



SERMAYE PİYASASI KURULU

ARAŞTIRMA RAPORU
(Kamuya Açık)

**İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının
Finansal Analizi
(2005-2007)**

Ekrem ÇANAKCI
Başuzman

İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ.....	3
GRAFİKLER LİSTESİ.....	3
1. GİRİŞ.....	4
2. YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL ANALİZİ.....	5
2.1. ÇALIŞMA HAKKINDA BAZI BİLGİLER.....	5
2.2. MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIKLARI (MKYO).....	8
2.2.1. MKYO Oran Analizi.....	8
2.2.2. MKYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi.....	10
2.2.3. MKYO Yüzde Yöntemi İle Analiz.....	11
2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI (GMYO).....	12
2.3.1. GMYO Oran Analizi.....	12
2.3.2. GMYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi.....	13
2.3.3. GMYO Yüzde Yöntemi İle Analiz.....	14
2.4. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI (GSYO).....	15
2.4.1. GSYO Oran Analizi.....	15
2.4.2. GSYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi.....	16
2.4.3. GSYO Yüzde Yöntemi İle Analiz.....	16
3. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	17
KAYNAKÇA.....	19
EK TABLOLAR.....	20

TABLORAR LİSTESİ

TABLO 1 MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ.....	7
TABLO 2 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ.....	7
TABLO 3 GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ	7
TABLO 4 MKYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER).....	9
TABLO 5 MKYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ	10
TABLO 5 MKYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ	11
TABLO 6 GMYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER)	12
TABLO 7 GMYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ.....	13
TABLO 8 GMYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ	14
TABLO 9 GSYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER).....	15
TABLO 10 GSYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ.....	16
TABLO 11 GSYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ.....	16
EK TABLO 1 MKYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU	21
EK TABLO 2 MKYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU.....	22
EK TABLO 3 GMYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU	23
EK TABLO 4 GMYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU.....	24
EK TABLO 5 GSYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU.....	25
EK TABLO 6 GSYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU	26

GRAFİKLER LİSTESİ

GRAFİK 1 DÖNEN VARLIKLARIN DEVİR HIZI (GÜN).....	9
--------------------------------------------------	---

1. GİRİŞ

Sermaye piyasalarının gelişmesine önemli katkılar sağlayan kurumsal yatırımcılardan biri yatırım ortaklıklarıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda aracı kurumlar, yatırım fonları ve faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlarla birlikte sermaye piyasası kurumları olarak sayılan yatırım ortaklıkları(md.32), sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Ülkemizde faaliyet gösteren üç tür yatırım ortaklığı bulunmaktadır; menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları. Bu çalışmada ülkemizde faaliyet gösteren yatırım ortaklıklarının 2005-2007 dönemine ilişkin finansal analizi yapılmaya çalışılacaktır.

Yatırım ortaklıkları esas itibariyle TTK hükümlerine göre kurulan anonim ortaklıklardır. Ancak yatırım ortaklıklarını diğer ortaklıklardan farklı kılan onların faaliyet konuları, bu faaliyette bulunabilmeleri için sermaye piyasasının ilgili otoritelerinden gerekli faaliyet iznini almak zorunda olmaları ve sonrasında ise sermaye piyasası düzenlemelerine tabi bulunmalarıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32'nci maddesine göre yatırım ortaklıkları, portföy işletmek amacıyla kurulmakta ve portföyünü sermaye piyasası araçları başta olmak üzere, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerden müstakilen veya karma şekilde oluşturabilmektedir. Portföyün ağırlıklı olarak oluşturulduğu kıymet ise o yatırım ortaklığının türünü belirlemektedir.

Ülkemiz sermaye piyasasında faaliyet gösteren yatırım ortaklıklarından biri olan **menkul kıymet yatırım ortaklıkları(MKYO)**, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.¹ Portföy değerinin en az yüzde 25'ini devamlı olarak hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıklar, A tipi ortaklık olarak adlandırılmaktadır.

¹ Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4). Aslında bahsedilen Tebliğde menkul kıymet ibaresi olmamakla birlikte diğer yatırım ortaklıklarından ayırmak amacıyla bu ifade tarafımızca eklenmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları(GMYO) ise gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.²

Yatırım ortaklıklarının üçüncü türü olan **girişim sermayesi yatırım ortaklıkları(GSYO)**, Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerinin hisse senetlerine yatırım yapan ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak belirtilen yatırım ortaklıklarıdır.³

Yatırım ortaklıklarını kısaca tanımladıktan sonra şimdi bu ortaklıkların mali tabloları üzerinde yaptığımız analize geçebiliriz.

2. YATIRIM ORTAKLIKLARININ FİNANSAL ANALİZİ

2.1. ÇALIŞMA HAKKINDA BAZI BİLGİLER

1-Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy bileşenlerinin farklılık arzemesi, bu ortaklıkların finansal yapılarında da farklılık göstermesi sonucunu doğuracaktır. Dolayısıyla bu çalışmamızda her bir yatırım ortaklığı türünü kendi içinde bir grup olarak değerlendirmenin daha uygun olacağı düşünülmüştür.

2-Çalışmamızda aşağıda belirtilen finansal analiz teknikleri kullanılmıştır;

- Oran analizi
- Karşılaştırmalı tablolar analizi
- Yüzde yöntemi ile analiz (dikey analiz)

² Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 11).

³ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 15).

3-Oran analizi çalışması yapılırken şirketler için kullanılmakta olan oranlardan yatırım ortaklıkları için anlamlı olabilecek olanları seçilmiş ve mümkün olabildiğince kapsam geniş tutulmaya çalışılmıştır.

4-Oranlar önce her bir yatırım ortaklığı için ayrı ayrı hesaplanmış sonra bu oranların ortalaması alınarak her bir yatırım ortaklığı grubu için ortalama oranlara ulaşılmıştır. Başka bir ifadeyle oranlar her grup için oluşturulmuş konsolide mali tablolar üzerinden hesaplanmış değildir.

5-Çalışmada kullanılan tüm bilanço ve gelir tabloları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın web sayfasından alınmıştır(www.imkb.gov.tr). Bu tablolardan üretilen konsolide mali tablo ve hesaplama çalışmaları tarafımızca yapılmıştır.

6-Çalışma kapsamına İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Ulusal Pazarında 2008 yılı başında işlem gören tüm yatırım ortaklıkları dahil edilmiştir. Bunların sayıları toplamı 47 adettir. 2008 yılı başında İMKB Ulusal pazarında 33 adet MKYO, 12 adet GMYO ve 2 adet GSYO işlem görmektedir. Bu yatırım ortaklıklarının listesi aşağıda verilmektedir;

TABLO 1 MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ

- 1 AK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 2 ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 3 ATA YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 4 ATLANTİS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 5 ATLAS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 6 AVRASYA YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 7 BAŞKENT YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 8 BUMERANG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 9 DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 10 ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 11 EGELİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 12 EVG YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 13 EURO YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 14 FİNANS YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 15 GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 16 GEDİK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 17 HEDEF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 18 İNFO YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 19 İNFOTREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 20 İŞ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 21 M. YILMAZ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 22 MARBAŞ B TİPİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 23 MERKEZ B TİPİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 24 METRO YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 25 OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 26 TACİRLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 27 TAÇ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 28 TAKSİM YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 29 TSKB YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 30 VAKIF YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 31 VARLIK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 32 YAPI KREDİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 33 YATIRIM FİN. YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Not: Nisan 2008 sonu itibariyle SPK kaydında bulunan Eurotrend YO'nun hisse senetleri, Nisan 2008 ortalarında satışa sunulmuştur.

TABLO 2 GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ

- 1 AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 2 ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 3 ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 4 DOĞUŞ GE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 5 İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 6 NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 7 PERA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 8 SAĞLAM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 9 SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 10 VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 11 Y ve Y GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 12 YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Not: Nisan 2008 sonu itibariyle SPK kaydında bulunan Emlak GMYO İMKB'de işlem görmezken, EGS GMYO İMKB gözaltı pazarında işlem görmektedir. Özderici GMYO ise Özfinans Faktoring A.Ş.unvanı altında faaliyet gösterirken 2008 yılı başında GMYO'ya dönüşmüştür.

TABLO 3 GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI LİSTESİ

- 1 İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
- 2 VAKIF GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

