

Kemberburgaz Adi Ortaklığı Şirket Değerleme Raporu



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

**Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida
Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy
İstanbul
Tel : 0216 444 1 263**

24/06/2025

Rapor Bilgileri

- a) **Raporun Tarihi:** 24 Haziran 2025
- b) **Raporun Sayısı:** DRKEMERBURGAZ20250624
- c) **Raporun Türü:** Şirket Değerleme Raporu
- d) **Değerleme Para Birimi:** Türk Lirası
- e) **Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve Adresi:** Merdivenköy Mah. Bora Sok. Göztepe Nida Kule İş Merkezi No:1 Kat:17 34732 Kadıköy İstanbul
- f) **Değerlemeyi Gerçekleştiren Kişi:** Rapora konu varlığın değerlemesi Bizim Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürü İlker Şahin tarafından yapılmıştır. SPL Sicil numarası 31839 olan İlker Şahin 211071 numaralı Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahip olmakla beraber türev ürünler lisansı almaya da hak kazanmıştır.
- g) **Müşteri:** 18/10/2010 tarihinde tescil olunan İstanbul Ticaret Sicil Memurluğu'nda kayıtlı 751122 sicil numaralı, Barbaros Mah. Begonya Sk. WBC İş Merkezi No:2H Ataşehir / İstanbul adresinde mukim HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş., (bundan böyle "Halk GYO" veya "Müşteri" olarak anılacaktır).
- h) **Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Varlık ve Müşteri ile Olan İlişkisi:** Bizim Menkul Değerler A.Ş. ile Halk GYO arasında iştirak veya ortaklık ilişkisi bulunmamaktadır. BMD tarafından Halk GYO'ya 2025 yılı içinde Halk GYO'nun yatırım yapmış olduğu bir şirket için değerlendirme raporu hizmeti verilmiştir. İşbu raporla eşanlı olarak bir başka şirketin değerlendirme raporu Halk GYO için hazırlanmaktadır. Kemberburgaz Adi Ortaklığı'na (Next Level Country Projesi) BMD tarafından son üç yılda herhangi bir hizmet verilmemiş olmakla birlikte adi ortaklığın ortaklarından Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için BMD tarafından 2025 yılında şirket değerlendirme raporu hazırlanmıştır.
- i) **Değerleme Tarihi:** 31 Mayıs 2025
- j) **Dayanak Sözleşme Tarihi:** 2 Haziran 2025


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

HALK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.'ye

Kemerburgaz Adi Ortaklığı (Next Level Country Projesi) ("Kemerburgaz" veya "Adi Ortaklık" veya "Şirket") değerini içeren "Değerleme Raporu" çalışmamızı tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak beyan ederiz.

Bu değerleme çalışması Kemerburgaz Adi Ortaklığı'nın değerine gösterge olması mahiyetinde Müşteri'nin talebi doğrultusunda gerçekleştirilmiştir.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır. Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır. Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür. Değerleme çalışması bağımsızlık ve objektiflik ilkelerine bağlı kalınarak kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir. Değerleme ücreti, değerleme çalışmasının tamamlanmasından önce tespit edilmiş olup değerleme çalışmasının sonucuna veya raporun herhangi bir kısmına hiçbir şekilde bağlı değildir.

Bu değerleme çalışması kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya SPK'nın ilgili tebliği gereğince raporun sonuçlarına ihtiyaç duyan kurumlar haricinde başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır.

Finansal Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergi ile ilgili bir durum tespiti yapılmamıştır. Burada ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir. Değerlemesi yapılan varlıkların fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamış olup bu konuda herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Bu çalışmada şirket için bulunan değer alım veya satım fiyatı olarak da esas teşkil etmemektedir ve etmemelidir. Buna ilave olarak; bulunan değer üzerinden alım-satım işlemi yapılması ve/veya işlemin teminatlandırılması, bu çalışmaya dâhil edilmemiş olan birçok faktörün de göz önünde bulundurulmasını gerektirmektedir. Bizim Menkul Değerler A.Ş. alım-satım ve/veya teminatlandırma işlemlerinde herhangi bir yükümlülük veya sorumluluk kabul etmemektedir ve etmeyecektir.

