

YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Uzun Vadeli Derecelendirme Notu: TR **BBB**
Kısa Vadeli Derecelendirme Notu: TR **A2**

Istanbul 29.06.2012

Mali Veriler

(31 Aralık 2011)

(1000 TL)
Toplam Varlıklar 1.049.669
Özkaynaklar..... 201.145
Net Kar 14.644

Portföy Değeri 587.992
Piyasa Değeri245.000

Derecelendirme Uzmanı:

Sanem Kabaklıç

sanem@turkrating.com

**İstanbul Uluslararası
Derecelendirme Hizmetleri
A.Ş.**

Büyükdere Caddesi 159.4

Zincirlikuyu

34394 İstanbul

www.turkrating.com

Tel: (212) 272 0144

Faks: (212) 211 3456

Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Yeşil GYO) kredi notu uzun dönem TR BBB, kısa dönem TR A2, firmanın konut piyasasında güçlü bir oyuncu olmasını ve çoğunluğu ilk kez ev sahibi olan müşteriler ile yapılan sözleşmelere bağlı olarak yüksek kazanç beklentisini yansıtmaktadır. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO) şirketi olan Yeşil GYO, 1.049 milyon TL aktif büyüklük ile 23 GYO arasında 6. sıradadır. Yeşil GYO 2011 yılında 291,6 milyon TL ciro yapmış ve 14,6 milyon TL kâr elde etmiştir. Yeşil GYO, Büyükçekmece bölgesinde (Atatürk havaalanına 15 km) farklı parsellerde 4 etap ve 14.000 konuttan oluşan Innovia projesi ile Türkiye'nin önde gelen konut projesi geliştiricilerindendir. Tahmini yatırım değeri 1,2 milyar dolar olan Innovia projesi adı ile uyumlu olarak özellikleri itibariyle innovasyon getiren bir proje olmuştur. Bu projenin yanı sıra, Yeşil GYO'nun portföyünde başka küçük projeleri de bulunmaktadır. 1997 yılında İhlas GYO olarak kurulan firma 1999 yılından beri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir. 2006 yılında Engin Yeşil ve Rudolph Younes tarafından satın alınmış olan şirket, 2006 ile 2011 yılları arasında devam eden küçük projelerin tamamlanması dışında neredeyse atıl kalmıştır. 2010 yılının sonunda Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama A.Ş.'nin (Yeşil Yapı) Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Y&Y GYO) ile birleşmesi sonucu ortaklık yapısı değişmiş ve sermayesi 24,1 milyon TL'den 235,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Y&Y GYO olan ünvanı 30 Mart 2011 tarihi itibariyle Yeşil GYO olmuştur. Bugünkü yapısı ve mali gücü bu birleşmeden sonraki dönemde oluşmuştur. 2007 yılında başlamış olan Innovia Projesi, 2011 yılından itibaren ivme kazanmıştır ve satışların kârı ancak 2011 sonunda mali tablolara yansımaya başlamıştır. Mevcut satış anlaşmaları çerçevesinde konutların teslimi ile oluşacak satış hasılatları 2013 ve daha sonraki yıllarda Yeşil GYO'nun mali performansını güçlendirecektir.

Yeşil GYO, şirketin ana ortağı olan Engin Yeşil'in Yönetim Kurulu Başkanlığında, ve Genel Müdür Işık Gökçaya'nın yönetiminde tecrübeli ve yetkin bir profesyonel ekip tarafından yönetilmektedir. Bu güçlü yönetimin varlığı firmanın kredi notunu yükselten faktörlerden biridir. Kurumsal yönetim ilkelerine özen gösteren Yeşil GYO yönetimi, kurumsallaşmayı sürdürmeye kararlıdır. Şirket Türkiye'de kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptıran ilk ve tek GYO'dur. Bütün GYO'lar gibi, Yeşil GYO da Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) ayrıntılı kurallarına uyumun sonucu olarak şeffaf bir yapıya sahiptir.

Turkrating'in derecelendirme notu, yönetim stratejileri ve mevcut veriler çerçevesinde Yeşil GYO'nun mali gücünde geleceğe yönelik beklentilerimizi yansıtmaktadır. Her yıl ilâve 3000 konutun tamamlanması ile 2012 ve 2013 yıllarında Yeşil GYO'nun aktif büyüklüğünün yıllık %10 büyümesi beklenmektedir. Yeşil GYO'nun başarılı iş modelinin devamlılığı, şirketin uzun dönem derecelendirme notunun yükseltilmesini sağlayacaktır. 2011 yılsonu itibariyle, şirket bilançosunda konutların tapularını teslim tarihinde satış geliri olarak kaydedeceği 4925 müşteriden alınmış 636,5 milyon TL avans tutarı bulunmaktadır. Innovia projesi sona erdiğinde, Yeşil GYO'nun aktif büyüklüğünde, pek çok inşaat şirketinde görüldüğü üzere bir küçülme yaşanabilir. Kira gelirine dayalı bir GYO modeli olmadığı ve gayrimenkul geliştirici stratejisini sürdürdüğü sürece bilanço büyüklüğünde iniş çıkışlar olabilecektir. Buna mukabil, Yeşil GYO kira gelirine dayalı GYO'ların taşıdığı kur riskini taşımamaktadır. Türkiye'de konut inşaatı sektöründe yaşanabilecek ciddi bir küçülme, önümüzdeki yıllarda Yeşil GYO gelirleri üzerinde tehdit oluşturarak, şirketin derecelendirme notunun düşürülmesine neden olabilecektir.

SWOT Analizi

Güçlü Yönleri ve Fırsatlar

- Bitirilmiş projeler olması
- Personelde devamlılık olması ve profesyonel yönetim kadrosu
- Farklı müşteri kesimi – orta gelirli sınıfa hitap eden konut yapması
- Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş.'nin güçlü bir mali yapıya sahip olması

Fırsatlar

- İnşaat sektörünün büyüme ivmesi
- İnşaat sektörünü canlandırabilecek olan yeni yasal düzenlemeler

Zayıf Yönleri

- Sınırlı geçmiş mali performansa sahip olması

Tehditler

- Konut talebini düşürücü nitelikte makro ekonomik durumun değişimi
- Sektörde arz fazlası oluşması
- Tahsilat riski – Konut alanların senetlerini ödeyememeleri
- İnşaat sektörü ile ilgili yeni vergi yükleri (KDV)

Gayrimenkul Ortaklıkları ve Yasal Çerçeve

GYO sektörü SPK'nın ayrıntılı düzenlemelerine tabi ve profesyonel kadrolarla yönetilen bir sektördür. Her ne kadar dört GYO banka iştiraki konumunda ise de bu sektör inşaat ve müteahhitlik sektörlerinin bir alt sektörü olarak değerlendirilebilir. İnşaat sektöründeki firmalardan en büyük farkı, şeffaf, paydaşlarına hesap veren, kurumsal yönetim ilkelerini önemseyen yönetim yapıları ve SPK denetimine tabi olmalarıdır. GYO ların rekabet gücünün sektör verilerine göre değerlendirilmesi mümkün değildir. Farklı coğrafyalarda farklı portföyler yöneten GYO ların rekabet alanı daha çok inşaat ve müteahhitlik şirketleridir. İnşaat sektörünün verileri de rekabet gücünün değerlendirilmesi açısından yeterli boyutlarda değildir.

2011 sonu itibarıyla ülkemizde 23 GYO bulunmakta ve SPK'nın en son verilerine göre (Eylül 2011) konsolide olmayan toplam aktifleri 18.742 milyon TL, toplam piyasa değerleri 12.7 milyon TL (6.8 milyon Dolar) dir. Türkiye'de Sermaye Piyasası Kanununa göre faaliyet göstermekte olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO'lar), gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmektedirler. 1 Ocak 2010 tarihinde asgari halka açıklık oranları %49'dan %25'e düşürülmesi üzerine sayıları hızla 14'den 23'e yükselmiştir. 2009 yılında toplam varlık değerleri henüz 4,7 milyar TL iken Emlak Konut GYO'nun 2010 ortalarında halka arzı ile 2010 sonunda toplam varlık değerleri 17.2 milyar TL'ye yükselmiştir. GYO'lara "0" kurumlar vergisi uygulaması, pek çok inşaat grubunu GYO'laşmaya özendirilmektedir. Halen çok sayıda GYO'nun halka arz için SPK'ya başvuru yapıyor olması sektörün hızla büyüyeceğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde İstanbul Belediyesi gibi kuruluşların da GYO kurmaları beklenmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarında yapılan düzenlemelerle ilk kez hukuk sistemimize girmiştir. 22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile de GYO'ların faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esasları düzenlemiştir. Her ne kadar tebliğ GYO'ların, a) belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli kurulmalarına, b) turizm ve sağlık gibi belirli bir alanda yatırım yapmak amacıyla süreli ve süresiz kurulmalarına veya c) amaçlarında belirli bir sınırlama olmaksızın, süreli veya süresiz olarak kurulmalarına izin vermekte ise de halen faaliyette bulunan GYO'ların tümü amaçlarında herhangi bir sınırlama olmaksızın ve süresiz olarak kurulmuşlardır. Her GYO'da sermayenin asgari %20'si oranında pay sahibi olan bir Lider sermayedar bulunması ve çıkarılmış sermayelerinin asgari %25'inin üç ay içerisinde halka arz edilmesi zorunludur.

28.07.2011 tarih ve 28008 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan bir tebliğ değişikliği ile portföy tablolarının kamuya açıklanması ile ilgili uygulama değiştirilmiş, portföy tablosu uygulaması 30.06.2011 tarihi itibarıyla sona erdirilmiştir. Buna mukabil, portföy bilgileri 30.09.2011 tarihinden itibaren finansal raporlarda yer almaktadır. SPK'nın son yayınladığı Haziran 2011 tarihli istatistikler GYO'ların portföylerinin %62 gayrimenkul varlıklarından, %22 gayrimenkul projelerinden, %16 sermaye piyasası araçlarından oluştuğunu göstermektedir. Geçmiş yıllarda kurulan GYO'lar daha çok kira getirili yatırımlara öncelik tanımış olmalarına karşın son yıllarda GYO'laşan gruplar daha çok proje geliştirici niteliktedirler. Son olarak 12.05.2012 tarih ve 28290 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Tebliğ değişikliği (Seri: VI, No: 33), portföyün tanımına yeni bir anlayış getirmiştir. Bu değişikliğe göre portföy, "Ortaklığın aktifinde bulundurulanan gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı projeler, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları, borsa para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası veya yabancı para cinsinden mevduat katılma hesapları ile iştiraklerden ve Kurulca uygun görülen diğer varlıklardan oluşan malvarlığıdır". Böylece, GYO'lar belediyelere ait yap-işlet devret projelerinde AVM, otel gibi yatırımların üst haklarının 30 yıldan kısa süreli üst haklarını portföylerine dahil edebilecekler.

