

EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. DEĞERLEME RAPORU

İstanbul, 13 Mayıs 2010

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanlığı'na

Şirketinizce tarafımızdan talep edilen değerlendirme raporuna ilişkin detay bilgiler işbu dosyada bilgilerinize sunulmuştur.

Değerleme raporumuz ve Şirketiniz için nihai olarak elde ettiğimiz hisse birim fiyatı, tarafınızca sağlanan finansal bilgiler, projeksiyonlar, varsayımlar ve sair bilgiler ile mevcut makroekonomik koşulların bir arada değerlendirilmesinin sonucu olmasıyla sınırlıdır.

Şirketiniz ile ilgili nihai hisse birim fiyatının tespiti çalışmalarında kullandığımız değerlendirme yöntemlerine dayanak teşkil eden ve ileri yıllara ait nakit akım projeksiyonlarının gerçekleştirilebilirliği açıklanan varsayımların gerçekleşmesi ve tutarlılığı ile doğru orantılıdır.

Raporda sıralanan varsayımların gerçekleşmesi durumunda, İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa (Borsa) Çarpanları yöntemleri kullanılarak hesaplanan Şirketiniz Özsermayesi ve Hisse Birim Fiyatı ile ilgili bilgi ve detayları aşağıda bulacaksınız..

En derin saygılarımızla,

METRO YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.

Güray Günay
Genel Müdür

Mustafa Koç
Mali İşler Müdürü

EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Nihai Özsermaye Değeri ve Hisse Birim Fiyatı	
Nihai Özsermaye Değeri	41,288,919.- TL.
Sermaye	20,000,000.- TL.
Birim Hisse Fiyatı	2.06.- TL.
Halka Arz İskontosu	% 25
Nihai Hisse Birim Fiyatı	1.55.- TL.

1. Bilgi Kaynakları

Değerleme çalışmalarımıza esas teşkil eden kaynaklar aşağıdaki gibidir:

- Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 31.12.2007, 31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihleri itibariyle bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları,
- Şirket yönetiminden temin edilen Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile ilgili operasyonel bilgiler,
- Şirket yönetimi tarafından hazırlanan gelecek beş yıllık faaliyetlere ilişkin projeksiyonlar,
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) verileri,
- İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOBAŞ) verileri.

2. Şirket Hakkında Genel Bilgi

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Şirket") 1996 yılında kurulmuştur. Şirket'in faaliyet konusu sermaye piyasalarında alım-satıma aracılık ve portföy yönetimi hizmetlerinde bulunmaktadır.

Şirket'in merkezi, Yıldız Posta Caddesi No: 17 Kat: 3 Cerrahoğulları İş Merkezi Esentepe Şişli – İSTANBUL adresindedir.

Şirket'in Ankara' da iki, Antalya ve İstanbul Gayrettepe'de birer olmak üzere toplam dört şubesi mevcuttur.

Şirket'in ödenmiş sermayesi 20,000,000.- TL. olup ortaklık yapısı 31.12.2009 tarihi itibariyle aşağıdaki gibidir.

<u>Adı Soyadı (Ticaret Ünvanı)</u>	<u>Pay Oran (%)</u>	<u>Pay Tutarı (TL)</u>
Mustafa Şahin	99.02	19,803,198
Diğer (6 Gerçek Kişi)	0.98	196,802
Ödenmiş Sermaye	100.00	20,000,000

Şirket, faaliyet alanı sigortacılık olan ve 20,000,000 TL. nominal sermayesi bulunan Euro Sigorta A.Ş.'ne %89,32 oranında iştirak etmiştir.

3. Pazar Hakkında Genel Bilgi

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985'te kurulmuş, 3 Ocak 1986 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Son beş yıl itibariyle İMKB'de hisse senedi piyasalarında oluşan işlem hacimleri aşağıdaki gibidir.

Yıl	(Milyon TL)
2004	415,844
2005	539,863
2006	325,131
2007	726,485

2008	665,170
2009	965,068

Kaynak: İMKB

Nisan 2010 itibariyle İMKB’de 89 adet aracı kurum bulunmaktadır. 2009 yılı hisse senetleri piyasası işlem hacmi bazında pazar lideri 76.6 milyar TL’lik hacimle İş Yatırım’dır. Euro Yatırım, İMKB’deki aracı kurumlar arasında 8.9 milyar TL’lik hacimle 2009 yılında 34. sırada yer almıştır.