Bu değerleme çalışmasında Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu verilerden ve raporlardan yararlanılmıştır. Şirketimiz, bu bilgilerin makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşamamıştır. Bununla birlikte elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğruluğuna güvenmiş olup; bu bilgilerin doğruluğu konusunda şirketimiz veya çalışanları tarafından herhangi bir beyan verilmemiştir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk da kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Raporun bütünlüğünü ve değerlemenin daha anlaşılır olmasını sağlamak adına Şirket yetkililerinin tarafımıza iletmış olduğu veriler dışında BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiş veriler de raporda kullanılmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler rapor tarihi itibarıyla geçerlidir. BMD Kurumsal Finansman Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka tahmin, yorum ve tavsiyelerde bulunabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Kurumsal Finansman Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu değerleme çalışması, Şirket ve Müşteri yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Şirket'in sahip olabileceği piyasa değeri hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Bu değerleme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlemesi yapılan şirketler ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyor kabul edilmemelidir.

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerleme yaklaşımı (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) dikkate alınmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır.

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerleme kapsamında kullanılmamıştır. Adi Ortaklık'ın proje geliştiricisi olması nedeniyle mevcut finansal verilerinin çarpan analizine uygun olmaması göz önünde bulundurularak piyasa yaklaşımı kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

Genel Varsayımlar

- Kemerburgaz Adi Ortaklığı'nın piyasa değeri, şirketin önümüzdeki dönemde üreteceği nakitlerin "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ile değerleme tarihine indirgenmesi suretiyle hesaplanmıştır.
- Değerleme çalışmalarında kullanılan projeksiyon dönemi 1 Haziran 2025 ve 2029 yıl sonu ile sınırlı tutulmuş olup değerlemeye konu olan Next Level Country Projesi'nin 2029 sonuna kadar tamamlanarak satışlarının yapılacağı varsayılmış olup 2029 yılından sonra nakit akımları hesaplanmamıştır.
- Değerlemeye ilişkin hesaplamalar, Halk GYO tarafından tarafımızla paylaşılan finansal ve operasyonel bilgiler, geleceğe dönük tahminler ve projeksiyonlara dayalı olarak yapılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak vb. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan projeksiyonlar, tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemezlikler değişikliker sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Bu rapor sadece raporun giriş kısmında belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Belirtilen amaç dışı kullanımdan dolayı bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

Raporun ilgili yerlerindeki varsayımlar sonrası 2025 yılında 2029 yılına kadar Adi Ortaklık'ın üretmesi beklenen serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi 2029'de tamamlandığı için uç değer büyüme hesabı yapılmamıştır.

Serbest nakit akımları değişken AOSM ile 31.05.2025 tarihine indirgenmiş ve Adi Ortaklık için net borç öncesi 2.583.552.390 TL projeden gelen değer hesaplanmıştır. Projeden gelen değerden 1.236.049.044 TL net borç düşülerek adi ortaklık için 31.05.2025 itibarıyla **1.347.503.346 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Kemerburgaz Adi Ortaklık'a Düşen Proje Değeri, TL	2.583.552.390
Adi Ortaklık 31.05.2025 Bilanço Borcu, TL	-1.236.049.044
Adi Ortaklık Piyasa Değeri, TL @31.05.2025	1.347.503.346

İNA Duyarlılık Analizi

Adi Ortaklık için baz senaryoda 1.347.503.346 TL İNA piyasa değeri tespit edilmiştir.

Yatırımcının projeksiyonun gerçekleşme ihtimali ve değerlemeye konu Şirket'e yatırım yaparken beklediği getiri oranına (AOSM) göre Şirketin piyasa değeri değişebilmektedir.

Öngörülen 2025-2029 projeksiyon dönemindeki fiyat ve maliyetlerin +/-%10 değişmesi ve kullanılan AOSM'nin +/-%5 bandında değişmesi durumunda Şirketin sahip olabileceği piyasa değeri duyarlılık analizi yapılarak analiz edilmiştir.