Bütün GYO'lar muhasebe standartlarına tam olarak uymakta, finansal tablolarını, sermaye piyasası mevzuatının standart finansal tablo ve raporlarla ilgili Seri:XI, No:1 "Mali tablo ve raporlara ilişkin ilke ve kurallardaki tebliği"; Seri:XI, no:3 "Ara mali tablolara ilişkin ilke ve kurallardaki tebliği"; Seri:XI, No:5 "Mali tablo ve raporlara ilişkin ilke ve kurallara ilişkin ek tebliği"; ve Seri: XI, No:29 "Sermaye piyasasında finansal raporlamaya ilişkin esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlamaktadırlar.

İnşaat Sektörü ve Konut İnşaatı

İnşaat sektörü 2009 yılından sonra çok yüksek bir ivme kazanarak, 2010 yılında %18,3, 2011 yılında %11,2 büyüme kaydetmiştir. Bu yıllarda kısmen faizlerin düşmesi, kısmen de gelirlerin artmasına bağlı olarak büyüyen konut talebi aynı zamanda demografik ve sosyo-ekonomik pek çok faktörün etkisindedir. Talebi belirleyici faktörlerin yanı sıra, arzı belirleyici, özellikle arsa üretimini geliştirici yeni gelişmelerin de etkisi olmuştur. Bu gelişmelerin başında TOKİ'nin hasılat paylaşımı modelinin kullanımı gelmektedir. Aynı zamanda Yeşil GYO'nun modelinde görülen konut karşılığı arsa temini gibi modeller kullanılmıştır. Diğer taraftan, konut bedellerinin maket üzerinden peşin satılabilmesi pek çok projede finansman sorununa çözüm getirmiştir. 2012 yılında GSMH'nın büyüme hızında önemli ölçüde yavaşlama görülmekte, 2011 yılında %8,5 olan büyüme haddinin %3-4'lere düşmesi beklenmektedir. İnşaat sektöründe de bir yavaşlama olması ve büyümenin %5'lere düşmesi kaçınılmazdır. Konut sektörü dışında, özellikle altyapı inşaatları alanında pek çok yeni projenin varlığı (3. boğaz köprüsü, yeni havaalanları, İzmit Körfezi Otoyolu gibi), liman, marina, otel ve AVM yatırımlarının devamı inşaat sektöründe çok sert bir iniş olmayacağını göstermektedir. Toplam inşaat sektörünün %75'ini oluşturan konut inşaat sektöründe de henüz talepte çok ciddi bir daralma gözlenmemektedir.

2012 yılında yasalaşan 3 politika değişikliğinin inşaat sektörünü canlandırılacağı söylenmektedir. Bu yasalar Nisan ve Mayıs 2012 aylarında çıkarılmış olmakla beraber henüz uygulamalarına ilişkin pek çok belirsizlik bulunduğu gibi GYO'lara etkilerinin sınırlı olacağı düşünülmektedir. Bu yasalar;

- a) 2B yasası olarak bilinen 6292 sayı ve 26.04.2012 tarihli "Orman Köylülerinin Kalkınmalarının Desteklenmesi ve Hazine Adına Orman Sınırları Dışına Çıkarılan Yerlerin Değerlendirilmesi ile Hazineye ait Tarım Arazilerinin Satışı Hakkında Kanun".
- b) Kamuoyunda kentsel dönüşüm olarak bilinen 6306 sayı ve 31.05.2012 tarihli "Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkındaki Kanun".
- c) Yine kamuoyunda mütakabiliyet yasası olarak bilinen ve yabancıların Türkiye'de gayrimenkul edinmesini sağlayacak 6302 sayı ve 04.05.2012 tarihli "Tapu Kanunu ve Kadastro Kanununda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun" .

Diğer taraftan, Haziran 2012 de KDV oranlarında yapılan bir değişikliğin konut fiyatlarını artırarak konut talebinde azalmaya yol açması ve sektörü olumsuz etkilemesinden endişe edilmektedir. 21.06.2012 tarihinde çıkarılan "Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" 150 metrekaresinin altındaki konut satışlarında uygulanmakta olan %1 KDV oranını yürürlükten kaldırarak, 1.06.2012 tarihinden sonra ruhsat alan yapılarda KDV oranını, arsa veya vergi değeri ile bulunduğu yer kriterlerine göre belirlenmesinde Bakanlar Kurulunu yetkili kılmıştır.

Tablo 1. İnşaat sektörünün Temel Göstergeleri

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GSMH'da Payı (%)	6,4	6,5	5,9	5,2	5,7	5,8
Yıllık Büyüme (%)	18,5	5,7	-8,1	-16,1	18,3	11,2
İstihdamdaki Payı (%)	5,7	5,8	6,1	6,1	6,3	7,1

Kaynak : TUIK

Merkez Bankası Türkiye Yeni Konut Fiyat Endeksine göre 2011 yılında konut fiyatlarında artış %10.32 olmuş. 2011 yılında enflasyonun %10.34 olduğu dikkate alındığında reel artış olmadığı görülmektedir. GYODER-Reidin konut endeksleri de konut fiyatlarında reel olarak büyük bir artış olduğunu kanıtlamamaktadır.

Tablo 2'de görüleceği üzere 2011'in son çeyreğinde konut satışlarında yükselme olmasına rağmen 2012 yılının ilk çeyreğinde satışlar düşmüştür. 2012'nin ilk çeyreğinde İnşaat ruhsatlarında görülen %5'lik artış ise yeni konut projelerinde yavaşlama olmadığını kanıtlamaktadır. Yıllar itibarıyla inşaat faaliyetlerinde yaşanan volatilité Tablo 3 de görülmektedir.

Tablo 2. 3-Aylık ve Yıllık Konut Satışları (Birim)

	2008	2009	2010	2011	2012
1.Ç.	112.168	108.861	85.857	91.071	96.092
2.Ç.	113.088	194.743	90.270	107.308	
3.Ç.	109.333	111.913	83.697	101.754	
4.Ç.	92.516	116.229	97.517	118.867	
Toplam	427.105	531.746	357.341	419.000	

Kaynak : TUIK

Tablo 3. Yapı Kullanma ve İnşaat Ruhsatları (Konut Sayısı)

	İnşaat Ruhsatı	Yapı Kullanma Ruhsatı	İnşaat Ruhsatı Artışı (%)	Yapı Kullanma Ruhsatı Artışı (%)
2004	330.446	164.994	-	-
2005	546.618	249.816	65,4	51,4
2006	600.387	295.389	9,8	18,2
2007	584.955	326.484	-2,6	10,5
2008	503.565	357.286	-13,9	9,4
2009	518.475	469.981	3,0	13,1
2010	916.504	429.591	58,7	-13,0
2011	645.655	549.920	-21,6	56,5
1. Ç 2011	111.150	106.487	-	-
1. Ç 2012	116.684	109.488	5,0	2,8

Kaynak : TUIK

2011 yılında yapı ruhsatlarında bina ve daire sayısı ile değer açısından önemli ölçüde daralma olmuştur (Tablo 4). Buna mukabil daha önceki yıllarda alınan yapı ruhsatlarının tamamlanması ile yapı kullanma izni verilen daire sayısında %56,5, yüzölçümünde %52,8 ve değerinde %73,8 artış kaydedilmiştir. 2012 yılının 1. çeyreğinde yapı kullanma izinlerinde büyük ölçüde yavaşlama görülmekle birlikte henüz sektörde daralma görülmemektedir.

Tablo 4. Yapı Ruhsatları ve Yapı Kullanım İzin Belgelerinde Yıllık Artışlar (%)

	Yapı Kullanma İzin Belgesi		Yapı Ruhsatı	
	2011.2010	1.Ç 2012. 1.Ç 2011	2011.2010	1.Ç 2012. 1.Ç 2011
Bina Sayısı	49,3	-3,6	-22,1	-10,1
Yüzölçümü (1000 m2)	52,8	2,0	-23,2	19,7
Değer (TL mio)	73,8	12,6	-13,0	34,7
Daire Sayısı	56,5	2,8	-21,6	5,0

Kaynak: TUIK

Benzer Şirketlerin Tanımlanması

Yeşil GYO'nun peer grubu analizinde, GYO'ların 2011 yılı aktif büyüklükleri, piyasa değerleri ve gelirlerin ağırlıklı olarak konut satışından elde edilmesi kriterleri esas alınmıştır. 2011 yılı aktif büyüklüğü açısından 6. sırada olan Yeşil GYO'nun peer grup içerisinde Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Torunlar), Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Sinpaş) ve aktif büyüklüğü açısından kendisinden küçük olmakla birlikte konut satışı yapan Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Kiler) ve Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Alarko) karşılaştırılabilir konumunu değerlendirmek açısından benzer şirketler olarak seçilmişlerdir.

Bütün GYO'ların finansal tabloları Sermaye Piyasası Kurulunca yayımlanan finansal raporlama standartlarına göre düzenlenmektedir.