2.2. MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIKLARI (MKYO)

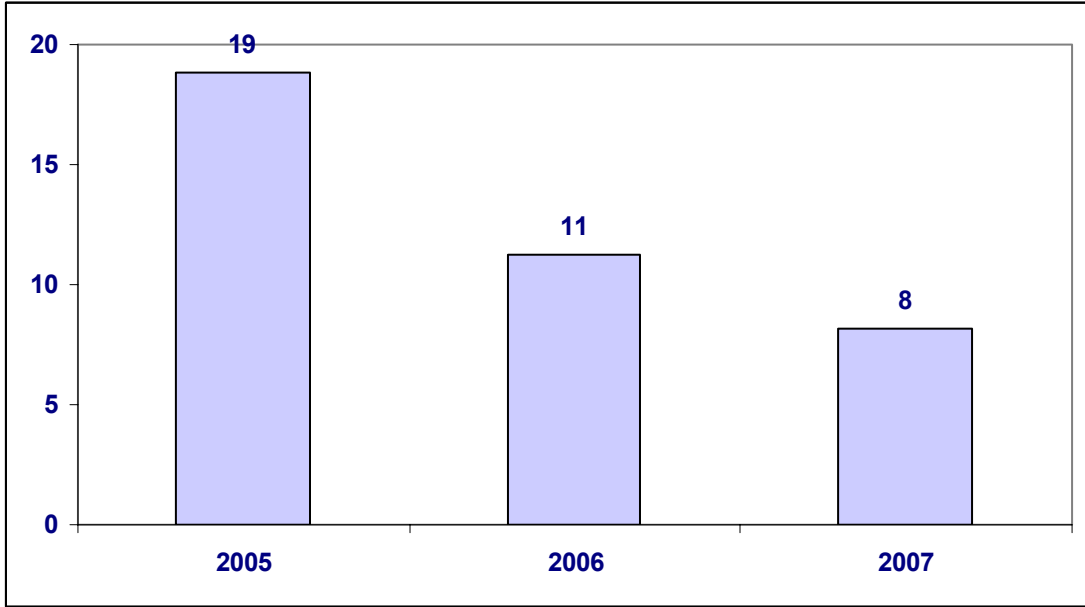
2.2.1. MKYO Oran Analizi

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının konsolide edilmiş sektörel bilançosu ve gelir tablosu rapor ekinde verilmiştir(Ek Tablo 1-2). Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının son üç yıldaki aktif toplamalarına bakıldığında aktif büyüklüklerinde önemli artışlar görülmemektedir. 2005 yılında 471 milyon YTL olan aktif toplamaları yüzde 20 artarak 2006 yılında 565 milyon YTL'ye ve yüzde 23 artarak 2007 yılında 697 milyon YTL'ye ulaşmıştır. 2007 yılı sonunda ulaşılan seviye ise 2005 yılı sonuna göre yüzde 48 oranında artışı ifade etmektedir.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının likidite oranları son üç yılda sırasıyla 806, 329 ve 379 olarak hesaplanmış olmakla birlikte bu değerlerin yorumlanması anlamlı olmayacaktır. Çünkü MKYO'nun özellikleri gereği aktiflerinin büyük bir bölümünü menkul kıymetler oluşturmakta, diğer taraftan borç yükümlülüklerinin cüzi olması nedeniyle de likidite oranları çok yüksek çıkmaktadır. Diğer taraftan menkul kıymetlerin aktif içindeki paylarına bakıldığında bu oran 2005 yılında yüzde 78 iken 2006 yılında yüzde 66'ya gerilemiş ve 2007 yılında ise tekrar yükselerek yüzde 70'e ulaşmıştır(bu oranlar 33 şirketin oranlarının ortalamasıdır, konsolide tablo üzerinden hesaplanan oranlar farklı sonuç verecektir).

Son üç yılda dönen varlıkların giderek daha hızlı çevrildiğini görüyoruz. 2005 yılında 19 olan satışlar/dönen varlıklar oranı, 2006 yılında 33'e ve 2007 yılında 45'e yükselmiştir. Aslında bu orandaki artışı 2006 yılında başlayan ve 2007 yılında da devam eden subprime mortgage krizi ile ilgili dalgalanmaların bir yansıması olarak ortaya çıkan endişelerin artmasından kaynaklandığını söylemek yanlış olmayacaktır. Diğer bir ifadeyle neredeyse tamamı menkul kıymetlerden oluşan dönen varlıklar 2005 yılında 19 günde bir yenilenirken, bu süre 2006 yılında 11 güne düşmüş, 2007 yılında ise 8 güne gerilemiştir. Yani 2007 yılında menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının dönen varlıkları haftada bir yenilenir hale gelmiştir.

GRAFİK 1 DÖNEN VARLIKLARIN DEVİR HIZI (GÜN)



Subprime mortgage krizinin 2006 yılında yol açtığı dalgalanmaların olumsuz etkilerini MKYO'nun 2006 yılı karlılık oranlarında da izlemek mümkündür. Aktif karlılığı 2005 yılı sonunda yüzde 19 iken, dalgalanmaların yaşandığı 2006 yılında yüzde 2'ye düşmüş, 2007 yılında ise küresel piyasalardaki toparlanmanın da etkisiyle yüzde 13'e yükselmiştir.

TABLO 4 MKYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER)

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler	806	329	379
Hazır Değ.+Menkul Değ./Kısa Vadeli Yükümlülükler	244	311	375
Toplam Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.03	0.03	0.03
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.03	0.03	0.03
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.00	0.00	0.00
Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0.00	0.00	0.00
Özkaynaklar/Pasif Toplamı	0.93	0.94	0.94
Menkul Kıymetler/Aktif Toplamı	0.78	0.66	0.70
Net Satışlar/Dönen Varlıklar	19	33	45
Net Kar/Özkaynaklar	0.18	0.02	0.13
Net Kar/Aktif Toplamı	0.19	0.02	0.13
Net Kar/Satışlar	0.04	0.01	0.03

2.2.2. MKYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının karşılaştırmalı konsolide bilançoları incelendiğinde, 2006 ve 2007 yılları aktif varlıklarında önemli artışlar olmadığı görülmektedir. Dönen varlıklar 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla yüzde 20 ve yüzde 23 artarken, duran varlıklar aynı yıllarda yine sırasıyla yüzde 18 ve yüzde 20 oranlarında artmıştır. Toplam varlıklardaki artış ise 2006 yılında yüzde 20 ve 2007 yılında yüzde 23 artmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının pasif yapısı incelendiğinde ise dikkat çeken husus sermayenin 2006 yılında yüzde 61 oranındaki artışıdır. 2005 yılı sonunda 461 milyon YTL olan sermaye 2006 yılı sonunda 553 milyon YTL'ye yükselmiş, 2007 yılı sonunda ise yüzde 11 artışla 328 milyon YTL'ye ulaşmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının 2006 yılında dönem karlarının ciddi düştüğünü görüyoruz. MKYO'nun dönem karları toplamı 2005 yılında 118 milyon YTL iken, 2006 yılında yüzde 86 düşüşle dönem karları 16 milyon YTL'ye gerilemiş, 2007 yılında ise yüzde 639 artışla 2005 yılı seviyesinin de üzerinde 117 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 5 MKYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ

Yıllık % Değişim	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	20	23
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	18	20
TOPLAM VARLIKLAR	20	23
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23	-1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17	30
ÖZSERMAYE	20	24
Sermaye	61	11
Sermaye Yedekleri	-5	-0
Kar Yedekleri	106	4
Net Dönem Karı/Zararı	-86	639
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-127	-59
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	20	23

2.2.3. MKYO Yüzde Yöntemi İle Analiz

Faaliyet konusu esas itibariyle portföy işletmeciliği olan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının konsolide bilançolarında akitifin büyük bölümü menkul kıymetlerden oluşmaktadır. 2005 yılında aktifin yüzde 86'sını menkul kıymetler oluştururken bu oran 2006 yılında yüzde 74'e gerilemiş, 2007 yılında ise yüzde 78 olarak gerçekleşmiştir. Pasifin ise neredeyse tamamı özsermaye kaleminden oluşmakta olup 2005-2007 döneminde aktifin finansmanında özsermayenin payı yüzde 98 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 5 MKYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Aktif veya Pasifteki % Pay	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	100	100	100
Menkul Kıymetler (net)	86	74	78
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	100	100	100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2	2	2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0
ÖZSERMAYE	98	98	98
Sermaye	39	52	47
Sermaye Yedekleri	33	26	21
Kar Yedekleri	9	16	13
Net Dönem Karı/Zararı	24	3	17
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-6	1	0
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	100	100	100

2.3. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI (GMYO)

2.3.1. GMYO Oran Analizi

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının konsolide edilmiş sektörel bilançosu ve gelir tablosu rapor ekinde verilmiştir(Ek Tablo 3-4). Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktif büyüklüğü özellikle 2007 yılında ciddi olarak artmıştır. 2005 yılında 1.6 milyar YTL olan GMYO konsolide aktif büyüklüğü, yüzde 26 artışla 2006 yılı sonunda 2.1 milyar YTL'ye yükselmiş, 2007 yılında yüzde 37 artışla 2.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir.

GMYO'nun 2005 yılında 12 olan cari oranı 2007 yılında 21'e yükselirken, likidite oranı da aynı yıllarda sırasıyla 11'den 21'e ulaşmıştır. Aktif karlılığının ise son iki yılda gayrimenkul sektöründeki durgunluğun bir sonucu olarak düşük kaldığı gözlenmektedir. Net kar/aktif toplamı oranı 2006 yılında yüzde 6, 2007 yılında yüzde 9 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 6 GMYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER)

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler	12	129	24
Hazır Değ.+Menkul Değ./Kısa Vadeli Yükümlülükler	11	8	21
Toplam Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.58	0.16	0.14
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.53	0.09	0.13
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.05	0.07	0.02
Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0.56	0.72	0.66
Özkaynaklar/Pasif Toplamı	0.42	0.84	0.86
Menkul Kıymetler/Aktif Toplamı	0.18	0.09	0.12
Net Satışlar/Dönen Varlıklar	5	45	1
Net Kar/Özkaynaklar	0.22	0.07	0.10
Net Kar/Aktif Toplamı	-0.27	0.06	0.09
Net Kar/Satışlar	0.75	0.59	0.40

2.3.2. GMYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının dönen varlıkları 2006 yılında yüzde 32, 2007 yılında ise yüzde 114 oranında artarken, duran varlıklardaki artış aynı yıllarda sırasıyla yüzde 24 ve yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının 1.6 milyar YTL olan aktif toplamı, yüzde 73 artarak 2007 yılı sonunda 2.8 milyar YTL'ye ulaşmıştır.

2006 yılında özsermaye 2005 yılına göre yüzde 18 oranında artarken, 2007 yılında yüzde 42 yükselmiştir. GMYO'nun dönem karları toplamı 2006 yılında yüzde 30, 2007 yılında yüzde 20 oranında artmıştır.

TABLO 7 GMYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ

Yıllık % Değişim	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	32	114
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	24	2
TOPLAM VARLIKLAR	26	37
Kısa Vadeli Yükümlülükler	155	37
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	-52
ÖZSERMAYE	18	42
Sermaye	36	40
Sermaye Yedekleri	1	43
Kar Yedekleri	113	51
Net Dönem Karı/Zararı	30	20
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-22	98
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	26	37

2.3.3. GMYO Yüzde Yöntemi İle Analiz

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktiflerinin önemli bir kısmını tahmin edileceği üzere yatırım amaçlı gayrimenkuller oluşturmaktadır. 2005 yılında yatırım amaçlı gayrimenkullerin aktifteki payı yüzde 60 iken, bu oran 2006 yılında yüzde 63'e çıkmış, 2007 yılında ise yüzde 47'ye gerilemiştir. Dönen varlıkların aktifteki payının 2007 yılında yükselmesinin nedeni ise devam eden inşaatlardan olan alacak kalemlerinin artmasından ve gayrimenkul piyasasındaki durgunluğa bağlı olarak menkul kıymetlere yapılan yatırımlardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Pasif yapısı incelendiğinde ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktiflerinin esas itibarıyla özsermaye ile finanse edildiği gözlenmektedir. 2005 yılında aktifin yüzde 89'u özsermaye ile finanse edilirken, bu oran 2006 yılında yüzde 83'e gerilemiş, 2007 yılında ise tekrar yükselerek yüzde 86 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 8 GMYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Aktif veya Pasifteki % Pay	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	30	31	48
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	70	69	52
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	60	63	47
TOPLAM VARLIKLAR	100	100	100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6	13	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5	5	2
ÖZSERMAYE	89	83	86
Sermaye	31	34	34
Sermaye Yedekleri	44	36	37
Kar Yedekleri	2	3	4
Net Dönem Karı/Zararı	8	8	7
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	4	2	3
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	100	100	100

