taksim, İstanbul'dur.

Şirket'in Tarihçesi

Akış GYO, Sermaye Piyasası Kurulu'na yaptığı başvuruyla 18 Mayıs 2012 tarihinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı unvanını almıştır. Ardından 9 Ocak 2013 tarihinde BİST'te işlem görmeye başlamıştır.

Şirket'in sahip olduğu Akbatı Projesi, İstanbul Esenyurt'ta yaklaşık 250 milyon USD düzeyinde yatırım yapılarak gerçekleştirilmiş bir karma projedir.

Akbatı, alışveriş merkezi ve rezidanslarıyla bir yaşam merkezi olarak tasarlanmıştır. Toplam 242.000 m² inşaat alanına sahip Akbatı Alışveriş ve Yaşam Merkezi'nde 65.496 m² net kiralanabilir alan içinde 200'e yakın mağaza, 9 sinema salonu, dünya mutfaklarını buluşturan restoranlar, çocuk oyun/eğitim alanları ve ayrıca 5.000 kişi kapasiteli bir Festival Park yer almaktadır. 2011 Eylül ayında açılmış olan Akbatı AVYM Haziran 2016 itibari ile %98 doluluk oranına sahiptir.

Akış GYO, alışveriş merkezi yatırımlarının İstanbul genelinde yüksek seviyelere ulaşmış olması ve portföy çeşitliliği gibi stratejik nedenlerle 2014 yılından itibaren İstanbul'un Bağdat Caddesi üzerinde Şaşkınbakkal, Caddebostan, Suadiye ve Çatalçeşme semtlerinde farklı parsellerde gayrimenkul yatırımları yapmıştır. Şirket bu yatırımlarla birlikte, cadde mağazacılığı alanında aktif olarak yer almayı planlamaktadır.

Şirket'in yatırım yaptığı bölgede, büyüklükleri 900 ile 2800m² arasında değişen arsalarda ticari gayrimenkuller geliştirilecektir. Bağdat Caddesi'ndeki 4 yatırımının toplam inşaat alanının yaklaşık olarak 29000m² olması beklenmektedir. Perakende sektörünün ihtiyacına göre tasarlanacak olan gayrimenkuller Bağdat Caddesi'nin prestijine katkıda bulunacaktır. Projelerde sınırlı oranda konut ve ofis üniteleri de bulunacaktır.

Akış GYO aynı zamanda, %100 bağlı ortaklığı olan Karlıtepe Gayrimenkul Geliştirme ve Yatırım Anonim Şirketi adı altında, İstanbul İli Beykoz İlçesi Gümüşsuyu Mahallesi'nde konut ve konut+ticari imarlı olmak üzere 11.000 m² üzerinden arsa portföyüne sahiptir. Arsaların bulunduğu bölgede Beykoz Belediyesi tarafından yürütülen imar uygulaması sonrasında proje aşamasına geçilecektir. Lokasyon olarak ormana bitişik, 2. köprü'nün hemen yanında ve 3. Köprü bağlantı yollarının da geçiş bölgesinde bulunduğu Beykoz bölgesinde, özellikle 3. Köprü bağlantılarının bu bölgeden geçmesiyle gayrimenkul fiyatları artışa geçmiş durumdadır. Beykoz bölgesi, konut satış fiyatları Anadolu Yakası'nın en çok arttığı ilçeler arasında yer almaktadır.

Ayrıca Şirket, %50 ortağı olduğu Akış-Mudanya Adi Ortaklığı altında da ilerleyen dönemde geliştirmek üzere, Mudanya Bölgesi'nde kat karşılığı sözleşmeler imzalamaktadır.

Şirket'in 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla personel sayısı 73'tür.

Şirket'in Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL olup, 30.06.2016 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Ortaklar	Oranı	Tutarı
Akkök Holding A.Ş.	31,53%	63.065.857
Ali Raif Dinçkök	20,46%	40.910.344
Raif Ali Dinçkök	6,22%	12.430.497
Nilüfer Dinçkök Çiftçi	12,87%	25.741.469
Diğer (Halka Açık Hisseler Dahil) (*)	28,93%	57.851.833
Nominal Sermaye	100,00%	200.000.000

(*)30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla Akış GYO hisselerinin %24,28'lik kısmı Borsa İstanbul A.Ş.("BİST")'de fiili dolaşımdadır.

Şirket'in Mali Tabloları

Şirket'in, 31 Aralık 2013, 2014, 2015 ve 30 Haziran 2016 tarihleri itibarıyla sunulmuş olan mali tabloları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)'na göre hazırlanmış olup, bağımsız denetimden geçmiştir.

Akış GYO Bilançosu (TL)	2013	2014	2015	2016 / 6
DÖNEN VARLIKLAR	88.678.431	89.789.799	86.103.830	145.350.798
Nakit ve Benzerleri	38.996.938	47.141.892	42.563.378	85.840.590
Ticari Alacaklar	4.078.989	21.095.379	32.244.329	53.262.860
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	124.435	16.480.816	947.386	1.874
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	3.954.554	4.614.563	31.296.943	53.260.986
Diğer Alacaklar	2.087.752	1.794.588	1.885.530	1.932.476
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	2.087.752	1.794.588	1.885.530	1.932.476
Stoklar	27.394.323	6.314.353	723.920	585.746
Peşin Ödenmiş Giderler	8.610.884	4.521.989	5.621.791	3.273.246
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	55.274	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	7.454.271	8.921.598	3.064.882	455.880
DURAN VARLIKLAR	1.166.112.872	1.262.169.535	1.699.389.099	1.646.656.194
Finansal Yatırımlar	64.859.013	58.491.466	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	264.875.833	266.704.913
Ticari Alacaklar	1.314.101	916.368	59.538.704	57.123.125
Diğer Alacaklar	-	-	3.338.288	3.650.844
Stoklar	244.632.159	240.726.573	317.618.252	343.980.981
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	806.482.104	931.103.550	1.044.113.000	964.820.761
Maddi Duran Varlıklar	3.672.037	3.181.600	2.493.886	2.267.834
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	80.930	48.308	740.570	735.551
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	176.454	176.454
Peşin Ödenmiş Giderler	4.000.712	1.659.626	5.553.076	6.128.188
Diğer Duran Varlıklar	41.071.816	26.042.044	941.036	1.067.543
TOPLAM VARLIKLAR	1.254.791.303	1.351.959.334	1.785.492.929	1.792.006.992