İkili parametrelere göre Şirket'in İNA piyasa değerinin yerleşebileceği aralık aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Kemberburgaz Projesi İNA Değeri Maliyet & Fiyat Duyarlılığı						
mTL	Baz Değer 1.348	Fiyatların Baz Senaryoya Göre Farkı				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Maliyetlerin Baz Senaryoya Göre Farkı	-10%	1.107	1.345	1.582	1.820	2.058
	-5%	989	1.227	1.465	1.703	1.940
	0%	872	1.110	1.348	1.585	1.823
	5%	755	992	1.230	1.468	1.706
	10%	637	875	1.113	1.350	1.588

Kemberburgaz Projesi İNA Değeri AOSM & Fiyat Duyarlılığı						
mTL	Baz Değer 1.348	Fiyatların Baz Senaryoya Göre Farkı				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
AOSM	-5,00%	1.053	1.304	1.555	1.806	2.057
	-2,50%	960	1.204	1.448	1.692	1.937
	0,00%	872	1.110	1.348	1.585	1.823
	2,50%	789	1.021	1.253	1.484	1.716
	5,00%	712	937	1.163	1.389	1.615

Kemberburgaz Projesi İNA Değeri AOSM & Maliyet Duyarlılığı						
mTL	Baz Değer 1.348	Maliyetlerin Baz Senaryoya Göre Farkı				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
AOSM	-5,00%	1.795	1.675	1.555	1.435	1.315
	-2,50%	1.686	1.567	1.448	1.329	1.211
	0,00%	1.582	1.465	1.348	1.230	1.113
	2,50%	1.485	1.369	1.253	1.137	1.021
	5,00%	1.393	1.278	1.163	1.048	934

Nihai Değer Görüşü

İşbu değerleme raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Şirket'in hizmetlerinin özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve faaliyetlerindeki verimlilik ile marka bilinirliğine dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması, faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır. Adi Ortaklık'ın proje geliştiricisi olması nedeniyle mevcut finansal verilerinin çarpan analizine uygun olmaması nedeniyle piyasa yaklaşımı kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları metodundan hesaplanan **1.347.503.346 TL** değer Halk GYO ve Adi Ortaklık'ın ortakları olan Pasifik GYO ve Pasifik İnşaat arasında imzalanması öngörülen hisse devir sözleşmesi hükümleri, kullanılan metodolojiler, sınırlamalar ve varsayımlar dahilinde Göktürk Adi Ortaklığı'nın adil ve makul piyasa değerine bir gösterge olabileceği kanaatindeyiz. Farklı varsayımlar ve ağırlıklandırmalar kullanılması halinde nihai değer değişebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Çekince

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Halk GYO yönetiminin gelecek yıllara ilişkin gerçekleşmesini beyan ettiği beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımların birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmış olup geleceğe dönük projeksiyonların ve bu projeksiyona baz oluşturan varsayımların Halk GYO ve Adi Ortaklık yönetiminin öngördüğü şekilde gerçekleşmemesi halinde Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak herhangi bir sorumluluk almamız mümkün değildir.

Kemerburgaz Adi Ortaklığı'nın Next Level Country Projesi özelinde faaliyet gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda geçmiş dönem finansal ve operasyonel verileri bulunmamakta ve dolayısıyla gelecek dönem beklentileri geçmiş verilerle kıyaslanamamaktadır.

Bu raporda hesaplanan değerler birçok varsayım ve parametreye bağlı olup kullanılan varsayım ve parametrelerde yaşanabilecek değişiklikler şirketin değeri üzerinde aşağı ya da yukarı yönlü etkide bulunabilir. Nakit akımları tahmin edilirken Halk GYO ve Şirket yetkilileri ile istişare edilmiş, varsayımların üzerinden geçilmiş ve Şirket yönetiminin beyanlarına istinaden gelir/gider parametreleri nakit akım tahmininde kullanılmıştır.

Gerçekleşen sonuçlar ve finansal projeksiyonlar çoğu zaman birebir uyumsuz, tahmin edilenle gerçekleşen veriler farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemezlikler sebep olur. Bu nedenle değerleme çalışmamız 2025 ve sonraki yıllara ilişkin finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

24 Haziran 2025