2.4. GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI (GSYO)

2.4.1. GSYO Oran Analizi

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının konsolide edilmiş sektörel bilançosu ve gelir tablosu rapor ekinde verilmiştir(Ek Tablo 5-6). Halihazırda iki adet GSYO bulunmakta olup 2007 yılı sonu itibariyle konsolide aktif toplamı 112 milyon YTL'dir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının 2007 yılında cari oranı 187, likidite oranı 181 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yılda menkul kıymetler aktifin yüzde 47'sini oluşturmaktadır. Diğer oranlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

TABLO 9 GSYO'NIN ORAN ANALİZİ (ORTALAMA DEĞERLER)

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler	43	147	187
Hazır Değ.+Menkul Değ./Kısa Vadeli Yükümlülükler	42	143	181
Toplam Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.06	0.01	0.01
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.03	0.00	0.01
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Pasif Toplamı	0.03	0.00	0.00
Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0.62	0.34	0.13
Özkaynaklar/Pasif Toplamı	0.93	0.99	0.99
Menkul Kıymetler/Aktif Toplamı	0.39	0.49	0.57
Net Satışlar/Dönen Varlıklar	0	0	0
Net Kar/Özkaynaklar	0.06	-0.56	0.01
Net Kar/Aktif Toplamı	0.05	-0.56	0.01

2.4.2. GSYO Karşılaştırmalı Tablolar Analizi

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının konsolide edilen aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere son iki yılda aktif ve pasifinde önemli bir değişim gözlenmemektedir.

TABLO 10 GSYO'NIN KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ

Yıllık % Değişim	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	31	5
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	-46	-4
TOPLAM VARLIKLAR	-4	2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	-92	172
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-95	-86
ÖZSERMAYE	10	2
Sermaye	0	4
Sermaye Yedekleri	0	0
Kar Yedekleri	67	24
Net Dönem Karı/Zararı	-5	-74
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-44	-76
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	-4	2

2.4.3. GSYO Yüzde Yöntemi İle Analiz

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının 2007 yılında konsolide aktifinin yüzde 70'ini menkul kıymetler oluştururken, aktifin finansmanında tamamen özsermaye kullanılmaktadır.

TABLO 11 GSYO'NIN YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Aktif veya Pasifteki % Pay	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
Cari / Dönen Varlıklar	54	74	76
Menkul Kıymetler (net)	50	42	70
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	46	26	24
TOPLAM VARLIKLAR	100	100	100
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6	0	1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6	0	0
ÖZSERMAYE	87	99	99
Sermaye	21	21	22
Sermaye Yedekleri	64	66	65
Kar Yedekleri	5	9	11
Net Dönem Karı/Zararı	9	9	2
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-12	-7	-2
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	100	100	100

3. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan yatırım ortaklıklarının ülkemizde faaliyet gösteren üç türü vardır. Bunlar; menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıdır.

Önemli kurumsal yatırımcılardan biri olan yatırım ortaklıklarının finansal analizi çalışmasıyla ilgili tespit ve değerlendirmelerimiz aşağıda sunulmuştur;

- Çalışma kapsamına 2008 yılı başı itibariyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Ulusal Pazarında işlem gören yatırım ortaklıkları alınmıştır. Bunların toplam sayısı 47 olup, 33'ü MKYO, 12'si GMYO ve 2'si GSYO'dır.
- Çalışmada finansal analiz tekniklerinden oran analizi, karşılaştırmalı tablolar analizi ve yüzde yöntemi ile analiz tekniği uygulanmıştır. Her bir yatırım ortaklığı türü kendi içinde bir grup olarak değerlendirilmiştir.
- Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının son üç yıldaki aktif toplamalarına bakıldığında aktif büyüklüklerinde önemli artışlar görülmemektedir. 2005 yılında 471 milyon YTL olan aktif toplamaları yüzde 20 artarak 2006 yılında 565 milyon YTL'ye ve yüzde 23 artarak 2007 yılında 697 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Bu durum küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmaların bir yansıması olarak değerlendirilebilir.
- Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının dönen değerlerinin neredeyse tamamı menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Dönen varlıklar 2005 yılında 19 günde bir yenilenirken, son iki yılda küresel dalgalanmaların etkisiyle bu süre 2006 yılında 11 günde bire, 2007 yılında ise 8 günde bire düşmüştür. Yani 2007 yılında menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının dönen varlıkları neredeyse haftada bir yenilenir hale gelmiştir.
- Subprime mortgage krizinin 2006 yılında yol açtığı dalgalanmaların olumsuz etkilerini MKYO'nun 2006 yılı karlılık oranlarında da izlemek mümkündür. Aktif karlılığı 2005 yılı sonunda yüzde 19 iken, dalgalanmaların yaşandığı 2006 yılında yüzde 2'ye düşmüş,

2007 yılında ise küresel piyasalardaki toparlanmanın da etkisiyle yüzde 13'e yükselmiştir.

- Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının konsolide bilançolarında aktifin büyük bölümü menkul kıymetlerden oluşmaktadır. 2005 yılında aktifin yüzde 86'sını menkul kıymetler oluştururken bu oran 2006 yılında yüzde 74'e gerilemiş, 2007 yılında ise yüzde 78 olarak gerçekleşmiştir. Pasifin ise neredeyse tamamı özsermaye kaleminden oluşmakta olup 2005-2007 döneminde aktifin finansmanında özsermayenin payı yüzde 98 olarak gerçekleşmiştir.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktif büyüklüğü özellikle 2007 yılında ciddi olarak artmıştır. 2005 yılında 1.6 milyar YTL olan GMYO konsolide aktif büyüklüğü, yüzde 26 artışla 2006 yılı sonunda 2.1 milyar YTL'ye yükselmiş, 2007 yılında yüzde 37 artışla 2.8 milyar YTL olarak gerçekleşmiştir. Ancak daha da büyümesi beklenen bu sektörün küresel piyasalardaki dalgalanmalardan olumsuz yönde etkilendiği ve büyüme potansiyelinin oldukça altında gelişme gösterdiği düşünülmektedir.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yatırım amaçlı gayrimenkullerin aktifteki payı 2005 yılında yüzde 60 iken, bu oran 2007 yılında ise yüzde 47'ye gerilemiştir. Dönen varlıkların aktifteki payının 2007 yılında yükselmesinin nedeni ise devam eden inşaatlardan olan alacak kalemlerinin artmasından ve gayrimenkul piyasasındaki durgunluğa bağlı olarak menkul kıymetlere yapılan yatırımlardaki artıştan kaynaklanmaktadır.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının aktiflerinin esas itibariyle özsermaye ile finanse edildiği gözlenmektedir. 2005 yılında aktifin yüzde 89'u özsermaye ile finanse edilirken, bu oran 2006 yılında yüzde 83'e gerilemiş, 2007 yılında ise tekrar yükselerek yüzde 86 olarak gerçekleşmiştir.
- Sermaye Piyasası Kanunu'nda risk sermayesi yatırım ortaklıkları olarak belirtilen girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının gelişmesi konusunda önemli aşamalar kaydedilememiştir. Halihazırda iki adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı bulunmakta olup 2007 yılı sonu itibariyle konsolide aktif toplamı 112 milyon YTL'dir.

KAYNAKÇA

Sermaye Piyasası Kanunu.

Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 4).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 11).

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: VI, No: 15).

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr

EK TABLOLAR

EK TABLO 1 MKYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
VARLIKLAR			
Cari / Dönen Varlıklar	470,193,173	564,344,040	695,916,056
Hazır Değerler	50,937,627	119,667,465	135,811,630
Menkul Kıymetler (net)	402,969,814	416,826,513	543,376,971
Ticari Alacaklar (net)	10,184,152	24,372,962	15,395,589
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	1,701,723	894,219	172,072
Diğer Alacaklar (net)	1,284,452	1,114,103	531,533
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0
Stoklar (net)	0	0	0
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	3,115,404	1,468,777	628,261
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	472,995	556,864	668,725
Ticari Alacaklar (net)	64	9	9
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	0	0
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0
Finansal Varlıklar (net)	0	0	0
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0	0
Maddi Varlıklar (net)	358,404	339,246	425,904
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	63,863	154,821	175,979
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	4,363	0
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	50,663	58,426	66,833
TOPLAM VARLIKLAR	470,666,168	564,900,904	696,584,781
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,085,111	11,150,397	11,022,443
Finansal Boçlar (net)	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	32,192	23,011	3,411
Ticari Borçlar (net)	4,200,157	5,353,976	8,263,320
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	4,047,660	2,463,249	928,568
Alınan Avanslar	0	0	0
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0
Borç Karşılıkları	94,906	571,041	383,836
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	710,197	2,739,120	1,443,308
Uzun Vadeli Yükümlülükler	351,132	409,282	532,734
Finansal Borçlar (net)	0	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	2,951	2,320	2,320
Alınan Avanslar	0	0	0
Borç Karşılıkları	348,181	406,962	530,414
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	0	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	0	0	0
ÖZSERMAYE	461,229,925	553,341,226	685,029,606
Sermaye	183,148,093	295,167,001	327,603,842
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0	0
Sermaye Yedekleri	153,322,552	145,191,744	144,704,868
Hisse Senetleri İhraç Primleri	8,602,246	13,781,065	13,878,027
Hisse Senedi İptal Karları	0	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	138,188	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	142,993,547	131,478,062	130,894,223
Sermaye artırımından doğan masraflar	1,588,570	-67,383	-67,383
Kar Yedekleri	43,208,805	88,801,740	92,090,224
Yasal Yedekler	4,868,832	10,173,406	11,758,685
Statü Yedekleri	0	0	0
Olağanüstü Yedekler	26,474,662	43,599,429	52,427,858
Özel Yedekler	11,865,311	35,028,905	27,903,681
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	0
Net Dönem Karı/Zararı	111,746,818	15,877,591	117,258,917
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-30,196,343	8,303,150	3,371,755
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	470,666,168	564,900,904	696,584,782