Şirket'in Mali Tabloları

Akış GYO Bilançosu (TL)	2013	2014	2015	2016 / 6
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	430.054.239	196.098.942	277.405.433	273.300.187
Kısa Vadeli Borçlanmalar	352.881.183	113.693.265	171.073.123	164.521.939
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	41.986.230	60.255.469	90.302.452	86.058.161
Ticari Borçlar	16.389.321	15.610.231	9.518.474	7.850.842
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>15.101.941</i>	<i>13.725.488</i>	<i>7.459.578</i>	<i>5.809.404</i>
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>1.287.380</i>	<i>1.884.743</i>	<i>2.058.896</i>	<i>2.041.438</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Borçlar	430.901	462.119	296.488	231.520
Diğer Borçlar	526.380	641.463	1.077.101	12.280.145
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>526.380</i>	<i>641.463</i>	<i>1.077.101</i>	<i>12.280.113</i>
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>32</i>
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	631.559	662.111	1.239.085	1.112.622
Ertelenmiş Gelirler	17.131.591	4.757.394	571.653	1.182.275
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	77.074	16.890	51.666	62.683
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	3.275.391	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	98.347.564	327.185.202	459.128.754	458.848.654
Uzun Vadeli Borçlanmalar	98.059.135	326.811.659	458.179.619	458.112.174
Çalışanlara Sağlanan Faydalar	288.429	373.543	949.135	736.480
ÖZKAYNAKLAR	726.389.500	828.675.190	1.048.958.742	1.059.858.151
Ödenmiş Sermaye	128.200.841	200.000.000	200.000.000	200.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	143.640.036	121.840.877	121.840.877	121.840.877
Paylara İlişkin Primler	202.159	208.659	208.659	208.659
Diğer Kapsamlı Gelir veya Gider (**)	-	(3.497)	(252.352)	19.066
Diğer Kapsamlı Gelir veya Gider (*)	52.717.328	46.365.999	(48.924)	(671.249)
Ortak Yönetime Tabi İşletmeleri İçeren Birleşmelerin	(4.109.167)	(4.109.167)	(4.109.167)	(4.109.167)
Diğer Yedekler	54.696.807	54.696.807	54.696.807	54.696.807
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.888.561	20.888.561	24.871.819	33.301.617
Geçmiş Yıllar Karları	305.113.357	330.152.935	359.803.698	613.321.225
Net Dönem Karı / (Zararı)	25.039.578	58.634.016	291.947.325	41.250.316
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	1.254.791.303	1.351.959.334	1.785.492.929	1.792.006.992

* Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler

Şirket'in Mali Tabloları

Akış GYO Gelir Tablosu (TL)	2013	2014	2015	2016 / 6
Hasılat	70.957.837	91.584.244	89.825.706	37.246.966
Satışların Maliyeti(-)	(29.235.630)	(44.051.449)	(29.511.213)	(12.501.940)
Brüt Kar/Zarar	41.722.207	47.532.795	60.314.493	24.745.026
Genel Yönetim Giderleri(-)	(18.155.327)	(11.719.641)	(15.828.730)	(11.990.069)
Pazarlama Giderleri(-)	(1.369.665)	(1.302.257)	(952.559)	(404.929)
Esas Faaliyetten Diğer Gelirler	5.397.173	3.974.501	30.791.602	11.389.730
Esas Faaliyetten Diğer Giderler(-)	(4.542.723)	(3.166.055)	(25.953.853)	(9.999.067)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	23.051.665	35.319.343	48.370.953	13.740.691
Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar (*)	(5.148.533)	-	11.475.167	6.393.478
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	88.902.339	66.896.252	319.618.913	30.765.590
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(14.143.472)	(1.801.450)	(2.420.550)	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	92.661.999	100.414.145	377.044.483	50.899.759
Finansman Gelirleri	21.823.515	56.303.606	27.516.795	26.134.497
Finansman Giderleri	(88.439.178)	(97.998.457)	(112.469.607)	(35.721.257)
Vergi Öncesi Kar / Zarar	26.046.336	58.719.294	292.091.671	41.312.999
Dönem Vergi Gideri	(77.074)	(85.278)	(144.346)	(62.683)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(929.684)	-	-	-
Net Dönem Karı	25.039.578	58.634.016	291.947.325	41.250.316
Diğer Kapsamlı Gelir / (Gider)	18.034	7.474	5.013.399	(3.157.020)
Toplam Kapsamlı Gelir	25.057.612	58.641.490	296.960.724	38.093.296

*Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar

Bölüm 2

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme Yaklaşımı

Şirket Değerleme ve Yaklaşım Yöntemleri

Şirketlerin değerlemesinde temel olarak 3 yaklaşım kullanılmaktadır. Bu yaklaşımlar şunlardır:

- Varlık Esaslı Yaklaşım
- Pazar Yaklaşımı
- Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Her bir yaklaşım içerisinde, farklı değerlendirme yöntemleri ile şirket değeri tespit edilebilmektedir. Kullanılan bu değerlendirme yöntemlerinin her biri şirket değerini belirlemek üzere kendine özgü hesaplama prosedürleri içerebilmektedir.

Varlık Esaslı Yaklaşım

Şirket değerlemelerinde varlık esaslı yaklaşım, farklı varlık tipleri için kullanılan maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulanmasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar pazar değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de gözönüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketleri, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üç yöntem, benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Pazar yaklaşımında, benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır.

Gelir (İndirgeme) Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir yaklaşımı yöntemi, doğrudan gelir indirgeme ve indirgenmiş nakit akışı analizi (ve/veya temettü) yöntemidir. İndirgeme oranı, kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

Gelirin doğrudan indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, bir çok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde vergi öncesi veya vergi sonrası gelirdir.

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde nakit akımları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu nakit akımları daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Bir çok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı kullanılmaktadır.

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Yöntem veya Yöntemler

Değerleme çalışmasında özellikle gelirlerin uzun vadeli kontratlardan sağlanması ve öngörülebilir gelirlerden oluşmasından dolayı **“gelir yaklaşımı”**nı temsilen **“indirgenmiş nakit akışları analizi”** yöntemi, **“pazar yaklaşım”**nı temsilen **“piyasa değeri”** yöntemi, **“varlık yaklaşımı”**nı temsilen **“net defter değeri”** yöntemi kullanılmıştır.

Varlık Yaklaşımı**Net Defter Değeri (Özkaynak Değeri)**

Net defter değeri, genel olarak varlıkların defter değerlerinden, net borçların düşülüp diğer nakde dönüşebilen aktiflerin eklenmesi sonucu varılan değeri ifade etmektedir. Başka bir ifade ile bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. Bilançonun muhasebe defterlerine dayanması nedeniyle bu isim verilmiştir. Bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, net defter değeri uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır.

Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır. Fakat işletmenin olası tasfiye değerine veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.

Çalışmalarımızda, Şirketlerin SPK düzenlemeleri gereğince, TMS/TFRS'ye uygun olarak hazırlanmış, bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2016 tarihli mali tablolarında yer alan özkaynak tutarları dikkate alınmıştır.

TMS/TFRS uygulamaları gereği, tüm bilanço kalemlerine, bu standartlar kapsamında gerekli provizyonların ayrıldığı, gerekli düzeltmelerin AKİŞ GYO ve SAF GYO yönetimleri tarafından yapıldığı ve Türkiye Denetim Standartları kapsamında bu düzeltmelerin bağımsız denetçiler tarafından denetlendiği varsayılmaktadır. Ayrıca yatırım amaçlı gayrimenkullerin, SPK tarafından belirlenen ilkeler çerçevesinde ve listeye alınan gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından gerçeğe uygun değerleri tespit edilerek, rayiç bedel düzeltmelerinin yapıldığı ve Şirketler'in mali tablolarında gösterildiği denetlenmiş mali tabloların dipnotlarında belirtilmiştir.

Akiş GYO ve SAF GYO'nun 30.06.2016 tarihi itibarıyla TMS/TFRS esaslarınca düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş bilançolarına göre net defter değerleri aşağıdaki gibidir;

30.06.2016	SAF GYO (TL)	30.06.2016	Akiş GYO (TL)
Dönen Varlıklar	77.579.630	Dönen Varlıklar	145.350.798
Duran Varlıklar	1.950.975.084	Duran Varlıklar	1.646.656.194
Toplam Varlıklar	2.028.554.714	Toplam Varlıklar	1.792.006.992
Kısa Vadeli Yükümlülükler	170.266.695	Kısa Vadeli Yükümlülükler	273.300.187
Uzun Vadeli Yükümlülükler	519.840.092	Uzun Vadeli Yükümlülükler	458.848.654
Toplam Yükümlülükler	690.106.787	Toplam Yükümlülükler	732.148.841
Net Defter Değeri	1.338.447.927	Net Defter Değeri	1.059.858.151

30.06.2016 tarihi itibarıyla SAF GYO'nun net defter değeri **1.338.447.927 TL**, Akiş GYO'nun net defter değeri **1.059.858.151 TL** olarak tespit edilmiştir.