Tablo 5. 2011 yılında GYO'ların Sıralaması (Milyon TL)

	GYO	Aktif Büyüklüklerine Göre*	Piyasa Değerlerine Göre**	Sermaye Büyüklüklerine Göre***
1	Emlak Konut GYO	7.514	5.450 (1)	2.500 (1)
2	Torunlar GYO	3.943	975 (2)	224 (6)
3	Sinpaş GYO	1.846	702 (4)	600 (4)
4	Akfen GYO	1.219	294 (7)	184 (7)
5	İş GYO	1.161	654 (5)	600 (3)
6	Yeşil GYO	1.050	245 (8)	235 (5)
7	Kiler GYO	451	235 (9)	88 (16)
8	Reysaş GYO	366	138 (12)	170 (8)
9	TSKB GYO	341	89 (14)	150 (10)
10	Alarko GYO	235	188 (10)	11 (23)
11	Pera GYO	220	52 (22)	89 (15)
12	Atakule GYO	200	87 (15)	84 (17)
13	Martı GYO	191	69 (18)	110 (11)
14	Vakıf GYO	189	147 (11)	105 (12)
15	Doğuş GYO	189	128 (13)	94 (14)
16	Nurol GYO	179	69 (19)	40 (20)
17	Akmerkez GYO	167	706 (3)	37 (22)
18	Egs GYO	131	13 (24)	50 (19)
19	Özderici GYO	116	84 (17)	100 (13)
20	YKKRY GYO	105	56 (20)	40 (21)

Kaynak: * ve *** Şirketlerin mali tablolarından derlenmiştir. ** HSBC Databank

Şirket Profili

Yeşil GYO, 2011 yılsonu itibarıyla 1.049 milyon liralık aktif toplamı ile halka açık GYO'lar arasında 6. sıradadır. Yeşil GYO'nun piyasa değeri, 2011 yılsonu itibarıyla 245 milyon TL, çalışan sayısı 28'dir. Mayıs 2012 sonunda piyasa değeri 235 milyon TL'dir. Firmanın geçmişi 1997 yılında kurulmuş olan İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye (İhlas GYO) dayanmaktadır. İhlas GYO, 23 Aralık 1997 yılında gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla İhlas Holding A.Ş.'nin iştiraki olarak kurulmuştur. 1999 yılında %49'u halka arz edilerek, hisse senetleri İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. İhlas GYO olarak, Güzelşehir Villalar projesi, Marmara Evleri 1. ve 2. etap, Tarabya Konakları ve Armutlu Tatil köyü gibi projeleri tamamlamıştır.

Ağustos 2006'da Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri A.Ş. (Yeşil İnşaat) ve Rudolph Younes ortaklığı, %69,31'i halka açık olan İhlas GYO'nun, İhlas Holding'e ait %30,69 hissesini 15,9 milyon TL karşılığında satın almış ve şirket unvanı Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Y&Y GYO) olarak değiştirilmiştir. Aralık 2010'da Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama A.Ş. (Yeşil Yapı) tüm aktif ve pasifleri ile Y&Y GYO'ya devir olmuş ve Mart 2011'de şirketin unvanı Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Yeşil GYO) olarak değiştirilmiştir. Devredilen Yeşil Yapı'nın o tarihte 602 milyon TL'lik aktif içinde en büyük pay 251,6 milyon TL kısa ve uzun vadeli ticari alacaklar kalemine aittir. Ticari alacakları 213,5 milyon TL ile stoklar ve 115,5 milyon TL ile verilen avanslar kalemi izlemektedir. Kaynak kalemlerinde ise en

büyük pay 481,6 TL ile alınan avanslara aittir. Bu kalemi 32,5 ile finansal borçlar takip etmektedir. Birleşme sonrası Yeşil GYO'nun sermayesi 24,1 milyon TL'den 235,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu devir işlemi ile firma, piyasa değeri açısından sektördeki konumunu 11. sıradan 7. sıraya yükseltmiştir.

Tablo 6. 30.06.2010 tarihli Birleşme Bilançosu

YYGO VE YEŞİL YAPI BİRLEŞME	YYGO	YEŞİL YAPI	KONSOLİDE
DÖNEN VARLIKLAR	11.980.774	449.657.000	461.637.774
Ticari Alacaklar	82.297	112.703.000	112.785.297
Stoklar	7.643.414	213.487.000	221.130.414
Diğer Dönen Varlıklar	1.121.741	115.477.000	116.597.741
DURAN VARLIKLAR	9.216.506	152.673.000	161.889.506
Ticari Alacaklar	-	138.905.000	138.905.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7.290.000	-	7.290.000
TOPLAM VARLIKLAR	21.197.280	602.330.000	623.527.280
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	136.075	393.867.000	394.003.075
Finansal Borçlar	-	32.541.000	32.541.000
Ticari Borçlar	71.088	17.238.000	17.309.088
Diğer Borçlar (alınan avanslar)	-	294.816.000	294.816.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.987	49.272.000	49.336.897
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	80.511	205.942.000	206.022.511
Diğer Borçlar (alınan avanslar)	-	186.839.000	186.839.000
ÖZ KAYNAKLAR	20.980.694	2.521.000	23.501.694
Ödenmiş Sermaye	24.151.319	2.500.000	235.115.706
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	-	-	-208.464.387
Hisse Senedi İhraç Primleri	2.576	-	2.576
Geçmiş Yıllar Kar.Zararları	-2.181.459	8.125.000	5.943.541
Net Dönem Karı.Zararı	-991.742	-8.104.000	-9.095.742
TOPLAM KAYNAKLAR	21.197.280	602.330.000	623.527.280

Firma strateji olarak, projelerinde orta gelir grubuna yüksek kalitede konutları, ortak alanlarıyla birlikte sunmayı benimsemiştir. İnnovia projesine 2007 yılında Yeşil Yapı firması ile başlanmış ve 2010 yılındaki birleşme sonucunda, proje, Yeşil GYO bünyesine alınmıştır. Şirketin müşteri portföyünün %95'inin ilk evi olması, ödemelerin düzenli yapılmasına ve bu sayede firmanın tahsili gecikmiş alacaklarının %1'in altında kalmasını sağlamıştır. Bugüne kadar anlaşmayı iptal etme oranı %9 seviyelerinde olmuştur. Senetlerinin takibi amacıyla özel bir yazılım programı kullanılmaktadır. Şirketin iş modeli, kat karşılığı arsa temin edilerek ve kısmen peşin tahsilât yapılarak gerçekleştirilen projeler üzerine kurulu olduğu için bugüne kadar yüksek borçlanma gerektirmemiştir. Esas olarak konutun yapımı süresince tahsil edilen senetlerle finanse edilen ve inşaatı grup şirketine yaptırılan konutların bedeli, alıcılara teslim edildiğinde gelir kaydedilmektedir. Bu nedenle satış sözleşmesi ile gelirin "satış hâsılatı" olarak muhasebeleştirilmesi arasında 2-3 yıl olabilmektedir. Satış sözleşmesi alternatiflerinde çeşitlilik, hedef kitlesinin ilk-konut sahibi olması, inşaat üzerindeki kontrol gücü ve esnekliği Yeşil GYO'nun güçlü yönleridir. Şirketin orta ve düşük gelir gruplarına hitap etmesi talep yönündeki oynaklıklardan olumsuz etkilenmesini sınırlandırmaktadır. Buna karşın, Yeşil GYO dış koşullardaki gelişmelere belirli bir kırılganlık taşımaktadır. Hedef kitlenin olumsuz ekonomik koşullarda, özellikle işsizlik oranlarındaki olası artışlarda, yükümlülüklerini yerine getirememe olasılığı, yönetimin riskleri kontrol etme yeteneğine rağmen bir risk teşkil etmektedir.

Birleşme sonrasında halka açıklık oranı %10'un altına inen firma Sermaye Piyasası Kurumundan (SPK) halka açıklık oranını yasal asgari %25 oranına getirmek için 1 yıllık süre almıştır. Mayıs 2012 itibari ile fiili dolaşım oranı %24 ve 03.04-06.06.2012 tarihleri arasında halka açıklık oranı %21.269'a yükselmiştir. Yeşil GYO, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği (GYODER) ve Urban Land Institute (ULI) üyesidir.

Projeler

Güzelşehir Projesi – Büyükçekmece İlçesi'nde, deniz kıyısından yaklaşık 500 metre uzaklıkta E-5 karayoluna cepheli olan Güzelşehir projesi, 550.000 m2 alana kurulu 843 ikiz villa ve 1 AVM içinde 12 adet işyerinden oluşmaktadır. Y&Y GYO 2005 yılında 27 adet villa ve AVM'deki 12 işyerini portföyüne katmıştır. 2010 yılsonu itibariyle portföydeki

villalardan 25 tanesi satılmış, kalan 2'si 2011 ilk çeyreğinde satılmıştır. 2011 yılsonu itibarı Güzelşehir AVM'ler Yeşil GYO portföyündedir.

İnnovia Projesi - Esenyurt Beylikdüzü'nde, şehir merkezine 25 km, havaalanına ise 15 km uzaklıkta geniş sosyal olanakları ile Innovia Projesi yaklaşık 15000 kişinin yaşadığı 14.000 adet konut ve ticari ünitelerden oluşmaktadır. Yüksek standartlı bir proje olmasının yanında, konumu, ulaşım kolaylığı ve tamamlanmış alt yapısı ile Innovia projesinin pazarlaması konut talebinin yüksek olduğu bir döneme de rastlamıştır. Innovia projelerinin inşaat durumu ise şöyledir: 1. Etap inşaatı ve satışı tamamlanmıştır, 2. etap 1. faz satışları devam etmektedir, 2. etap 2. faz, 3. ve 4. etapların inşaatı devam etmektedir. 2011 yılsonu itibarı ile 8.735 konut satışı gerçekleştirilmiştir. 2012 yılında ise 3000 adet konut satışı tahmin edilmektedir.

Tablo 7. Innovia yıllık satış rakamları (Adet)

2007	2008	2009	2010	2011	2012*
399	254	2267	3115	2700	3000

*Yönetim tahmini

Firma iş modeli gereği kat karşılığı olarak arsaları temin etmekte ve arsa sahiplerine tamamlanan projelerden payı oranında daire vermektedir. Tablo 8 detayları göstermektedir.

Tablo 8. Stoktaki daire rakamları

Aralık 2010				Aralık 2011			Mart 2012		
	Proje Toplamları	Yeşil GYO'ya Ait Daireler	Stokta Kalan Daireler	Proje Toplamları	Yeşil GYO'ya Ait Daireler	Stokta Kalan Daireler	Proje Toplamları	Yeşil GYO'ya Ait Daireler	Stokta Kalan Daireler
1.Etap	1073	896	74	1073	896	58	1073	896	57
2.Etap	3682	3004	629	3682	3004	271	3682	3004	251
3.Etap	3452	3025	389	3452	3025	277	3452	3025	208
4.Etap	4624	4100	4100	4624	4100	2674	3794	3243	1365

Kaynak : Firmanın faaliyet raporlarından alınmıştır.