EK TABLO 2 MKYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
ESAS FAALİYET GELİRLERİ			
Satış Gelirleri (net)	4,780,094,050	5,902,783,583	9,893,993,951
Satışların Maliyeti (-)	-4,692,885,819	-5,878,784,109	-9,803,417,491
Hizmet Gelirleri (net)	146	463	233
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	33,163,036	23,523,977	48,513,810
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	120,371,413	47,523,914	139,090,502
Faaliyet Giderleri (-)	-20,270,940	-28,092,246	-31,134,616
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	100,100,473	19,431,668	107,955,886
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	17,446,460	4,528,241	13,989,571
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	-5,750,520	-7,511,204	-4,684,174
Finansman Giderleri (-)	-401	-36,475	-2,365
FAALİYET KARI/ZARARI	111,796,011	16,412,230	117,258,918
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	0	0	0
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	111,796,011	16,412,230	117,258,918
Vergiler	-49,194	-534,639	0
NET DÖNEM KARI/ZARARI	111,746,817	15,877,591	117,258,918

EK TABLO 3 GMYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
VARLIKLAR			
Cari / Dönen Varlıklar	480,477,942	632,919,681	1,357,276,503
Hazır Değerler	143,295,945	84,367,424	418,039,645
Menkul Kıymetler (net)	153,693,476	91,421,307	313,640,551
Ticari Alacaklar (net)	20,275,586	19,580,535	12,290,828
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	35,745	26,548
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	6,743,368	6,684,334	24,419,456
Diğer Alacaklar (net)	10,773,947	29,995,970	49,703,804
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0
Stoklar (net)	143,301,856	393,653,152	530,066,591
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	2,393,764	7,181,216	9,089,080
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	1,145,325,973	1,418,839,882	1,450,938,391
Ticari Alacaklar (net)	2,098,826	309,080	65,162
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	0	13,200,266	0
Diğer Alacaklar (net)	0	10,293,106	5,583,276
Finansal Varlıklar (net)	2,852,525	18,642,184	5,018,026
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	0	0	3,522,181
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	982,738,247	1,296,811,894	1,307,833,239
Maddi Varlıklar (net)	157,218,224	78,167,236	123,384,070
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	413,487	406,831	2,852,839
Ertelenen Vergi Varlıkları	4,462	2,528	1,668
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	202	1,006,756	2,677,930
TOPLAM VARLIKLAR	1,625,803,915	2,051,759,563	2,808,214,894
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	101,146,531	257,762,207	353,910,956
Finansal Boçlar (net)	2,958,302	32,826,949	73,491,359
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	0	2,044,732	32,858,222
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	1,271,391	11,471,754
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	2,026,924	1,154,548	5,212,739
Ticari Borçlar (net)	7,407,893	17,100,993	12,649,727
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	1,165,785	6,169,733	17,111,129
Alınan Avanslar	77,558,534	183,437,293	186,326,276
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0
Borç Karşılıkları	4,657,496	4,339,100	4,816,272
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	583,283	385,329
Diğer Yükümlülükler (net)	5,371,597	8,834,185	9,588,148
Uzun Vadeli Yükümlülükler	82,545,841	94,641,846	44,954,963
Finansal Borçlar (net)	0	38,145,829	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	0	10,568,621	15,356,053
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	605,872	835,167	812,892
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	0	0
Alınan Avanslar	81,502,727	44,407,184	27,975,418
Borç Karşılıkları	426,620	674,011	799,874
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	2,034	2,039	3,260
Diğer Yükümlülükler (net)	8,588	8,996	7,466
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	216,308	201,324	401,562
ÖZSERMAYE	1,441,895,235	1,699,154,185	2,408,947,413
Sermaye	507,426,926	689,669,723	968,587,140
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	-7,000,000	0	0
Sermaye Yedekleri	723,233,483	731,117,245	1,047,872,915
Hisse Senetleri İhraç Primleri	553,097	587,467	426,243,706
Hisse Senedi İptal Karları	0	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0	20,379,088
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	1,642,970	767,890	909,681
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	721,037,416	729,761,888	600,340,440
Kar Yedekleri	31,397,225	66,990,181	101,054,127
Yasal Yedekler	11,225,480	22,620,762	31,961,292
Statü Yedekleri	0	15,610,235	15,610,235
Olağanüstü Yedekler	19,890,574	16,579,386	31,548,001
Özel Yedekler	473,192	11,800,559	25,817,224
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	-192,021	379,240	-3,882,625
Net Dönem Karı/Zararı	126,148,246	163,879,574	197,176,513
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	60,689,355	47,497,462	94,256,717
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	1,625,803,915	2,051,759,563	2,808,214,894