Varlık Yaklaşımı Sonuçları Net Defter Değeri Yöntemi Birleşme ve Değiştirme Oranları

(*) Birleşme sonrası arttırılacak sermaye tutarı, devrolan ortaklığın devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılabacaktır.

Bu nedenle, SAF GYO'nun 886.601.669 TL çıkarılmış sermayesinden Akış GYO'nun 174.752.783 TL payı düşülmüş ve arttırılacak sermaye kalan 711.848.886 TL'lik paya göre hesaplanmıştır.

(**) Akış GYO'nun SAF GYO'daki pay oranı hesaplanırken;

=174.752.783 TL / 886.601.669 TL

formülü kullanılmış ve ortaklık oranı hesaplanırken herhangi bir yuvarlama yapılmamıştır. Çıkan değer gösterim amaçlı olarak virgülden sonra 5 basamak ilerletilmiştir.

Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri

AKİŞ GYO'nun SAF GYO'daki ortaklık payı %19,71 oranındadır. Dolayısıyla, SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken Akış GYO'nun, %19,71 SAF GYO hissesine sahip olmasından kaynaklanan bir düzeltme yapılmıştır. Ortaklık oranı olan %19,71'lik pay hesaplanarak, SAF GYO'nun özkaynak değerinden ayrıştırılmıştır. Yapılan düzeltme sonrasında SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı 1.074.634.415 TL olarak hesaplanmıştır.

Net Defter Değeri Yöntemi	Devralan Akış GYO	Devrolan SAF GYO
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 (C)	886.601.669 (D)*
Özsermaye Değeri	1.059.858.151	1.338.447.927
Akış GYO'nun SAF GYO'daki Payları	19,71041%**	(263.813.512)
Birleşmeye Esas Değer	1.059.858.151 (A)	1.074.634.415 (B)

Birleşme ve Değiştirme Oranları

Aşağıdaki tabloda birleşme oranına baz teşkil edecek birleşmeye esas değer hesaplanırken iki şirket için de Net Defter Değeri yöntemi kullanılmıştır.

Net Defter Değeri Yöntemi			
Birleşme Oranı	=	$\frac{1.059.858.151 (A)}{2.134.492.566 (A+B)}$	= 49,65%
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{200.000.000 (C)}{49,65\%}$	= 402.788.347
Arttırılacak Sermaye	=	402.788.347	- 200.000.000 = 202.788.347
Değiştirme Oranı	=	$\frac{202.788.347}{711.848.886 (D)}$	= 0,28488

Bu yöntemle göre, belirtilen birleşmeye esas değerler ve sermaye dikkate alındığında, **birleşme oranı %49,65, arttırılacak sermaye 202.788.347 TL ve değiştirme oranı 0,28488** olarak hesaplanmıştır.

Net Defter Değer Yöntemi'ne göre birleşme sonrası Akış GYO'nun **sermayesi 402.788.347 TL**'ye çıkacaktır.

Pazar Yaklaşımı

Piyasa Değeri Yöntemi

Birleşmeye taraf olan Akiş GYO (AKSGY) ve SAF GYO (SAFGY), SPK düzenlemelerine ve Sermaye piyasası mevzuatı'na tabi olup; hisseleri sırasıyla 9 Ocak 2013 ve 2 Mart 2007 tarihinde borsada işlem görmeye başlamışlardır. Değerleme tarihi itibarıyla Akiş GYO ve SAF GYO'nun fiili dolaşımdaki paylarının oranı sırasıyla %24,28 ve %44,8'dir.

Piyasa değeri, hisselerin BİST'te oluşan birim fiyatının toplam hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Piyasada meydana gelen hareketler, şirketler hakkındaki haberler ve şirketlerin halka açıklık oranı gibi faktörler piyasa değerini etkilemektedir. Buna bağlı olarak, piyasa değerinin şirket değerini yansıtması şirketten şirkete değişiklik gösterebilmektedir.

SAF GYO'nun 30 Ekim 2015 tarihinde 0,124 TL ve 29 Nisan 2016 tarihinde 0,0226 TL; Akiş GYO'nun 18 Nisan 2016 tarihinde 0,150 TL kar dağıtımını yapmış olmaları nedeniyle, hisse fiyatı hesaplamalarında 'düzeltilmiş günlük ağırlıklı ortalama hisse fiyatları'nın aritmetik ortalaması kullanılmıştır.

Akiş GYO ve SAF GYO'nun birleşmeye ilişkin açıklama yapıldığı tarih olan 1 Haziran 2016 (1 Haziran 2016 dahil) tarihinden geriye dönük olarak son 12 aylık ve son 1 aylık "düzeltilmiş ağırlıklı ortalama hisse fiyatları"nın aritmetik ortalamalarına göre oluşan şirket değerleri aşağıdaki gibidir;



Ortalama Piyasa Değeri (TL)	AKSGY	SAFGY
Son 1 Aylık Ortalama	573.495.238	714.305.411
Son 12 Aylık Ortalama	461.784.375	735.494.960

Birleşme ve değiştirme oranları, son 1 aylık ve 12 aylık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama piyasa değerleri üzerinden ayrı ayrı hesaplanmıştır. Her bir ortalamaya göre hesaplanan birleşmeye esas değerler ilerleyen sayfalarda sunulmuştur.

Pazar Yaklaşımı Sonuçları
Piyasa Değeri Yöntemi
Birleşme ve Değişirme Oranları

(*) Birleşme sonrası artırılabilecek sermaye tutarı, devralan ortaklığın devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılabilecektir.

Bu nedenle, SAF GYO'nun 886.601.669 TL çıkarılmış sermayesinden Akış GYO'nun 174.752.783 TL payı düşülmüş ve artırılabilecek sermaye kalan 711.848.886 TL'lik paya göre hesaplanmıştır.

(**) Akış GYO'nun SAF GYO'daki pay oranı hesaplanırken;

= 174.752.783TL / 886.601.669TL

formülü kullanılmış ve ortaklık oranı hesaplanırken herhangi bir yuvarlama yapılmamıştır. Çıkan değer gösterim amaçlı olarak virgülden sonra 5 basamak ilerletilmiştir.

Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri (Son 1 Aylık Ortalamalar)

AKİŞ GYO'nun SAF GYO'daki ortaklık payı %19,71 oranındadır. Dolayısıyla, SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken Akış GYO'nun, %19,71 SAF GYO hissesine sahip olmasından kaynaklanan bir düzeltme yapılmıştır. Ortaklık oranı olan %19,71'lik pay hesaplanarak, SAF GYO'nun özkaynak değerinden ayrıştırılmıştır. Yapılan düzeltme sonrasında SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı 573.512.919 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri (Son 1 Aylık Ortalama)	Devralan Akış GYO	Devralan SAF GYO
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 (C)	886.601.669 (D)*
Özsermaye Değeri	573.495.238	714.305.411
Akış GYO'nun SAF GYO'daki Payları	19,71041%**	(140.792.492)
Birleşmeye Esas Değer	573.495.238 (A)	573.512.919 (B)

Birleşme ve Değişirme Oranları

Aşağıdaki tabloda birleşme oranı hesaplanırken her iki şirket için de son 1 aylık "Düzeltilmiş Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri" Yöntemi kullanılmıştır.