4. Mali Tablolar

Şirket’in mali tabloları Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu tarafından onaylanmış standartlar ve yorumlar ile Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi ve Standart Yorumlama Komitesi tarafından onaylanarak yürürlüğe girmiş yorumları içeren Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile uyumlu olarak hazırlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 01.01.2008 tarihi ve sonrasında başlayan hesap dönemlerine ait ilk ara dönem finansal raporlardan itibaren geçerli olmak üzere, Seri: XI, No:29 “Sermaye Piyasalarında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği” ile, işletmelerin Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları’nı (UFRS/UFRS) uygulamalarını zorunlu kılmıştır.

Türkiye’de faaliyet gösteren Şirket’in para ölçüm birimi Türk Lirası’dır.

Şirket’in değerlendirme çalışmasında kullanılan projeksiyonlara baz oluşturan ve A.C. İstanbul Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2007, 31.12.2008 ve 31.12.2009 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin mali tabloları (Bilanço ve Gelir Tabloları) aşağıdaki gibidir.

EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ **BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2009 TARİHLİ BİLANÇO**

(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

	Cari Dönem <u>12/31/2009</u>	Geçmiş Dönem <u>12/31/2008</u>	Geçmiş Dönem <u>12/31/2007</u>
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	11,057,059	12,140,967	15,415,834
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,162,743	2,158,695	3,139,866
Finansal Yatırımlar	1,834,929	3,488,555	1,352,053
Ticari Alacaklar	3,496,477	5,008,040	10,622,512
Diğer Alacaklar	488,686	510,072	43,000
Diğer Dönen Varlıklar	74,224	975,605	258,403
Duran Varlıklar	20,096,081	17,690,157	9,221,201
Ticari Alacaklar	-	-	-
Diğer Alacaklar	4,191,367	2,543,656	3,306,939
Finansal Yatırımlar	9,945,313	8,648,646	4,999,997

Maddi Duran Varlıklar	5,885,599	6,386,356	819,366
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	23,212	45,313	59,328
Ertelenen Vergi Varlıkları	50,590	66,186	35,571
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-
Toplam Varlıklar	31,153,140	29,831,124	24,637,035

EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ
BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2009 TARİHLİ BİLANÇO

(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir.)

	Cari Dönem	Geçmiş Dönem	Geçmiş Dönem
	<u>12/31/2009</u>	<u>12/31/2008</u>	<u>12/31/2007</u>
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,996,524	8,145,871	15,694,074
Finansal Borçlar	852,322	3,241,100	13,228,480
Ticari Borçlar	6,714,117	4,681,427	1,269,629
Diğer Borçlar	1,074,646	102,925	608,639
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	177,175
Borç Karşılıkları	242,429	62,419	340,179
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	113,010	58,000	69,972
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,273,677	4,079,333	178,547
Finansal Borçlar	3,169,209	3,978,789	-
Diğer Borçlar	516	516	516
Borç Karşılıkları	-	-	-
Kıdem Tazminatı Karşılığı	48,526	47,797	149,591
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	52,907	49,712	24,408
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,519	2,519	4,032
ÖZKAYNAKLAR	18,882,939	17,605,920	8,764,414
Ödenmiş Sermaye	20,000,000	17,000,000	7,000,000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	51,502	2,100,782	2,100,782
Değer Artış Fonları	-	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	147,933	147,933	111,512
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	(1,642,795)	(379,490)	(1,117,086)
Net Dönem Karı/(Zararı)	326,299	(1,263,305)	669,206
TOPLAM KAYNAKLAR	31,153,140	29,831,124	24,637,035

EURO YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ
BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2009 TARİHİNDE SONA EREN HESAP
DÖNEMİNE AİT GELİR TABLOSU

(Tüm tutarlar, TL olarak gösterilmiştir.)