EK TABLO 4 GMYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
ESAS FAALİYET GELİRLERİ			
Satış Gelirleri (net)	1,343,197,477	1,656,219,225	576,759,558
Satışların Maliyeti (-)	-1,247,164,662	-1,550,681,511	-407,025,407
Hizmet Gelirleri (net)	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	226,255	620,531	158,715
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	96,259,070	106,158,246	169,892,866
Faaliyet Giderleri (-)	-23,998,775	-35,294,377	-55,743,579
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	72,260,295	70,863,868	114,149,288
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	78,546,154	136,388,194	457,368,058
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	-19,260,766	-41,595,498	-377,464,468
Finansman Giderleri (-)	-386,567	-1,682,502	3,449,621
FAALİYET KARI/ZARARI	131,159,115	163,974,062	197,502,499
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	-29,755	-8,927	-200,232
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	131,129,360	163,965,135	197,302,267
Vergiler	-4,981,114	-85,561	-125,754
NET DÖNEM KARI/ZARARI	126,148,246	163,879,574	197,176,513

EK TABLO 5 GSYO'NIN KONSOLİDE BİLANÇOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
VARLIKLAR			
Cari / Dönen Varlıklar	61,715,947	81,024,785	84,803,488
Hazır Değerler	925,459	33,265,043	2,560,582
Menkul Kıymetler (net)	56,977,155	45,618,215	78,172,117
Ticari Alacaklar (net)	1,991,019	1,710,524	2,918,982
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	138,906	128,130	7,984
Diğer Alacaklar (net)	854,229	186,283	970,236
Canlı Varlıklar (net)	0	0	0
Stoklar (net)	294,289	11,044	28,905
Devam Eden İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar (net)	0	0	0
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	0	0
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	534,890	105,546	144,682
Cari Olmayan / Duran Varlıklar	52,106,754	28,275,616	27,148,286
Ticari Alacaklar (net)	51,771	11,575	13,256
Finansal Kiralama Alacakları (net)	0	0	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	50	0	0
Diğer Alacaklar (net)	0	0	0
Finansal Varlıklar (net)	24,176,415	24,902,471	19,960,414
Pozitif/Negatif Şerefiye (net)	14,603,229	2,111,488	5,485,860
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	0	0	0
Maddi Varlıklar (net)	12,072,021	140,994	180,874
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	825,051	1,103,052	1,507,882
Ertelenen Vergi Varlıkları	0	6,036	0
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	378,217	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	113,822,701	109,300,401	111,951,774
	0	0	0
YÜKÜMLÜLÜKLER	0	0	0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,439,271	495,339	1,349,596
Finansal Boçlar (net)	141,627	111,977	403,910
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	2,027,328	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	424,813	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	2,371,842	84,571	197,674
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	292,578	105,698	441,817
Alınan Avanslar	59,317	0	0
Devam Eden İnşaat Sözleşmeleri Hakediş Bedelleri (net)	0	0	0
Borç Karşılıkları	0	88,022	98,855
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	1,121,766	105,071	207,340
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,605,176	362,999	49,086
Finansal Borçlar (net)	5,339,612	340,390	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	590,562	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	0	0	0
Ticari Borçlar (net)	0	0	0
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	0	166	166
Alınan Avanslar	0	0	0
Borç Karşılıkları	289,277	22,443	35,020
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	376,389	0	0
Diğer Yükümlülükler (net)	9,336	0	13,900
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	2,029,998	0	0
ÖZSERMAYE	98,748,256	108,442,063	110,553,092
Sermaye	23,400,000	23,400,000	24,300,000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	0	0	0
Sermaye Yedekleri	72,671,930	72,671,930	72,671,930
Hisse Senetleri İhraç Primleri	7,000,000	7,000,000	7,000,000
Hisse Senedi İptal Karları	0	0	0
Yeniden Değerleme Fonu	0	0	0
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu	0	0	0
Öz Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	65,671,930	65,671,930	65,671,930
Sermaye artırımından doğan masraflar	0	0	0
Kar Yedekleri	6,194,798	10,351,963	12,838,475
Yasal Yedekler	2,128,076	3,395,456	4,058,655
Statü Yedekleri	0	0	0
Olağanüstü Yedekler	3,979,153	3,979,153	7,157,742
Özel Yedekler	87,569	2,977,354	1,577,977
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	44,101
Net Dönem Karı/Zararı	10,203,910	9,729,230	2,566,928
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-13,722,382	-7,711,060	-1,824,241
TOPLAM ÖZ SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER	113,822,701	109,300,401	111,951,774

EK TABLO 6 GSYO'NIN KONSOLİDE GELİR TABLOSU

(YTL)	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
ESAS FAALİYET GELİRLERİ			
Satış Gelirleri (net)	32,394,589	40,823,602	18,505,119
Satışların Maliyeti (-)	-19,795,856	-20,033,865	-16,728,452
Hizmet Gelirleri (net)	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira (net)	0	0	0
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	12,598,733	20,789,737	1,776,667
Faaliyet Giderleri (-)	-9,083,102	-7,054,966	-5,853,056
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	3,515,631	13,734,771	-4,076,389
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	10,592,077	8,885,623	15,958,880
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	-2,215,956	-9,637,458	-9,249,598
Finansman Giderleri (-)	-1,409,089	-1,522,806	-59,929
FAALİYET KARI/ZARARI	10,482,663	11,460,130	2,572,964
Net Parasal Pozisyon Kar/Zararı	0	0	0
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR/ZARAR	-439,227	-1,181,012	0
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	10,043,436	10,279,118	2,572,964
Vergiler	160,474	-549,888	-6,036
NET DÖNEM KARI/ZARARI	10,203,910	9,729,230	2,566,928