Piyasa Değeri Yöntemi (Son 1 Aylık Ortalama)			
Birleşme Oranı	=	$\frac{573.495.238 (A)}{1.147.008.157 (A+B)}$	= 50,00%
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{200.000.000 (C)}{50,00\%}$	= 400.006.166
Artırılabilecek Sermaye	=	400.006.166	- 200.000.000 = 200.006.166
Değişirme Oranı	=	$\frac{200.006.166}{711.848.886 (D)}$	= 0,28097

Bu yöntemle göre, belirtilen birleşmeye esas değerler ve sermaye dikkate alındığında, **birleşme oranı %50,00 artırılabilecek sermaye 200.006.166 TL ve değişirme oranı 0,28097** olarak hesaplanmıştır.

Son 1 aylık "Düzeltilmiş Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri" Yöntemi'ne göre birleşme sonrası Akış GYO'nun **sermayesi 400.006.166 TL**'ye çıkacaktır.

Pazar Yaklaşımı Sonuçları
Piyasa Değeri Yöntemi
Birleşme ve Değişirme Oranları

(*) Birleşme sonrası artırılabilecek sermaye tutarı, devralan ortaklığın devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılabilecektir.

Bu nedenle, SAF GYO'nun 886.601.669 TL çıkarılmış sermayesinden Akış GYO'nun 174.752.783 TL payı düşülmüş ve artırılabilecek sermaye kalan 711.848.886 TL'lik paya göre hesaplanmıştır.

(**) Akış GYO'nun SAF GYO'daki pay oranı hesaplanırken;

= 174.752.783TL / 886.601.669TL

formülü kullanılmış ve ortaklık oranı hesaplanırken herhangi bir yuvarlama yapılmamıştır. Çıkan değer gösterim amaçlı olarak virgülden sonra 5 basamak ilerletilmiştir.

Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri (Son 12 Aylık Ortalamalar)

AKİŞ GYO'nun SAF GYO'daki ortaklık payı %19,71 oranındadır. Dolayısıyla, SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken Akış GYO'nun, %19,71 SAF GYO hissesine sahip olmasından kaynaklanan bir düzeltme yapılmıştır. Ortaklık oranı olan %19,71'lik pay hesaplanarak, SAF GYO'nun özkaynak değerinden ayrıştırılmıştır. Yapılan düzeltme sonrasında SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı 590.525.922 TL olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri (Son 6 Aylık Ortalama)	Devralan Akış GYO	Devralan SAF GYO
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 (C)	886.601.669 (D)*
Özsermaye Değeri	461.784.375	735.494.960
Akış GYO'nun SAF GYO'daki Payları	19,71041%**	(144.969.038)
Birleşmeye Esas Değer	461.784.375 (A)	590.525.922 (B)

Birleşme ve Değişirme Oranları

Aşağıdaki tabloda birleşme oranı hesaplanırken her iki şirket için de son 12 aylık "Düzeltilmiş Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri" Yöntemi kullanılmıştır.

Piyasa Değeri Yöntemi (Son 12 Aylık Ortalama)			
Birleşme Oranı	=	$\frac{461.784.375 (A)}{1.052.310.297 (A+B)}$	= 43,88%
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{200.000.000 (C)}{43,88\%}$	= 455.758.295
Artırılacak Sermaye	=	455.758.295	- 200.000.000 = 255.758.295
Değişirme Oranı	=	$\frac{255.758.295}{711.848.886 (D)}$	= 0,35929

Bu yöntemle göre, belirtilen birleşmeye esas değerler ve sermaye dikkate alındığında, **birleşme oranı %43,88 artırılacak sermaye 255.758.295 TL ve değişirme oranı 0,35929** olarak hesaplanmıştır.

Son 12 aylık "Düzeltilmiş Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri" Yöntemi'ne göre birleşme sonrası Akış GYO'nun **sermayesi 455.758.295 TL**'ye çıkacaktır.

Pazar Yaklaşımı Sonuçları
Piyasa Değeri Yöntemi
Birleşme ve Değişirme Oranları

Piyasa Değeri Yöntemine Göre Hesaplanan Nihai Birleşme ve Değişirme Oranı

Şirketlerin birleşme oranı, son 1 aylık, ve son 12 aylık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama piyasa değerlerine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri yöntemine göre, ayrı ayrı hesaplanan birleşme oranı eşit oranda ağırlıklandırılarak birleşme sonrası sermaye, artırılabacak sermaye ve değişirme oranı tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	BDO Analizi
Değerleme Dönemi	1 Aylık	12 Aylık	Ağırlıklandırılmış
Birleşme Oranı	50,00%	43,88%	46,94%
Birleşme Sonrası Sermaye	400.006.166	455.758.295	426.066.135
Değişirme Oranı	0,28197	0,35929	0,31758
Artırılabacak Sermaye	200.006.166	255.758.295	226.066.135
Yöntem Ağırlığı	50%	50%	100%

Piyasa değeri yöntemine göre, **birleşme oranı %46,94**, **artırılabacak sermaye 226.066.135 TL** ve **değişirme oranı 0,31758** olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Değeri Yöntemi'ne göre birleşme sonrası Akiş GYO'nun **sermayesi 426.066.135 TL**'ye çıkacaktır.

Pazar Yaklaşımı

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde, değerlemeye konu olan şirket ile benzer şirketlerin verileri üzerinden hesaplanan piyasa çarpanları esas alınır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının şirket değerlerinin, değerlemeye konu şirketin değeriyle karşılaştırılmasında yaygın olarak kullanılan çarpan Piyasa Değeri/Net Defter Değeri (PD/DD) oranıdır. Çünkü, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında bağımsız bölüm satış gelirlerinin, inşaatın tamamlanması ile gelir tablosuna yansıtılıyor olması nedeni ile satış gelirlerinin gelişimi ve dolayısıyla net kar oluşumu şirketlerin geliştirdikleri projelerde inşaat tamamlanmasına bağlı olarak dalgalanmakta ve özellikle proje geliştirip satış yaparak faaliyet gösteren gayrimenkul yatırım ortaklıklarında satış gelirlerinin gelişimi (PD/Satışlar) ve net karına (PD/Net Kar) göre şirketin performansını değerlendirmek yanıltıcı olmaktadır. Öte yandan bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin raporlarına dayanan net defter değeri, gayrimenkul portföyünden kaynaklanan değerinin tespitinde daha sağlıklı ve istikrarlı bir baz teşkil etmektedir.

Birleşmeye taraf her iki şirketin de aynı sektörde faaliyet göstermesi dolayısıyla emsal alınacak şirketlerinin aynı olması ve şirketlerin bulunduğu sektör itibarıyla emsal çarpan parametresi olarak özkaynakların kullanılması nedenleriyle, “**pazar yaklaşımı**”nı temsilen “piyasa çarpanları yöntemi” kullanılarak hesaplanacak birleşme ve değiştirme oranları, net defter değeri yöntemine göre hesaplanan birleşme ve değiştirme oranları ile birebir aynı olmaktadır.