Yeşil GYO ayrıca Tekirdağ Barbaros Mahallesi'nde 8.166 m2 bir arsaya sahiptir.

Yatırımı Başlayan Projeler

Körfez Projesi : İzmit'in Körfez ilçesi Yarımcı mahallesinde, Anadolu otoyolunun kuzeyinde, 120.238 m2 arazi üzerine 208 adet 2 katlı müstakil villa ve 96 adet 3 katlı bloklarda teras bahçeli toplam 192 adet konut yapılacaktır. Taşıyıcı sistem olarak çelik karkas ve bölme duvarlarda ise kompozit tuğla kullanılacaktır. Proje kapsamında ayrıca sosyal binalar, çocuk oyun alanı, spor sahaları bulunacaktır; ticari ünite olmayacaktır. Körfez projesi yapımı grup dışında bir müteahhit firmaya ihale edilmiştir.

Planlanan Projeler

Silivri Projesi : Silivri projesinde sözleşme imzalanmıştır, proje tapu devri aşamasındadır. İstanbul'un Silivri ilçesi Çanta-Fatih mahallesinde yaklaşık 80 dönüm arazinde üzerine, kesinleşmemiş olmakla birlikte, 160 adet villa ile 200 apartman konut inşa edilecektir. Taşıyıcı sistem olarak çelik karkas ve bölme duvarlarda ise kompozit tuğla planlanmaktadır. Proje kapsamında ayrıca sosyal binalar, çocuk oyun alanı, spor sahaları bulunacaktır; ticari ünite olmayacaktır.

Şirket Performansı

2008 yılında başlayan global kriz sonucu nakit sıkışıklığı yaşayan Amerikalı ortak Rudolph Younes şirkete nakit desteği sağlayamaması nedeni ile sermaye artırımına katılamamıştır. Bu nedenle 2008-2010 yılları arasında şirket büyüme stratejisi olarak daha tutucu bir politika izlemek zorunda kalmıştır. Bu süreçte İhlas GYO'dan devir alınan projeler

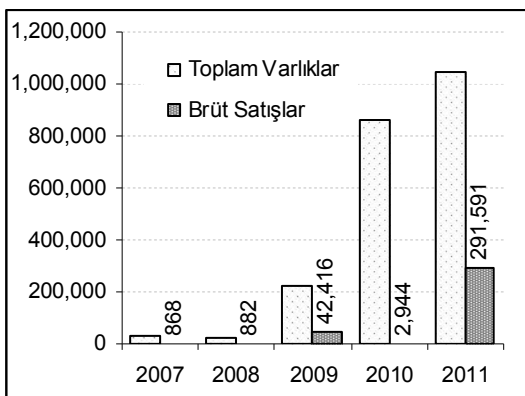
tamamlanmış, ancak yeni projelere girilmemiştir. Y&Y GYO'nun sektördeki konumunu daha iyi bir noktaya getirmek amacıyla 07.04.2010 yılında yapılan yönetim kurulu toplantısında Yeşil Yapı firması ile birleşme kararı verilmiş, ancak birleşme sürecinin 30.12.2010 tarihinde gerçekleşebilmesi nedeni ile firma 8 ay gibi bir süre kaybetmiştir. Birleşme sonrasında Innovia projesi Yeşil GYO portföyüne dâhil olmuş ve firma bir büyüme trendine girmiştir.

Tablo 9. Yeşil GYO Özet Mali Tablo (1000 TL)

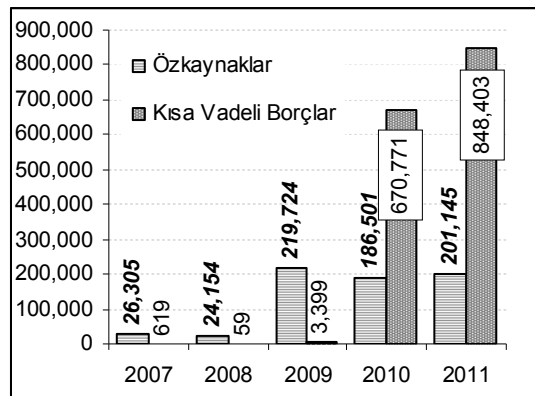
	2007	2008	2009	2010	2011
Dönen Varlıklar	16.189	13.520	131.517	679.413	861.629
Stoklar	11.245	10.605	90.142	399.176	388.854
Ticari Alacaklar	383	0	1.693	118.348	221.433
İlişkili Taraflara Verilen Avanslar	33	720	9.168	92.569	180.597
Diğer Dönen Varlıklar	884	381	6.994	50.006	61.977
Duran Varlıklar	10.749	10.720	92.035	180.902	188.040
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8.417	8.040	72.900	11.432	16.841
Ticari Alacaklar	0	0	0	167.470	168.046
Toplam Varlıklar	26.938	24.241	223.552	860.315	1.049.669
<i>Varlıklardaki büyüme (%)</i>	-	-10%	822%	285%	22%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	619	59	3.399	670.771	848.403
Finansal Yükümlülükler	42	0	0	38.860	115.786
Alınan Avanslar	466	0	2.740	578.433	636.513
İlişkili taraflarla ilgili Borçlar	0	0	0	34.045	60.708
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	28	428	3.043	121
Özkaynaklar	26.305	24.154	219.724	186.501	201.145
Brüt Satışlar	868	882	4.241	2.944	291.591
<i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>	-	2%	381%	-31%	9806%
Faaliyet Karı . Zararı	-2.273	-2.196	-15.703	-3.219	15.350
Vergi Öncesi Kar . Zarar	-1.440	-2.151	-21.815	-3.104	14.645
Net Kar . Zarar	-1.440	-2.151	-21.815	-3.104	14.645

2011 yılı sonunda Yeşil GYO'nun toplam varlıkları 1.049 milyon TL ve brüt satışları 291,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. Toplam varlıkların %40'ı (stoklar) devam eden projelerin inşaat maliyetini yansıtmaktadır. Yeşil GYO'nun diğer GYO larda görülen yatırım amaçlı gayrimenkulleri sınırlıdır. 2011 sonunda 201,1 milyona ulaşan özkaynakları toplam varlıkların %20 sini oluşturmaktadır.

Şekil 1. Toplam Varlıklar ve Satışlar (Bin TL)



Şekil 2. Özkaynaklar ve Kısa Vadeli Borçlar (Bin TL)



Yeşil GYO'nun gelirleri ağırlıklı olarak (2011 %91; 2010 %100) konut satışından oluşmaktadır. Geliştirilen projeler "önce sat sonra inşa et" modeli ile gerçekleştirilmektedir. Şirketin son beş yılı dikkate alındığında görece istikrarlı bir büyüme içinde olduğu gözlenmektedir. Yönetim yeni projeler ile büyümeyi sürdürmeyi hedeflemektedir. Sektörün lokomotifleri olarak görülen inşaat sektörünün 2012 yılında da en az %5 büyümeye devam edeceği düşünüldüğünde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları açısından da büyümenin devam edeceği öngörülebilir.

2008 yılında başlayan global kriz sonucu nakit sıkışıklığı yaşayan Amerikalı ortak Rudolph Younes'ın firmaya destek sağlayamaması nedeni ile firmanın mali tablo kalemlerinde düzelme ancak 2010 yılında gerçekleştirilen birleşme sonrası başlamış, bu nedenle firmanın mali performansının karşılaştırılabileceği yeterli bir "background" oluşmamıştır.

Yeşil GYO'nun bugünkü konumunu geçmişinden gelen iki ayrı şirket kültürü çerçevesinde değerlendirmek gerekmektedir. Bunlardan biri, Şirketin İhlas GYO'dan gelen GYO geçmişi, diğeri Yeşil İnşaat'tan gelen girişimci.geliştirici geçmişidir. Yönetim ağırlıklı olarak İhlas GYO'nun mirası, gayrimenkul portföyü ise Yeşil İnşaat'ın katkısıdır. İhlas GYO zamanında satış gelirlerinin yanında, GYO'ların asıl faaliyeti olan kira geliri kısmen de olsa elde edilmiştir. Y ve Y GYO zamanında ise hiç kira geliri elde edilmemiştir. Yeşil Yapı firması ise gayrimenkul varlığı ve proje geliştirici yönü ile şirketi güçlendirmiştir. Kira gelirlerinin toplam gelirlerinin %0,1'i seviyesinde kalması nedeni ile firmanın gelirlerinin ve aktif büyüklüğünün yıllar itibari ile inişli çıkışlı seyir izleyeceği düşünülmektedir.

Kârlılık

Yeşil Yapı, birleşme öncesinde Innovia projesindeki konutlardan bir kısmının satış sözleşmesini gerçekleştirmiş olduğundan, iki şirketin birleşmesi sonrasında gerçekleşen daire teslimleri ile beraber Yeşil GYO'nun satış gelirleri 2011 yılında 98 kat artmış göstermektedir. Gelirlerin % 98,8'i konut, ticari alan ve arsa satış gelirlerine dayalıdır. 2011 yılında 291,6 milyon TL ciro elde eden firmanın, dönem karı 14,6 milyon TL dir. Mali tablolarda yeterli kârlılık gözlenmemekle birlikte, Yeşil GYO'nun ürettiği projelerin, proje bazında şirket kârlılığına 2013 yılından itibaren olumlu yansımaları beklenmektedir. Teslim tarihinde, dairenin satış bedelinin önemli bir kısmının alıcıdan tahsil edilmesine rağmen, konutların ancak tapu tesliminde gelir kaydedilebilmesi nedeniyle yapımı devam eden ve tamamlanan projelerin kârlılığı mali tablolara cari yılda aynı ölçüde bire bir yansımamaktadır. Şirketin, geçmiş yıllar kârlılığının düşük olması, gelecek yıllar için yüksek kârlılık performansı öngörülebilirliğini kısıtlamaktadır. İnşaat sektöründe, gelecekte maliyetlerin artış yönünde değişmesi olasılığı, kârlılık üzerinde olumsuz bir risk taşımaktadır. Yeşil GYO, birleşme sonrasında kâr etmeye başlamıştır. Ancak, Yeşil GYO'nun kâr rakamı peer gurubu şirketlerin kâr rakamlarının altındadır.