Bu nedenle raporumuzda “piyasa çarpanları yöntemi”ne yer verilmemiştir.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışı analizi yönteminde yaygın olarak, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları temel alınmaktadır. Faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarına, firmanın satış hasılatından satılan mal/hizmet maliyeti ile yönetim ve satış giderleri düşülerek ulaşılabilmektedir. Burada ele alınan nakit akışı, firmanın sermaye sağlayıcılarının tamamını (hem borç verenleri hem de ortakları) ilgilendiren nakit akışı olduğundan, iskonto (indirgeme) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan **varsayımlar** ve hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

İskonto Oranı

Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında birleşmeye taraf şirketler için ayrı ayrı hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında;

$$k_e = R_f + (R_m \times \beta) + R_u$$

formülünden hareketle Akış GYO için 13,68; SAF GYO için 13,18 olarak hesaplanan özsermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde kullanılan risksiz faiz oranı olarak, Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin ihraç ettiği 2040 vadeli USD Eurobond'un son 6 aylık getirilerinin ortalaması kullanılmıştır. Market risk primi olarak, Aswath Damodaran tarafından yayımlanan % 9,28^(*) oranı dikkate alınmıştır. Şirkete özgü risk primi, BDO uzmanları tarafından her iki şirket için de %4,5 olarak dikkate alınmıştır. Sistemik riskin göstergesi olarak ifade edilen beta; şirketler borsada işlem gördüğünden, son 1, 3, 6 ve 12 aylık oluşan betaların ortalaması alınarak tarafımızca hesaplanmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_w = (D / L_t \times k_d) + (E / L_t \times k_e)$$

formülü kullanılarak borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, Şirket'in finansmanında borcun ve özsermayenin aldığı pay dikkate alınarak ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. Borçlanma maliyetleri olarak, şirketlerin kullandığı kredilerin ağırlıklı ortalama maliyetleri esas alınmıştır. Bu varsayımlar altında şirketlerin projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri aşağıda özetlenmiştir:

(*)http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

ke özsermaye maliyeti
Rf risksiz faiz oranı
Rm market risk primi
β pazar korelasyonu (beta)
Ru şirkete özgü risk primi

ke özsermaye maliyeti
D finansal yükümlülükler
kd vergi sonrası borçlanma maliyeti
kw ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
E özsermaye
Lt toplam yükümlülükler ve özkaynaklar

Gelir Yaklaşımı**İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi (devamı)**

Dönemi	Akis Beta	SAF Beta
12 Aylık	0,4908	0,5964
6 Aylık	0,4470	0,5319
3 Aylık	0,3447	0,1085
1 Aylık	0,2421	0,0756
Ortalama Beta	0,3812	0,3281

İskonto Oranı

	Akis GYO
Risksiz Faiz Oranı (Rf)	5,64%
Market Risk Primi (Rm)	9,28%
Beta (ß)	0,3812
Şirkete Özgü Risk Primi	4,50%
Özsermaye Maliyeti	13,68%
Kaldıraç Oranı	39,55%
Borçlanma Maliyeti	5,45%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	10,42%

İskonto Oranı

	SAF GYO
Risksiz Faiz Oranı (Rf)	5,64%
Market Risk Primi (Rm)	9,28%
Beta (ß)	0,3281
Şirkete Özgü Risk Primi	4,50%
Özsermaye Maliyeti	13,18%
Kaldıraç Oranı	32,17%
Borçlanma Maliyeti	4,82%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	10,49%

Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda para birimi olarak ABD Doları (USD) kullanılmıştır. Nihai değer hesaplandıktan sonra 30.06.2016 tarihli TCMB döviz alış kuru kullanılarak TL değerlere ulaşılmıştır.

Projeksiyonun Kapsadığı Süre

Projeksiyonlar 2016/6-2022 yıllarını kapsamakta olup, 2022 yılında elde edilecek serbest nakit akışı, Şirketlerin kiralama sözleşmelerinde kira artış oranı olarak tespit edilen %3 ile büyütülerek nihai değer hesaplanmıştır.

Kurumlar Vergisi ve indirilecek KDV

Şirket Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8. maddesi 4-d bendine göre Kurumlar Vergisi'nden muaftır. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesi 6-a bendine göre ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları stopaja tabi tutulmuş olmakla birlikte, 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile stopaj oranı "0" olarak belirlenmiştir.

Bu nedenle, projeksiyon döneminde Şirket'in gelirleri üzerinden herhangi bir vergi hesaplanmamıştır.

Değerleme tarihi itibarıyla SAF GYO'nun kayıtlarında bulunan devreden KDV'nin, 2018 yılına kadar indirileceği varsayılmış ve yıllar itibarıyla hesaplanan indirilecek KDV, ilgili dönem tahmini ortalama kur ile USD'ye çevrilmiştir.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları - SAF GYO

Satışlar

Akasya Alışveriş Merkezi, 2014 yılının Mart ayında faaliyete geçmiştir. Şirket'in kiracıları ile yaptığı sözleşmeler kontrol edilmiş olup, kira bedellerinde yıllar itibarıyla %3 artış öngörülmektedir. 2016 yılı içerisinde, Amerikan Merkez Bankası (FED)'nin likidite daraltıcı uygulamalara başlayacağı ve faiz oranlarını yükselteceği beklentisi ile dolar kurunda beklentilerin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Akasya AVM'de, kira ödemeleri USD üzerinden olduğu için, yükselen dolar, gelirlerinin büyük bir kısmı Türk Lirası olan kiracıları zorlamaktadır. Bunun üzerine Akasya AVM, kira ödemelerinde kurları sabitlemek gibi önlemler almıştır. Bunun etkisi (kur sabitleme etkisi) olarak projeksiyonlara dahil edilmiştir. Kira sabitlemesi etkisinin 2017 itibarıyla %6,75 olması ve projeksiyon dönemi sonuna kadar %5 seviyesine inmesi beklenmektedir. Projeksiyon gelirler hesaplanırken, ilgili kur sabitleme etkisi dikkate alınmış ve gelirler ilgili iskontolar dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Şirket, AVM'nin muhtelif yerlerine kurulu ATM, Kiosk ve Baz İstasyonu vb. makinalardan da kira geliri elde etmektedir. Bu gelirlerin, projeksiyon dönemi boyunca AVM mağaza kira gelirlerinin %2'si olması beklenmektedir.

Şirket'in Akasya AVM dışında 2 adet taşınmazının (Fecir İş Merkezi ve Gebze Fabrika Binası) 2016 ve 2017 yıllarında satışı planlanmaktadır. Şirket'in bu iki taşınmazdan kira geliri bulunmaktadır. Fecir İş Merkezi'nin yıllık geliri yaklaşık 700 bin USD, Gebze'deki SCA Yıldız Kağıt ve Kişisel Bakım Üretim A.Ş.'ye kiralanmış fabrikanın yıllık kira geliri yaklaşık 2 milyon USD'dir. Fecir İş Merkezi'nin satış bedelinin 7,7 milyon USD, Gebze Fabrika binasının satış bedelinin 27,4 milyon USD olması beklenmektedir.

Ayrıca Şirket'in portföyünde bulunan konut stoklarının 2016 ve 2017 yıllarında satılması planlanmaktadır.

Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca tahmini satışları aşağıdaki gibidir;

SATIŞLAR (USD)	2014	2015	2016 / 6	2016/6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kira Gelirleri	48.558.558	63.572.946	32.218.794	29.265.981	60.761.326	63.105.582	65.654.637	67.746.913	69.774.344	71.817.245
-Akasya AVM Kira Geliri	47.163.958	61.286.028	31.018.640	28.488.105	58.587.670	60.849.169	63.309.945	65.318.874	67.259.818	69.258.438
-Hasılat Payı&Vale-Stant-Reklam Gelirleri	406.033	1.149.967	645.122	394.526	812.724	837.105	862.218	888.085	914.728	942.169
-ATM Kira Gelirleri	200.096	-	-	-	207.818	214.053	220.474	227.088	233.901	240.918
-Genel Gider Katkı Payı	538.085	705.980	335.877	335.211	707.935	747.499	791.306	828.862	868.201	863.936
-Sosyal Tesis Kira Geliri	117.403	330.705	169.961	-	346.777	357.181	367.896	378.933	390.301	402.010
-Diğer Kira Gelirleri	132.984	100.265	49.193	48.139	98.402	100.575	102.797	105.070	107.395	109.774
Satış Gelirleri	222.208.685	10.810.808	213.953	8.184.011	34.260.430	-	-	-	-	-
-Stok Daire Satışları	222.208.685	10.810.808	213.953	422.874	6.820.430	-	-	-	-	-
-İş Merkezi ve Fabrika Binası Satışı	-	-	-	7.761.137	27.440.000	-	-	-	-	-
Toplam Net Satışlar	270.767.243	74.383.754	32.432.748	37.449.992	95.021.756	63.105.582	65.654.637	67.746.913	69.774.344	71.817.245

Gelir Yaklaşımıİndirgenmiş Nakit Akışları - SAF GYO
(devamı)**İşletme Giderleri**

Şirket'in giderleri AVM işletme ve yönetim giderleri, AVM pazarlama giderleri, GYO yönetim giderleri, tamir bakım giderleri, emlak giderleri, tapu harçları ve çevre düzenleme¥ileme ve taahhüt giderleri olmak üzere 7 başlıkta toplanmıştır.

GYO genel yönetim giderleri, AVM işletme giderleri hesaplanırken, 2017 - 2022 yılları arasında ABD enflasyonu dikkate alınmıştır ve ortalama %2 oranında artırılmıştır. Pazarlama giderleri; yıllar itibarıyla planlanan reklam, tanıtım giderleri bütçesi esas alınarak ortalama %3 artırılmıştır. Emlak giderlerindeki ortalama yıllık artış %2,3 olarak öngörülmüştür. Şirket, kiracıları ile yaptığı sözleşmelere istinaden, işletme ve yönetim giderlerini kiracılara yansıtmamaktadır.

Çevre düzenleme, yenileme ve taahhüt giderleri için 2016 ve 2017 yıllarında ayrılan bütçe sırasıyla 2 milyon ve 6.7 milyon USD'dir.

Pazarlama ve yenileme giderleri ise, Şirket Yönetimi tarafından yıllar itibarıyla planlanan reklam, tanıtım giderleri ve AVM yenileme bütçesi dikkate alınarak projeksiyon döneminde tahmin edilmiştir.

Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucunda hesaplanan, projeksiyon dönemindeki giderleri aşağıdaki gibidir;

İşletme ve Yatırım Giderleri (USD)	2014	2015	2016 / 6	2016/6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Akasya AVM İşletme Giderleri	8.297.859	8.307.277	4.121.821	4.149.359	8.526.143	8.707.333	8.895.622	9.086.634	9.263.820	9.444.810
Akasya AVM Pazarlama Giderleri	8.891.243	4.379.673	1.574.602	1.500.000	4.000.000	3.000.000	3.090.000	3.182.700	3.278.181	3.376.526
Kent Etabı Konut Tamir Bakım Giderleri	-	481.911	78.251	82.796	156.836	149.608	143.299	-	-	-
Genel Yönetim Gid.	1.847.251	3.068.056	1.858.816	958.834	1.997.480	2.036.543	2.078.990	2.124.004	2.166.011	2.208.859
Emlak Giderleri	436.891	1.095.029	510.599	507.652	994.145	1.017.563	1.041.898	1.066.584	1.089.484	1.112.876
Tapu Harçları	1.277.068	1.048.606	466.212	1.193.788	782.387	345.351	119.266	-	-	-
Çevre Düzenleme,Yenileme ve Taahhüt Giderleri	7.900.380	9.538	96.034	1.987.105	9.152.398	-	-	-	-	-
Toplam İşletme ve Yatırım Giderleri	28.650.691	18.390.091	8.706.335	10.379.534	25.609.390	15.256.399	15.369.075	15.459.922	15.797.496	16.143.071
İşletme Faaliyet Karı	242.116.552	55.993.663	23.726.412	27.070.458	69.412.366	47.849.183	50.285.562	52.286.990	53.976.848	55.674.174

Çalışma Sermayesi

Geçmiş dönemde gerçekleşen devir hızları üzerinden, projeksiyon döneminde dönem sonu dönen varlıklar ve kısa vadeli yükümlülükler arasındaki farklardan çalışma sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde Şirket'in alacak tahsil süresi 40 gün, borç ödeme süresi 35 gün, stok devir hızı ise 20 gün olarak hesaplanmıştır. Şirket'in faaliyet dönme süresinin 25 gün, yaklaşık 1 ay olması beklenmektedir.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları
İndirgenmiş Nakit Akışları - SAF GYO
(devamı)

Projeksiyon Nakit Akışları

SAF GYO'nun projeksiyon dönemine ait nakit akışları aşağıdaki gibidir;

İNA Analizi (USD)	2016/6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Satışlar	37.449.992	95.021.756	63.105.582	65.654.637	67.746.913	69.774.344	71.817.245
İşletme Giderleri (-)	(10.379.534)	(25.609.390)	(15.256.399)	(15.369.075)	(15.459.922)	(15.797.496)	(16.143.071)
Net Faaliyet Karı	27.070.458	69.412.366	47.849.183	50.285.562	52.286.990	53.976.848	55.674.174
Çalışma Sermayesi (+/-)	4.865.307	1.580.463	6.316.443	129.604	806.135	(274.071)	88.536
İndirilecek KDV	4.475.976	12.280.684	5.615.081	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışları	36.411.741	83.273.514	59.780.707	50.415.165	53.093.125	53.702.778	55.762.710
İskonto Oranı	1,05	1,16	1,28	1,42	1,57	1,73	1,91
İndirgenmiş Nakit Akışları	34.639.980	71.699.389	46.584.559	35.556.132	33.889.408	31.023.788	29.155.086
İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	297.000.086						
2022 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	421.371.295						
Şirketin Pazar Değeri	718.371.381						
Nakit Varlıklar (+)	5.743.276						
Finansal Borçlar (-)	(225.521.005)						
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (USD)	498.593.652						
30.06.2016 USD/TL Kuru	2,8936						
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (TL)	1.442.730.591						

Açıklanan varsayımlar ve beklentiler altında SAF GYO'nun **30.06.2016** tarihi itibarıyla indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre hesaplanan değeri **1.442.730.591 TL**'dir.

Hassasiyet Analizi

Çalışmalarımız sonucunda elde edilen şirket değerinin, uzun vade büyüme oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki (AOSM) değişimlere göre değeri **1.255.272.811 TL** ile **1.686.665.680 TL** arasındadır.