Tablo 10. Net Kâr (TL)

	2009	2010	2011
Alarko GYO	8.387.313	5.989.846	31.229.378
Kiler GYO	--	15.234.097	54.199.034
Sinpaş GYO	-18.135.832	61.014.128	148.757.356
Torunlar GYO	535.641.000	214.245.000	177.312.000
Yeşil GYO	-2.181.459	-3.104.471	14.644.527

*Alfabetik sıraya göre dizilmiştir.

2007-2010 yıllarında, ortalama aktif getirisi (ROAA) eksi rakamlarda iken 2011 yılında %1,5'e yükselmiştir. 2007 yılından beri süre gelen zarar rakamı 2011 yılında 14,6 milyon TL'lik kâra dönüşmüştür. Firmanın faaliyet giderleri de, firmanın büyüme trendine girmesi nedeni ile artış göstermiştir. Faaliyet giderleri pazarlama ve satış giderleri ve personel giderlerinden oluşmaktadır. Personel giderleri 2010 yılında %228 artış göstermesi personel sayısının 12'den 28'e yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Pazarlama ve satış giderlerindeki 81 katlık artışın %60'ı 2011 yılı içindeki reklam giderlerinden kaynaklanmaktadır.

Tablo 11. Yeşil GYO kârlılık rasyoları

	2009	2010	2011
Ort. Kira Geliri . Ort. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller(%)	0,0	0,0	3,5
Brüt Kar Marjı (%)	-403,9	-1242,0	44,8
Net Faaliyet Marjı(%)	-37,0	-109,3	5,3
ROAA (%)	-0,6	-0,4	1,5
ROAE (%)	-6,2	-1,1	5,1
Genel Yönetim Giderleri . Faaliyet Karı	-124,6	-105,3	70,9
Net Kar Marjı (%)	-51,4	-105,5	5,0

Peer grup karşılaştırmalarına bakıldığında, ROAA açısından Yeşil GYO'nun peer grubu GYO'lara göre çok düşük aktif kârlılığı ile çalıştığı görülmektedir. Ortalama özkaynak getirisi (ROAE) açısından ise Torunlar GYO ile aynı durumda olmasına rağmen, diğer peer grubu şirketlere kıyasla özkaynak getirisi hayli düşüktür.

Tablo 12. Kârlılık Rasyoları Açısından 2011 Yılında Peer Grubu Karşılaştırması

	YEŞİL	TORUNLAR	SİNPAŞ	KİLER	ALARKO
Ort. Kira Geliri . Ort. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller(%)	3,5	3,7	0,0	15,8	16,6
Brüt Kar Marjı (%)	44,8	177,0	67,6	55,7	357,0
Net Faaliyet Marjı(%)	5,3	46,3	21,0	30,5	28,4
ROAA (%)	1,5	5,0	7,7	12,3	13,9
ROAE (%)	5,1	5,0	10,0	16,0	10,2
Genel Yönetim Giderleri . Faaliyet Karı	70,9	18,2	13,5	13,9	56,6
Net Kar Marjı (%)	5,0	108,8	21,4	19,8	158,5

Gelir Yaratma Gücü ve Borç Ödeme Kapasitesi

Her ne kadar kısa vadeli varlıklar kısa vadeli borçları karşılar gözüксе de, kısa vadeli varlıkların yapısı incelendiğinde %45'inin stoklardan (stokların %96'sı ise inşaat maliyetlerinden), %26'sı ticari alacaklardan %21'inin ilişkili taraflara verilen avanslardan, %7'sinin diğer dönen varlıklardan ve %0,7'sinin nakit ve nakit benzeri kalemlerinden oluştuğu görülmektedir. Bu sebeple faaliyetlerini düşük işletme sermayesi (Yeşil GYO: 13 milyon TL, Peer grup ort.243 milyon TL) ile sürdüren Yeşil GYO, nakit ihtiyacını banka kredileri ve alınan sipariş avansları vasıtasıyla karşılamaktadır. Banka kredilerinin teminatında şirket gayrimenkulleri üzerine ipotek, çek-senet teminatı ve Engin Yeşil ve Yeşil İnşaat firmalarının kefaletleri gözükmektedir.

Tablo 13. Yeşil GYO Nakit Akım Oranları

	2009	2010	2011
EBITDA faiz karşılama oranı (%)	-	-	25,50
Faaliyetlerden Sağlanan Nakit / Top. Borç (%)	-	0,01	-0,64
Serbest Nakit Akışı / Toplam Borç (%)	-	-3,47	-0,54
Faaliyetlerden sağlanan nakit /Yatırım Harcamaları (%)	0,68	0,03	10,42

Tablo 14. Peer Grup 2011 Nakit Akım Oranları Karşılaştırma

	YEŞİL	TORUNLAR	SİNPAŞ	KİLER	ALARKO
EBITDA Faiz Karşılama Oranı (%)	25,50	2,39	9,33	13,52	-
Faaliyetlerden Sağlanan Nakit / Top. Borç (%)	-0,64	0,11	-0,72	-0,25	-
Serbest Nakit Akışı / Toplam Borç (%)	-0,54	0,35	0,11	0,11	-
Faal. Sağlanan Nakit /Yatırım Harcamaları (%)	10,42	-1,20	6,39	3,66	-0,64

Sermaye Yapısı ve Mali Politikalar

Şirketin 2008-2009 yıllarında sermaye artırımını yapamamış olması büyüme hedefini de olumsuz etkilemiştir. Aralık 2010'da Yeşil Yapı ile birleşme sonucunda ödenmiş sermaye 24,1 milyon TL'den 235,1 Milyon TL'ye yükselmiş ancak geçmiş yıl zararlarından dolayı özkaynaklar ancak 186,5 milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2011 yılında 14,6 milyon TL kar elde etmesi sonucu özkaynakları 201,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Önümüzdeki dönemde mevcut sermaye tavanı dâhilinde (1.000.000.000 TL) sermaye artırımını yapılması planlanmaktadır. Şirketin kâr dağıtım politikası, kazancı tekrar işe yatırarak hisse değerini arttırmak şeklindedir.

Peer grup firmalarının özkaynak yapısına bakıldığında, Yeşil GYO'nun peer grup içinde en yüksek özkaynak.ödenmiş sermaye oranına sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 15. Peer Grup Şirketlerinin Sermayeleri (Milyon TL)

	Ödenmiş Sermaye			Özkaynaklar		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Alarko GYO	11	11	11	193	198	228
Kiler GYO	70	70	87	94	109	267
Sinpaş GYO	400	500	600	863	937	1,051
Torunlar GYO	176	224	224	1,805	2,369	2,533
Yeşil GYO	33	235	235	22	187	201

Şirketin kullandığı banka kredilerinin kısa vadeli olduğu gözlenmektedir. Firmanın banka kredisi rakamları 2011'de 2010 yılına göre %298 artış göstermiştir. 2011 yılı itibarı ile 3 aydan 1 yıla kadar vadeli varlıklar toplamı, toplam varlıkların % 38'ini oluşturmaktadır. Aynı vadedeki kaynakların toplam kaynak içindeki payı ise %10'dur. Kredilerinin % 11'i 3 aya kadar vadeli, %89'u 3 aydan 1 yıla vadeli. Kredilerinin % 55,5'i rotatif kredidir. Firma diğer GYO'lara göre düşük kâr ve kısıtlı net işletme sermayesi ile çalışmaktadır. Ancak toplam yükümlülüklerinin arasında banka borçlarının oranının düşük olması ve son mali dönemde gösterdiği kârlılık sayesinde faiz ödeme gücü yüksektir. Özkaynakların ve kârlılığın artırılması ve nispeten daha güçlü bir işletme sermayesi oluşturulması şirketin mali yapısını güçlendirecektir.

Tablo 16. Yeşil GYO Finansal Yapı Oranları

	2009	2010	2011
Toplam Finansal Borç / Toplam Sermaye* (%)	0,00	4,52	9,93
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	0,00	4,52	9,93
Uzun Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	0,00	0,00	0,00
Toplam Yükümlülükler / Toplam Sermaye (%)	0,05	78,32	72,81
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar (%)	1,74	361,29	421,84
Özkaynaklar / Toplam Finansal Borç (%)	0,00	479,93	173,72
Özkaynaklar / Toplam Aktifler (%)	3,03	21,68	19,16

*Toplam Sermaye : Özkaynaklar+KV Finansal Borçlar+UV Finansal Borçlar

Tablo 17. Peer Grup Finansal Yapı Oranları Karşılaştırması 2011

	YEŞİL	TORUNLAR	SİNPAŞ	KİLER	ALARKO
Toplam Finansal Borç / Toplam Sermaye* (%)	9,93	21,80	12,41	27,70	0,00
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	9,93	5,80	4,22	24,70	0,00
Uzun Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	0,00	16,10	8,19	3,00	0,00
Toplam Yükümlülükler / Toplam Sermaye (%)	72,81	28,00	41,43	69,10	3,04
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar (%)	421,84	55,69	89,76	69,10	3,04
Özkaynaklar / Toplam Finansal Borç (%)	173,72	229,88	372,11	154,20	0,00
Özkaynaklar / Toplam Aktifler (%)	19,16	64,23	52,70	59,14	97,05

*Toplam Sermaye : Özkaynaklar+KV Finansal Borçlar+UV Finansal Borçlar

Finansal Esneklik

Yeşil GYO 1-3 ay vadeli alacaklarının %39'unu 1-3 ay vadeli kredilerle, 3 ay – 1 yıl vadeli alacaklarını ise %61'ini 3 ay – 1 yıl vadeli kredilerle finanse etmektedir. Fonlamanın %55,5'i rotatif kredi, % 40,6'sı murabaha kredisi ve %3,9'u taksitli kredi şeklindedir. Yönetim yeni projelerin finansmanında tahvil ihracı, seküritizasyon ve sukuk gibi sermaye piyasası araçlarından da yararlanmayı planlamaktadır. Yeşil GYO'nun çalıştığı bankaların nakit kredi limiti tahsisini ipotek karşılığı yaptığı, müşteri senetlerine ise yüksek marj uyguladığı görülmektedir.

Şirketin faaliyetlerinden yarattığı serbest nakit akışı peer grup firmaların altındadır. İnşaat şirketine verdiği avansların kısa vadeli banka kredileri ile finanse edilmek zorunda kalması, bankaların ise bu kredilerde genelde ipotek ve kişisel kefalet dâhil her tür teminat talebi, kısa vadeli geleneksel banka finansmanı olanağını sınırlandırmaktadır. Özkaynaklarının banka borçlarının yaklaşık 1,7 katı olması her ne kadar şirkete finansal esneklik sağlıyorsa da, banka borçlarının hem kısa vadeli olması ve hem de portföyündeki gayrimenkullerin ipotekleri karşılığında alınmış olması

esnekliğini azaltmaktadır. Şirket yönetimi likiditenin artırılması amacıyla Yeşil İnşaat'ın portföyünde bulunan nakit üretme potansiyeli yüksek bazı projeleri Yeşil GYO'nun portföyüne katmayı planlamaktadır. Diğer taraftan Yeşil GYO'nun bankalar nezdinde kullanabileceği kredi limitlerinin olması da finansal açıdan esneklik sağlamaktadır.

Tablo 18. Likidite Oranları

	2009	2010	2011
Likit varlıklar*	2.352	18.889	5.990
Toplam Finansman**	842.657	667.434	842.657
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Toplam Aktif (%)	0,32	1,34	1,30
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Toplam Finansman (%)	805,48	3,18	1,65
Ort. Özkaynaklar / Ort. Toplam Finansman (%)	7524,66	31,22	25,67
Ort. Ticari Alacaklar / Ort. Toplam Aktif (%)	0,02	7,47	17,79
Net İşletme Sermayesi	128.118	8.642	13.226
Net İşletme Sermayesi Oranı (%)	17,66	1,00	1,26
Likidite Oranı (%)	74,17	20,46	26,81
Nakit Oranı (%)	69,00	3,00	0,71
Cari Oran (%)	38,69	101,00	101,56

* Likit Varlıklar : Nakit ve Menkul Kıymetler'den oluşmaktadır.

**Toplam Finansman : Finansal Borçlar, Ticari borçlar ve Alınan avanslardan oluşmaktadır.

Şirketin düşük işletme sermayesi ile çalışmasından dolayı likidite rasyoları da düşük seyretmektedir. 2010 yılından 2011 yılına bir miktar yükselme gözükse de firmanın rasyoları sektörün çok altında kalmaktadır.

Tablo 19. Peer Grup Likidite Oranları Karşılaştırması 2011

	YEŞİL	TORUNLAR	SİNPAŞ	KİLER	ALARKO
Likit varlıklar*	5.990	655.585	45.330	15.473	127.420
Toplam Finansman**	842.657	1.403.861	918.821	181.094	4.729
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Aktifler (%)	1,30	15,31	3,02	2,90	37,11
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Toplam Finansman (%)	1,65	49,10	6,89	5,24	803,51
Ort. Özkaynaklar / Ort. Toplam Finansman (%)	25,67	219,95	124,48	77,28	2048,26
Ort. Ticari Alacaklar / Ort. Aktifler (%)	17,79	1,15	5,44	2,00	0,07
Net İşletme Sermayesi	13.226	452.877	378.994	110.016	167.647
Net İşletme Sermayesi Oranı (%)	1,26	11,00	19,00	24,00	71,00
Likidite Oranı (%)	26,81	186,24	33,56	20,03	2136,84
Nakit Oranı (%)	0,71	168,79	8,11	9,52	2133,98
Cari Oran (%)	101,56	216,60	167,83	167,72	2907,69

* Likit Varlıklar : Nakit ve Menkul Kıymetler'den oluşmaktadır.

**Toplam Finansman : Finansal Borçlar, Ticari borçlar ve Alınan avanslardan oluşmaktadır.

İMKB tüm endeksinin %22,9 düştüğü 2011 yılında Yeşil GYO'nun hisseleri %52,5 düşüş göstermiştir. Peer grup firmalarının hisse senedi performansları ile Yeşil GYO'nun hisse senedi performansı karşılaştırıldığında hepsinin 2011 yılında değer kaybettiği ve İMKB Tüm endeksi ile paralel hareket ettiği görülmektedir. Bununla birlikte Peer Grup şirketler son yıllarda nakit veya bedelsiz hisse şeklinde temettü dağıtmışlardır.

Tablo 20. Peer Grup Hisse senedi performansı

	31.12.2010	31.12.2011	Değişim (%)
ALARKO	16,53	16,15	-2,32
KİLER*	6,3	2,75	-56,35
SİNPAŞ	1,68	0,99	-41,04
TORUNLAR	6,24	3,97	-36,40
YEŞİL	2,19	1,04	-52,51
İMKB Tüm	66843	51517	-22,93
İMKB GYO	36063	29849	-17,23

Tablo 21. Yeşil GYO hisse senedi performansı

YEŞİL GYO	Yıl başı	Yıl sonu	Değişim(%)	GYO Endeksi	İMKB Tüm
2009	0,34	0,32	-3,4	131,2	95,4
2010	0,32	2,19	576	27,7	29,0
2011	2,19	1,04	-52,5	-17,2	-22,9

*Kiler GYO 20.04.2011 tarihi itibarıyla İMKB'de işlem görmeye başlamıştır.

Fon Portföy Değerleri ve Kompozisyonu

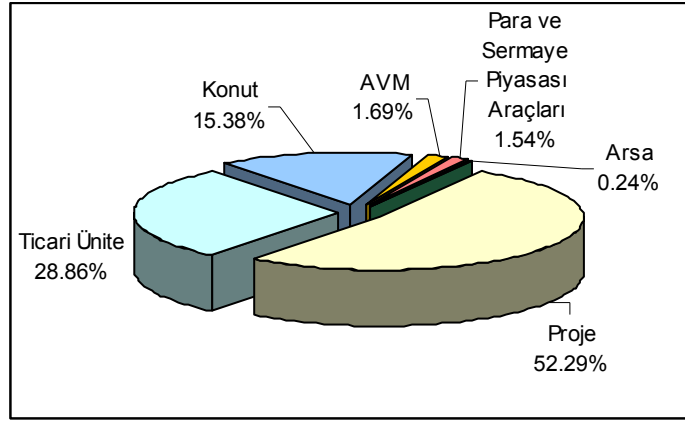
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının aktif toplamı içindeki en büyük kalem yatırım amaçlı gayrimenkuller ve stok kalemlerinin toplamından oluşmaktadır. Bu rakamlar da firmaların portföy değerlerinin büyük kısmını oluşturmaktadır. Portföy değerleri açısından Yeşil GYO peer grup içinde 3. sıradadır.

Tablo 22. Peer Grup 2011 Portföy Değerleri (Bin TL)

	Aktif Toplamı	Portföy Değeri
TORUNLAR GYO	3.943.551	3.646.785
SINPAŞ GYO	1.993.516	1.419.929
YEŞİL GYO	1.049.669	587.992
KİLER GYO	451.160	355.966
ALARKO GYO	234.803	224.623
TOPLAM	7.672.699	6.235.295

Kaynak: Şirketlerin portföy sınırlamalarına uyumun kontrolü tablosu

Şekil 3. Yeşil GYO'nun Portföy Dağılımı (2011)



2011 sonu itibarıyla Yeşil GYO A.Ş.'nin portföyünün %52,3'ü inşaatı yapılmakta olan projelerden oluşmaktadır. Ancak, proje geliştirici bir şirkette bu kompozisyonun yıllar itibarıyla değişmesi doğaldır. Firma strateji olarak, proje geliştirici olmayı benimsemesinin yanında, portföyünü en azından operasyonel maliyetlerini karşılayacak düzeyde bir kira geliri elde edebileceği şekilde geliştirmeyi planlamaktadır. Ancak, kiralanabilir alanlarla ilgili uygun şartlar ve iyi fırsatlar oluştuğunda bu alanların satışı da yapılabilecektir.

GYO'lar açısından diğer bir önemli kalem ticari alacaklar kalemidir. Yeşil GYO, tahsili gecikmiş alacakları %1'in altında olması nedeni ile karşılık ayırmamaktadır. Firma yetkilileri gecikmiş alacak rakamının düşük olmasını müşterilerinin genelde ilk evleri olması dolayısıyla ödemelerine sadık kalmalarına bağlamıştır.

Şirketin ticari alacakları aktif toplamı oranı sektör ortalamasının çok üzerindedir. Grup ortalaması %10,5'lerde iken Yeşil GYO'nun %37 ticari alacak.aktif toplamı rasyosu bulunmaktadır. Alacakların % 99,6'sı senetli alacaklardan oluşmakta olup şirkete düzenli bir nakit girişi sağlamaktadır. Ticari alacakların özkaynaklara oranı %110'dur.

Yönetim.Hisse Yapısı.Kurumsal Yönetim

Şirket İhlas GYO olarak Aralık 1997 yılında kurulmuş, 2006 yılında Yeşil İnşaat ve Rudolph Younes ortaklığı tarafından satın alınarak Y&Y GYO adını almıştır.

Tablo 23. Y&Y GYO Ortaklık Yapısı 2006

Ortağın Ticaret Ünvanı.Adı Soyadı	Sermaye Oranı %
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri A.Ş.	15,34
Rudolph Younes	15,34
Halka Açıklık	69,30
Toplam	100,00

Eylül 2009 - Mayıs 2010 döneminin ilk 5 ayında Yeşil İnşaat piyasadan 1.282.750 adet, Rudolph Younes 500.000 adet hisse senedi satın alarak sermayedeki paylarını sırasıyla, %19,82 ve %16,86'ya yükseltmişlerdir. Ağustos 2010'da Yeşil İnşaat 1.360.000 adet hisse senedini Engin Yeşil'e, 1.336.518 adet hisse senedini de diğer yatırımcılara satarak sermaye içindeki payını % 7,06'ya düşürmüştür.