Hassasiyet Analizi		Uzun Vadeli Büyüme Oranı		
		2,50%	3,00%	3,50%
	10,02%	1.480.546.343	1.576.235.322	1.686.665.680
AOSM	10,52%	1.360.893.013	1.442.730.591	1.536.273.996
	11,02%	1.255.272.811	1.325.860.780	1.405.871.556

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları - Akış GYO

Satışlar

Akış GYO, bünyesinde bulunan Akbatı AVYM'yi işletmekte ve buradan kira geliri elde etmektedir. Şirket'in kiracıları ile yaptığı sözleşmeler kontrol edilmiş olup, yıllar itibarıyla %3 artış öngörülmektedir. 2016 yılı içerisinde, Amerikan Merkez Bankası (FED)'nin faiz oranlarını yükselteceği beklentisi ile dolar kurunda beklentilerin üzerinde bir artış gerçekleşmiştir. Akbatı AVYM'de, kira ödemeleri USD üzerinden olduğu için, yükselen dolar, gelirlerinin büyük bir kısmı Türk Lirası olan kiracıları zorlamaktadır. Bunun üzerine Akbatı AVM, kira ödemelerinde kurları sabitlemek gibi önlemler almıştır. Kur sabitleme etkisinin projeksiyon döneminde ortalama %5,9 olması beklenmektedir.

Ayrıca Akış GYO, Bağdat Caddesi üzerinde, büyüklükleri 900 ile 2.800 m² arasında değişen arsalarda ticari amaçlı gayrimenkuller geliştirecektir. Bağdat Caddesi'ndeki mevcut 4 yatırımın toplam inşaat alanının 29 bin m² olması beklenmektedir. Bu bölgede geliştirilecek projelerin toplam kiralanabilir alanının 15 bin m² civarında olması beklenmektedir. Proje, perakende sektörünün ihtiyacına göre tasarlanacaktır. Bağdat Caddesi 3206 Ada 14 Parselde yer alan gayrimenkul için Beymen Mağazacılık A.Ş. ile kira sözleşmesi imzalanmıştır.

Şirket'in, Beykoz'da, rapor tarihi itibarıyla devam eden ve projeksiyon dönemi sonuna kadar tamamlanması beklenen konut projesi mevcuttur. Ayrıca Şirket'in sahip olduğu Çerkezköy arsasının yılsonuna kadar satılması planlanmaktadır.

Mevcut yatırımlarından kira gelirleri, yapılmakta olan yatırımlarından sağlanacak olan kira gelirleri, konut ve arsa satışlarından beklenen gelirlerin projeksiyon dönemindeki dağılımı aşağıdaki gibidir;

SATIŞLAR (USD)	2014	2015	2016/6	2016/6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Kira Gelirleri	31.741.975	30.447.384	12.497.481	12.234.279	28.546.578	36.640.953	39.235.440	40.750.781	42.209.678	44.317.138
<i>Akbatı AVM Kira Gelirleri</i>	24.880.716	23.894.563	12.034.234	12.234.279	24.713.244	25.625.919	26.629.918	27.428.816	28.251.680	29.212.781
<i>Bağdat Caddesi Projesi Kira Gelirleri</i>	-	-	-	-	3.833.333	11.015.034	12.605.522	13.321.966	13.957.998	15.104.356
<i>Akal Kira Gelirleri</i>	6.861.260	6.552.821	463.247	-	-	-	-	-	-	-
Satış Gelirleri	11.651.270	27.318.602	70.083.357	27.143.690	17.323.260	60.268.750	29.507.462	4.593.750	-	-
<i>Çerkezköy Arsa Satışları</i>	-	-	43.545.186	17.102.213	-	-	-	-	-	-
<i>Çamlıca Arsa Satışları</i>	-	-	26.281.157	-	-	-	-	-	-	-
<i>Bağdat Caddesi Projesi Konut Satışları</i>	-	-	-	9.204.300	13.088.700	-	-	-	-	-
<i>Akbatı&Akkoza Projesi Konut Satışları</i>	5.651.270	1.068.602	257.014	837.177	-	-	-	-	-	-
<i>Beykoz Projesi Konut Satışları</i>	-	-	-	-	4.234.560	60.268.750	29.507.462	4.593.750	-	-
<i>Arsa Satışları</i>	6.000.000	26.250.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Net Satışlar	43.393.246	57.765.986	82.580.838	39.377.969	45.869.838	96.909.703	68.742.902	45.344.531	42.209.678	44.317.138

Gelir Yaklaşımıİndirgenmiş Nakit Akışları - Akış GYO
(devamı)**İşletme Giderleri ve İnşaat Maliyetleri**

Şirket'in giderleri, yukarıda bahsi geçen projelerin dönemler itibarıyla inşaat maliyetleri, Akbatı AVYM'nin işletme giderleri, GYO yönetim giderleri, Bağdat caddesi ticari projenin işletme giderleri olarak ayrı ayrı incelenmiştir.

Projelerin ve işletme giderlerinin projeksiyon dönemindeki dağılımı aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir.

İşletme ve Yatırım Giderleri (USD)	2014	2015	2016 / 6	2016 / 6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
İşletme Giderleri	15.822.569	14.121.453	8.084.357	6.093.485	11.892.943	12.171.452	12.460.213	12.750.723	13.020.255	13.318.403
<i>Akbatı AVM İşletme Giderleri</i>	9.040.866	7.680.453	3.808.978	3.286.181	6.798.150	6.958.217	7.124.755	7.293.501	7.450.164	7.622.714
<i>Genel Yönetim ve Pazarlama Giderleri</i>	5.874.884	5.578.366	2.590.922	2.471.967	5.094.793	5.213.235	5.335.458	5.457.222	5.570.091	5.695.689
<i>Tapu&Harç Giderleri</i>	906.819	862.634	1.684.457	335.338	-	-	-	-	-	-
Yatırım Giderleri	42.806.113	22.432.515	9.526.208	15.763.188	19.319.901	11.000.000	9.900.000	-	-	-
<i>Bağdat Caddesi Projesi Yat. Harcamaları</i>	42.806.113	3.982.775	4.698.009	8.982.194	12.150.000	-	-	-	-	-
<i>Diğer Yatırım ve Altyapı Giderleri</i>	-	-	1.500.000	1.000.000	-	-	-	-	-	-
<i>Beykoz Projesi Yatırım Giderleri</i>	-	18.449.739	3.328.199	6.780.994	7.169.901	11.000.000	9.900.000	-	-	-
Toplam İşletme ve Yatırım Giderleri	58.628.682	36.553.968	17.610.565	20.856.673	31.212.844	23.171.452	22.360.213	12.750.723	13.020.255	13.318.403
Faaliyetlerden Sağlanması Beklenen Kar	(15.235.436)	21.212.019	64.970.273	16.521.296	14.656.994	73.738.251	46.382.690	32.593.809	29.189.422	30.998.735

Çalışma Sermayesi

Şirket'in çalışma sermayesi, projelerinin tamamlanma, satılma ve tahsilat süreleri göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır. Alacak tahsil süresinin, projelerinin tamamlanmasına paralel olarak kademeli olarak düşeceği, borç ödeme süresinin de aynı şekilde inşaat maliyetlerinin tamamlanmasına paralel kademeli olarak düşeceği, stok devir hızının yine inşa edilen konutların satılmasıyla birlikte azalacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında, şirketin dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülükleri arasındaki değişimden çalışma sermayesi hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı Sonuçları
İndirgenmiş Nakit Akışları - Akış GYO
(devamı)

Projeksiyon Nakit Akışları

Akiş GYO'nun projeksiyon dönemine ait nakit akışları aşağıdaki gibidir;