Tablo 24. Y ve Y GYO Ortaklık Yapısı 2010

Ortağın Ticaret Ünvanı.Adı Soyadı	Sermaye Oranı %
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri A.Ş.	7,06
Kamil Engin Yeşil	7,23
Rudolph Younes	16,86
Halka Açıklık	68,86
Toplam	100,000

2010 yılının son çeyreğinde olağan üstü genel kurul ile şirketin Yeşil Yapı ile birleşmesine karar verilmiş ve şirket ünvanı Yeşil GYO olarak değiştirilmiştir. Firmanın son ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Tablo 25. Yeşil GYO Sermaye Yapısı 31.12.2010

Ortaklar	Bin TL	Pay(%)
Kamil Engin Yeşil	132.857	56,51
Yeşil İnşaat Gayrimenkul Hizmetleri A.Ş.	42.204	17,95
Rudolph Younes	4.071	1,73
Halka Açıklık	47.407	20,16
Diğer Ortaklar	8.577	3,65
Toplam Ödenmiş Sermaye	235.116	100,00

Hâkim ortak olan Engin Yeşil, iş hayatına Amerika'da başlamıştır. Amerika'da telekomünikasyon ve kontakt lens alanlarında faaliyet göstermiştir. 2000 yılından beri yönetim kurulu üyesi olduğu Yeşil İnşaat firmasına 2006 yılında Yeşil İnşaat Yönetim Kurulu Başkanı olarak seçilmiş ve halen görevini devam ettirmektedir. Ayrıca halen Amerika'da faaliyet gösteren 4 telekomünikasyon firmasında hissesi vardır.

Tablo 26. 31.12.2011 Yeşil İnşaat'ın Sermaye Yapısı

Ortaklar Adı.Soyadı	Bin TL	Pay%
Emel Yeşil Küçükçolak	3.355	7,95
Fatma Yücel Yeşil	338	0,80
Kamil Engin Yeşil	38.405	90,99
Cengiz Dilli	84	0,20
Alaittin Sılaydın	21	0,05
Toplam	42.204	100,00

Yeşil İnşaat firması 1992 yılında Yeşil Kundura Pazarlama ve Ticaret A.Ş. olarak Yeşil Kundura Sanayi A.Ş.'nin pazarlama işlerini yönetmek amacıyla kurulmuştur. 2000 yılında inşaat sektörüne girmeye karar veren firma ünvanını Yeşil İnşaat olarak değiştirmiştir. Ancak o dönemlerde grubun ayakkabı sektörüne daha fazla ağırlık vermesi nedeni ile Engin Yeşil Türkiye'ye dönene dek sektörde çok aktif olamamışlardır. 2007 yılında İnnovia projesi ile inşaat sektörüne giriş yapan Engin Yeşil, halen inşaat, gayrimenkul ve enerji sektörlerinde faaliyet göstermektedir. Yeşil şirketler grubu %80'i halka açık Borova Yapı Endüstrisi A.Ş.'nin ana ortağı konumunda ve Ortadoğu Enerji A.Ş.'de %24.23 hissesi bulunmaktadır. Ayrıca, Engin Yeşil'in halka açık olmayan Yeşil Kundura A.Ş., Renco Kompozit Teknolojileri San. ve Tic.

A.Ş., SRM Gayrimenkul Yönetim Şirketi A.Ş., Yeşil Endüstriyel Yatırım Hiz. Tic. A.Ş. ve Innovia Projesinin inşaatını yapan Yeşil İnşaat Gayrimenkul Yatırım Hizmetleri A.Ş.'yi kapsayan 5 şirketi bulunmaktadır. Engin Yeşil'in %25.78 paya sahip olduğu Yeşil Yatırım Holding de halka açıktır. Halka açık olan ve olmayan şirketlerini bünyesinde bulunduran Yeşil Şirketler Topluluğu yeni yapılanma sürecinde ilk olarak her üç sektördeki halka açık şirketlerini Yeşil Yatırım Holding çatısı altında toplayacak, ikinci aşamada ise Yeşil Yatırım Holding'i de kapsayacak olan Yeşil Holding A.Ş.'yi kuracaktır. Yeşil GYO'nun derecelendirme analizi bu şirketlerin kredibilitelerinden bağımsız olarak yapılmıştır.

Yeşil GYO Genel Müdürü Işık Gökkaya, gayrimenkul sektöründe deneyimli bir kişidir. İş hayatına 1986 yılında başlayan Gökkaya, 1993 yılında İhlas bünyesine katılmış ve İhlas Bilgi İşlem ve Ticaret A.Ş.'de Genel Müdür Yardımcılığı yapmıştır. 1998'de ise İhlas GYO'nun kurucu ortakları arasında yer almış ve 2006 sonuna kadar Genel Müdür Yardımcısı olarak görevine devam etmiştir. Gökkaya, bu süre içinde GYODER'in kurucu üyeliğini yapmış, GYODER ve "ULI – Türkiye Bölümü" yönetim kurullarında Başkan Yardımcısı ve üye olarak görev almıştır. 2006 yılında İhlas GYO'nun Yeşil İnşaat ve Rudolph Younes ortaklığı tarafından satın alınmasından sonra genel müdürlük görevine atanmış ve halen görevini devam ettirmektedir.

28 kişinin çalıştığı şirketin faaliyetleri, konularında tecrübeli bir kadro ile yönetilmektedir. Yönetim kurulu başkanı ve şirketin ana ortağı olan Engin Yeşil, vizyonu geniş bir girişimcidir. Şirketin yönetim kurulu başkanı olarak, şirket faaliyetlerinin yürütülmesini Işık Gökkaya ve ekibine delege etmiştir. Firma kurumsal yönetime önem vermektedir ve GYO'lar arasında kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptıran ilk ve tek firmadır. 2012 yılı kurumsal yönetim derecelendirme notu 8,66 dır. Firmanın uzman kadrosu ve kurumsal yönetime vermiş olduğu önem derecelendirme notuna olumlu olarak yansımıştır.

Risk Yönetimi

Kredi Riski

Firma alacaklı olduğu tarafın yükümlülüklerini yerine getirmemesinden doğacak kayıplarını bertaraf etmek için mümkün olduğunca kredi güvenilirliği olan kişilerle çalışmaya özen göstermektedir. Ayrıca müşterisinin kapora bırakarak daireyi rezerv ettirdikten sonra 2 hafta içinde peşinatını ödemediği takdirde satın aldığı daireyi geri ödemesiz iptal etmek ve daire karşılığı olan senetlerden 2 ay üst üste ödenmediği takdirde daire bedeli üzerinden %5+KDV kesinti yaparak sözleşmeyi iptal etmek gibi önlemler almaktadır. Kredi riski düzenli olarak takip edilmektedir.

Likidite Riski

Firma likidite riskini bertaraf etmek amacıyla yeterli sayıda banka ile çalışmaya özen göstermektedir. Gerektiğinde aktifindeki alacak senetlerini nakde çevirerek fonlama sağlama esnekliği vardır.

Faiz Oranı Riski

Firma faiz oranlarında değişmelerin faiz ödenen yükümlülükler üzerindeki etkisinden dolayı faiz riskine maruz kalmaktadır. Söz konusu faiz oranı riski faiz oranı duyarlılığı olan varlık ve yükümlülüklerini dengelemek suretiyle alınan tedbirlerle yönetilmektedir.

Döviz Kuru Riski

2011 yılsonu itibari ile yabancı para alacaklarının toplam aktifler içindeki payı %1,8, yabancı para borçlarının ise toplam yükümlülükler içindeki payı %3,2 dir. 2011 yılında 7,9 milyon TL net yabancı para pozisyon açığı bilanço büyüklüğü dikkate alındığında ihmal edilebilir düzeydedir.

İlişkili Taraf Riski

Kısa Vadeli Yükümlülükler kalemi altında ilişkili taraflara 79,6 milyon TL yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu rakam aktiflerin %7,6'sını oluşturmaktadır. Diğer dönen varlıklar kalemi altında 180,6 milyon TL verilen avanslar mevcuttur. Bu rakam aktiflerin %17,2'sini oluşturmaktadır.

Karşılaştırdığımız diğer GYO'larda da (kendi inşaat şirketleri ile çalışmaları nedeni ile) oldukça yüksek "ilişkili taraf riski" bulunmaktadır.

YEŞİL GYO

Bilanço (Bin TL)

	2008	2009	2010*	2011
Dönen Varlıklar	13.520,47	13.151,66	467.368,98	697.517,70
Nakit ve Benzeri	1.814,76	2.029,81	18.614,89	5.989,86
Menkul Kıymetler	0,00	322,18	273,92	0,00
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0,00	169,25	118.347,90	221.432,79
İlişkili Taraflardan Alacaklar	719,64	916,85	92.569,31	180.597,01
Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0,00	0,00	425,37	2.778,57
Stoklar	10.605,46	9.014,16	187.131,96	224.742,58
Diğer Dönen Varlıklar	380,61	699,41	50.005,64	61.976,88
Duran Varlıklar	10.720,46	9.203,53	392.945,92	352.151,38
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0,00	0,00	167.469,85	168.046,17
İlişkili Taraflardan Alacaklar	719,64	0,00	0,00	0,00
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0,00	0,30	112,23	112,28
Stoklar	0,00	0,00	212.043,93	164.111,02
Finansal Duran Varlıklar	0,00	0,00	0,00	0,00
Maddi Duran Varlıklar	114,05	79,73	471,27	2.891,27
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,75	2,74	173,80	149,98
Yatırım Amaçlı Gyrimenkuller	8.040,00	7.290,00	11.431,79	16.840,66
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0,00	0,00	0,00	0,00
Diğer Duran Varlıklar	1.842,02	1.830,76	1.243,05	0,00
Toplam Aktif	24.240,92	22.355,19	860.314,90	1.049.669,08
Kısa Vadeli Yükümlülükler	59,48	339,94	670.770,68	848.402,92
Finansal Borçlar	0,00	0,00	38.859,51	115.786,45
Ticari Borçlar	18,07	18,32	16.096,27	29.650,41
İlişkili Tarafa Borçlar	0,00	0,00	34.045,48	60.708,21
Diğer Kısa vadeli borçlar	41,41	0,00	291,35	1.781,03
Alınan Avanslar	0,00	274,00	578.433,33	636.512,73
Borç Karşılıkları	0,00	0,00	0,00	0,00
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,00	47,62	3.044,74	3.964,09
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,55	42,82	3.043,39	120,80
Finansal Borçlar	0,00	0,00	0,00	0,00
Ticari Borçlar	0,00	0,00	2.905,68	0,00
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0,00	0,00	0,00	0,00
Alınan Avanslar	0,00	0,00	0,00	0,00
Kıdem Tazminatı Karşılığı	27,55	42,82	137,72	120,80
Borç Karşılıkları	0,00	0,00	0,00	0,00
Ertelenmiş Vergi	0,00	0,00	0,00	0,00
Azınlık Payları	0,00	0,00	0,00	0,00
Özkaynaklar	24.153,90	21.972,44	186.500,83	201.145,36
Ödenmiş Sermaye	33.162,53	33.162,53	235.115,71	235.115,71
Hisse Senedi İhraç Primleri	2,58	2,58	2,58	2,58
Yeniden Değerleme Artışları	10.420,62	10.420,62	0,00	0,00
Yedekler	0,00	0,00	0,00	0,00
Gayrimenkul Satış Karı	0,00	0,00	0,00	0,00
Geçmiş Dönem Karı	0,00	0,00	0,00	0,00
Net Dönem Karı	0,00	0,00	0,00	14.644,53
Dönem Net Zararı	2.150,61	2.181,46	3.104,47	0,00
Geçmiş Dönem Zararları	17.281,21	19.431,83	45.512,98	48.617,45
Enflasyon Düzeltmesi	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Pasif	24.240,92	22.355,19	860.314,90	1.049.669,08

* Birleşme sonrası bilanço

Gelir Tablosu (Bin TL)

	2008	2009	2010	2011
Brüt Satışlar	882,39	4.241,56	2.943,64	291.591,43
Satış İndirimleri (-)				
Net Satışlar	882,39	4.241,56	2.943,64	291.591,43
Satışların Maliyeti (-)	-670,54	-3.701,69	-2.693,85	-258.906,23
Brüt Satış Karı Zararı	211,85	539,87	249,80	32.685,20
Faaliyet Giderleri(-)	-39,28	-153,77	-80,67	-6.453,84
Satış ve Pazarlama Giderleri	-39,28	-153,77	-80,67	-6.453,84
Genel Yönetim Giderleri	-2.368,76	-1.956,41	-3.387,64	-10.881,55
Diğer Gelirler	60,42	0,23		270,15
Diğer Giderler	-527,19	-750,00		-194,84
Faaliyet Karı	-2.662,97	-2.320,08	-3.218,51	15.425,12
Faaliyet dışı Gelirler				
Faaliyet dışı giderler				
Finansal Gelirler	868,54	393,26	389,95	5.051,43
Faiz Geliri			62,51	818,60
Kur Farkı Geliri			318,78	4.154,12
Diğer			8,66	78,71
Finansal Giderler	-356,18	-255,63	-275,91	-5.832,02
Faiz Gideri	0	0	0	167,89
Kur Farkı Gideri	0	0	272,23	-5.206,07
Diğer	0	0	3,68	458,06
Faaliyet Karı Zararı	-2.150,61	-2.181,46	-3.104,47	14.645,53
Vergi Öncesi Kar				
Vergi				
Net Dönem Karı	-2.150,61	-2.181,46	-3.104,47	14.645,53

Büyüme Oranları (%)

	2008	2009	2010	2011
Brüt Ticari Alacaklar	-	-	69928,40	87,10
Toplam Varlıklar	-	2893,27	18,57	22,01
Finansal Borçlar (Kısa ve Uzun)	-	-	-	197,96
Özkaynaklar	-	-9,03	748,81	7,85
Satış Gelirleri	-	380,95	-30,60	9804,59
Brüt satış karı veya zararı	-	155,92	-53,70	12974,00
Faaliyet Karı	-	12,88	-38,75	576,86
Net Kar	-	-1,39	-42,36	571,63
Personel (kişi)		12	15	28

YEŞİL GYO

Rasyolar

Likidite ve Fonlama				
	2008	2009	2010	2011
Likit varlıklar	1815	2352	18889	5990
Toplam Finansman	18	292	667434	842657
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Aktifler (%)	7,49	0,56	1,34	1,30
Ort. Likit Varlıklar / Ort. Toplam Finansman (%)	10083,33	1344,19	3,18	1,65
Ort. Özkaynaklar / Ort. Toplam Finansman (%)	134188,89	14879,35	31,22	25,67
Ort. Ticari Alacaklar / Ort. Aktifler (%)	0,00	0,02	7,47	17,79
Net İşletme Sermayesi	0	128118	8642	13226
Net İşletme Sermayesi Oranı (%)	0,00	17,66	1,00	1,26
Likidite Oranı (%)	-	74,17	20,46	26,81

Karlılık				
	2008	2009	2010	2011
Ort. Kira Geliri / Ort. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller(%)	0,00	0,00	0,00	3,45
Brüt Kar Marjı (%)	-1019,43	-403,89	-1242,00	44,80
Net Faaliyet Marjı(%)	-249,09	-37,01	-109,34	5,26
ROAA (%)	-17,75	-0,58	-0,39	1,53
ROAE (%)	-5,60	-6,02	-1,09	5,07
Genel Yönetim Giderleri / Faaliyet Karı	-107,83	-124,59	-105,25	70,89
Net Kar Marjı (%)	-243,88	-51,41	-105,47	5,02

Varlık Kalitesi ve Risk Yönetimi				
	2008	2009	2010	2011
TGA / Brüt ticari alacaklar (%)	0,00	13,81	2,67	0,00
TGA karşılıkları / TGA (%)	-	100,00	3,71	0,00
Ticari Alacaklar / Aktifler (%)	0,00	0,02	33,22	37,10
Ticari Alacaklar / Özkaynaklar .%)	0,00	0,77	153,25	193,63
Menkul Kıymetler / Aktifler	0,00	0,04	0,03	0,00
Finansal Borçlar / Aktifler	0,00	0,00	4,52	11,03
Özkaynaklar / Finansal Borçlar	-	-	479,93	173,72
Özkaynaklar / Toplam Fonlama	134188,89	7524,66	27,94	23,87
Özkaynaklar / Aktifler	99,64	3,03	21,68	19,16

Finansal Esneklik				
	2008	2009	2010	2011
Toplam Finansal Borç / Toplam Sermaye (%)	0,00	0,00	4,52	9,93
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	0,00	0,00	4,52	9,93
Uzun Vadeli Finansal Borçlar / Toplam Sermaye (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
Toplam Yükümlülükler / Toplam Sermaye (%)	0,25	0,05	78,32	72,81
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar (%)	0,25	1,74	361,29	421,84
Özkaynaklar / Toplam Finansal Borç (%)	0,00	0,00	479,93	173,72
Özkaynaklar / Toplam Aktifler (%)	99,64	3,03	21,68	19,16

Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama A.Ş. Mali Tabloları (Bin TL)

	30.06.2010	31.12.2009	30.06.2009	31.12.2008
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	447.407	344.132	344.834	197.016
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.894	1.591	900	130
Finansal Yatırımlar	--	--	100	--
Ticari Alacaklar	112.703	63.554	60.251	26.211
Diğer Alacaklar			30.773	13.217
- İlişkili Taraflar	2.659	14.942	--	--
- Üçüncü Şahıslar	1.187	6.943	--	--
Stoklar	213.487	201.544	76.848	21.989
Diğer Dönen Varlıklar	115.477	55.558	175.963	135.469
Duran Varlıklar	152.673	138.047	142.666	1.285
Ticari Alacaklar	138.905	128.252	132.841	1
Maddi Duran Varlıklar	1.761	894	144	135
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	99	49	61	8
Ertelenmiş Vergi Varlığı	11.693	8.598	9.321	900
Diğer Duran Varlıklar	215	254	299	241
TOPLAM VARLIKLAR	600.080	482.179	487.500	198.301
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	393.867	171.021	199.946	124.885
Finansal Borçlar	32.541	42.162	40.151	35.576
Ticari Borçlar	17.238	24.989	22.609	21.625
Diğer Borçlar	294.816	75.336	98.653	43.764
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.272	28.534	38.534	23.920
Uzun Vadeli Yükümlülükler	205.942	302.783	283.304	65.102
Finansal Borçlar	3.129	5.254	11.203	19.550
Ticari Borçlar	4.233	1.747	2.732	1.938
Diğer Borçlar	186.839	285.097	255.883	37.539
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	43	56	38	33
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11.698	10.629	13.448	6.043
ÖZKAYNAKLAR	271	8.375	4.250	8.314
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	271	8.375	4.250	8.314
Ödenmiş Sermaye	250	250	250	250
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	8.125	8.065	8.064	-1.244
Net Dönem Karı/Zararı	-8.104	60	-4.063	9.308
Azınlık Payları	--	--	--	--
TOPLAM KAYNAKLAR	600.080	482.179	487.500	198.301

Derecelendirilen firma unvanı, merkezinin adresi ve iletişim bilgileri :

YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Yılanlı Ayazma Yolu No:15 Yeşil Plaza,

Kat:12 Cevizlibağ / Zeytinburnu, İSTANBUL 34020

Tel: (212) 482 05 00

Fax: (212) 483 33 35

www.yesilgyo.com

Raporun Geçerlilik Süresi :

İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ile Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. arasında imzalanan sözleşme gereği, bu rapor Nisan-Haziran 2012 döneminde hazırlanmıştır. Verilen uzun dönem derecelendirme notu 3 yıl, kısa dönem derecelendirme notu 1 yıl süre için geçerlidir.

Derecelendirme Uzmanı :

Sanem Kabaklıç

sanem@turkrating.com

Komite Üyeleri :

Serdar Aktan

saktan@turkrating.com

Dr.H.Cenk Suer

cenksuer@turkrating.com

İbrahim Toptepe

itoptepe@turkrating.com

Bu rapordaki bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan ve Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından temin edilen bilgilerden derlenmiştir. Bununla beraber, bu raporda geçen bilgilerin kullanılması veya bu raporun yararlandığı kaynaklardaki hata ve eksikliklerden doğan bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu rapor yatırımcıları ve krediörleri bilgilendirmek amacı ile hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.

İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Büyükdere Caddesi No : 159/4

34394 Zincirlikuyu

İstanbul

Tel : (212) 272 01 44 Faks: (212) 211 34 56

www.turkrating.com