İNA Analizi (USD)	2016/6	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Satışlar	39.377.969	45.869.838	96.909.703	68.742.902	45.344.531	42.209.678	44.317.138
İşletme Giderleri (-)	(22.856.673)	(31.212.844)	(23.171.452)	(22.360.213)	(12.750.723)	(13.020.255)	(13.318.403)
Faaliyetlerden Sağlanan Kar	16.521.296	14.656.994	73.738.251	46.382.690	32.593.809	29.189.422	30.998.735
Çalışma Sermayesi (+/-)	(7.205.390)	(10.677.517)	31.789.048	27.838.026	14.371.487	(12.922.680)	(1.197.368)
Serbest Nakit Akışları	9.315.906	3.979.477	105.527.299	74.220.715	46.965.295	16.266.743	29.801.367
İskonto Oranı	1,05	1,16	1,28	1,41	1,56	1,73	1,90
İndirgenmiş Nakit Akışları	8.865.344	3.429.552	82.360.168	52.458.817	30.061.550	9.429.222	15.644.166
İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	212.527.687						
2022 Sonrası Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	228.111.489						
Şirketin Pazar Değeri	440.639.176						
Nakit Varlıklar (+)	29.665.673						
Finansal Borçlar (-)	(244.917.153)						
İştirak Hisse Değeri (SAF GYO) (+)	98.274.830						
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (USD)	323.662.525						
30.06.2016 USD/TL Kuru	2,8936						
Şirket Özsermayesinin Pazar Değeri (TL)	936.549.884						

Açıklanan varsayımlar ve beklentiler altında Akiş GYO'nun **30.06.2016** tarihi itibarıyla indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre hesaplanan değeri **936.549.884 TL**'dir.

Hassasiyet Analizi

Çalışmalarımız sonucunda elde edilen şirket değerinin, uzun vade büyüme oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki (AOSM) değişimlere göre değeri **831.883.312 TL** ile **1.072.343.095 TL** arasındadır.

Hassasiyet Analizi		Uzun Vadeli Büyüme Oranı		
		2,50%	3,00%	3,50%
AOSM	9,94%	959.640.730	1.011.921.985	1.072.343.095
	10,44%	891.892.342	936.549.884	987.658.149
	10,94%	831.883.312	870.359.872	914.019.947

Gelir Yaklaşımı Sonuçları İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Birleşme ve Değişirme Oranları

(*) Birleşme sonrası arttırılacak sermaye tutarı, devrolan ortaklığın devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılabacaktır.

Bu nedenle, SAF GYO'nun 886.601.669 TL çıkarılmış sermayesinden Akış GYO'nun 174.752.783 TL payı düşülmüş ve arttırılacak sermaye kalan 711.848.886 TL'lik paya göre hesaplanmıştır.

(**) Akış GYO'nun SAF GYO'daki pay oranı hesaplanırken;

= 174.752.783TL / 886.601.669TL

formülü kullanılmış ve ortaklık oranı hesaplanırken herhangi bir yuvarlama yapılmamıştır. Çıkan değer gösterim amaçlı olarak virgülden sonra 5 basamak ilerletilmiştir.

Birleşmeye Esas Özkaynak Değeri

SAF GYO'nun birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken Akış GYO'nun, %19,71 SAF GYO hissesine sahip olmasından kaynaklanan bir düzeltme yapılmıştır ve %19,71'lik pay hesaplanarak, SAF GYO'nun özkaynak değerinden ayrıştırılmıştır. SAF GYO'nun bahsettiğimiz düzeltmeye göre birleşmeye esas özkaynak tutarı 1.158.362.543 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları	Devralan Akış GYO	Devrolan SAF GYO
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 (C)	886.601.669 (D)*
Özsermaye Değeri	936.549.884	1.442.730.591
Akış GYO'nun SAF GYO'daki Payları	19,71041%**	(284.368.048)
Birleşmeye Esas Değer	936.549.884 (A)	1.158.362.543 (B)

Birleşme ve Değişirme Oranları

Aşağıdaki tabloda birleşme oranı hesaplanırken her iki şirket için de indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi				
Birleşme Oranı	=	$\frac{936.549.884 (A)}{2.094.912.427 (A+B)}$	=	44,71%
Birleşme Sonrası Sermaye	=	$\frac{200.000.000 (C)}{44,71\%}$	=	447.368.040
Arttırılacak Sermaye	=	447.368.040	-	200.000.000 = 247.368.040
Değişirme Oranı	=	$\frac{247.368.040}{711.848.886 (D)}$	=	0,34750

Bu yöntemle göre, belirtilen birleşmeye esas değerler ve sermaye dikkate alındığında, **birleşme oranı %44,71;** **arttırılacak sermaye 247.368.040 TL** ve **değişirme oranı 0,34750** olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi'ne göre birleşme sonrası Akış GYO'nun **sermayesi 447.368.040 TL**'ye çıkacaktır.

Bölüm 3

Değerleme Sonuçları

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2)'nde düzenlendiği üzere, SAF GYO ve Akış GYO'nun birleşmesi işleminde birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonucunda artırılabilecek sermaye tutarı uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş üç farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanmıştır.

SAF GYO ve Akış GYO'nun birleşmesi işleminde, birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarının belirlenmesi amacıyla, "**gelir yaklaşımı**"ni temsilen "indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi", "**pazar yaklaşımı**"ni temsilen "piyasa değeri yöntemi", "**varlık yaklaşımı**"ni temsilen "net defter değeri yöntemi" olmak üzere uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş üç farklı yöntem kullanılmıştır. Değiştirme oranı hesaplanırken bu üç yöntem ağırlıklandırılmak suretiyle dikkate alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemine; SAF GYO ve AKİŞ GYO'nun gelirlerinin büyük bir kısmının uzun süreli kira kontratlarından kira geliri olarak sağlıyor olmasından, bu gelirlerin öngörülebilir gelirlerden oluşmasından ve devam eden projelerin gelir ve maliyetlerinin şirket değerine yansıtılmasında daha isabetli olduğunu düşünüldüğünden ağırlık olarak %50 verilmiştir. Diğer iki yöntem ise eşit olarak %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Yaklaşımı	Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	BDO Analizi
30.06.2016	Net Defter Değeri	Piyasa Değeri	İNA Yöntemi	Ağırlıklandırılmış
Birleşme Oranı	49,65%	46,94%	44,71%	46,50%
Birleşme Sonrası Sermaye	402.788.347	426.066.135	447.368.040	430.091.850
Değiştirme Oranı	0,28488	0,31758	0,34750	0,32323
Artırılacak Sermaye	202.788.347	226.066.135	247.368.040	230.091.850
Yöntem Ağırlığı	25,0%	25,0%	50,0%	100%

Yukarıdaki tabloda belirtildiği üzere hesaplanan birleşme oranı **%46,50**, değiştirme oranı **0,32323** ve artırılabilecek sermaye tutarı da **230.091.850 TL** olmaktadır.

Buna göre, birleşme sonrası Akış GYO'nun **sermayesi 430.091.850 TL**'ye çıkacaktır.

Kullanılan ağırlıklandırma yaklaşımıyla birlikte, bu üç yöntem kullanılarak hesaplanan "birleşme oranı" ve "değiştirme oranı"nın adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.

Bölüm 4

Ekler

Sayın Yetkili,

İşbu raporu hazırlamak için, 2003/34 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Bülteninde duyurulan 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu beyan ederiz.

Saygılarımızla,