	Cari Dönem	Önceki Dönem	Önceki Dönem
	<u>01.01.-</u>	<u>01.01.-</u>	<u>01.01.-</u>
	<u>31.12.2009</u>	<u>31.12.2008</u>	<u>31.12.2007</u>
<u>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER</u>			
Satış Gelirleri	10,420,156	17,174,468	36,436,569
Satışların Maliyeti (-)	(6,908,319)	(13,954,819)	(32,481,669)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	422,325	1,610,128	1,392,223
BRÜT KAR/(ZARAR)	3,934,162	4,829,777	5,347,123
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(581,578)	(667,845)	(417,941)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(3,335,178)	(4,321,933)	(3,827,355)
Diğer Faaliyet Gelirleri	577,149	386,043	244,934
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(94,803)	(20,249)	(53,790)
FAALİYET KARI/(ZARARI)	499,752	205,793	1,292,971
Finansal Gelirler	1,693,237	1,855,358	1,285,495
Finansal Giderler (-)	(1,847,899)	(3,355,970)	(1,712,118)
S.F. VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	345,090	(1,294,819)	866,348
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir / (gideri)			
- Dönem vergi gelir / (gideri)	-	-	(177,175)
- Ertelenmiş vergi gelir / (gideri)	(18,791)	31,514	(19,967)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)	326,299	(1,263,305)	669,206
NET DÖNEM KARI/(ZARARI)	326,299	(1,263,305)	669,206

- Şirket'in satış gelirleri aracılık faaliyetleri komisyon gelirleri, portföy yönetim gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır.
- Aracılık faaliyetleri komisyon gelirleri, Şirket'in müşteri portföyünde bulunan kurumsal ve bireysel yatırımcıların hisse senetleri piyasası, vadeli işlem ve opsiyon borsası, devlet tahvil, bono ve repo piyasalarında yaptıkları işlemler üzerinden alınan alış ve satış komisyonlarından oluşmaktadır.
- Portföy yönetim gelirleri, Şirket'in kar amaçlı alım satım yapmak üzere oluşturduğu portföyündeki hisse senetleri, devlet tahvil ve bonoları ile eurobond satışlarından oluşmaktadır.
- Diğer gelirler ise müşterilere kullandırılan kredili işlemler üzerinden alınan faiz gelirleri, kira ve danışmanlık gelirlerinden oluşmaktadır.
- Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri İMKB ve VOB borsa payı, TSPAKB giderleri, yatırımcıları koruma fonu, Takasbank ve MKK komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

- Genel Yönetim Giderleri, personel giderleri, temsil ağırlama, kira, seyahat, sigorta, danışmanlık, amortisman, avukatlık, danışmanlık, haberleşme, elektrik ve ısınma gibi giderlerden oluşmaktadır.

5. Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Yaklaşımı

a) Değerleme Yöntemleri

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Discounted Cash Flow)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine göre bir şirketin değeri; şirketin yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, yönetim kadrosu ve yatırım stratejileri ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Buna göre şirketin değeri, projeksiyon dönemi süresince sağlanması beklenen nakit akımları ile projeksiyon dönemi sonunda hesaplanan şirket artık değerinin belirlenen bir iskonto oranı ile bugünkü değerlerine getirilmesi ile bulunur.

Bu yöntem özetle, şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlendirme tarihine indirgenmesi olarak ifade edilebilir. İndirgeme işlemi piyasa koşullarına paralel ve şirket'in risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu yöntemde şirket'in değeri indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır.

Özsermaye değeri hesaplanırken, aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan nakit değerlerinin ve banka kredilerinin (var ise) piyasa değeri de göz önüne alınmaktadır. Bu yöntemde nakit akımlarına uygulanan iskonto oranının niteliği dikkate alınarak Şirket'in hisse değeri hesaplanmaktadır.

- Piyasa Çarpanları Analizi (Trading Multiples)

Piyasa Çarpanları ile değerlemede, değerlendirme yapılan şirket'in mali tabloları, benzer sektörlerde faaliyet gösteren ve İstanbul Menkul Değerler Borsasında işlem gören ve değerlendirme yapılacak şirket ile aynı sektörde ve benzer finansal büyüklükte bulunan şirketlerin ortalama finansal rasyoları ile karşılaştırılmaktadır.

Piyasa Çarpanları Analizinde kullanılan başlıca çarpanlardan bazıları aşağıda sıralanmıştır:

Şirket Değeri / FAVÖK (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar)

Şirket Değeri / Net Satışlar

Şirket Değeri / Faaliyet Karı

Şirket Değeri / Net Kar

Piyasa Değeri / Defter Değeri

F/K (Fiyat Kazanç) oranlarıdır.

Karşılaştırmada kullanılacak çarpan değerlendirme yapılacak şirketin içerisinde bulunduğu sektöre göre farklılık gösterebilmektedir. Bu analiz sonucu şirket için karşılaştırılabilir şirket değerine ulaşılmaktadır.

- **El Değişirme Çarpanları Analizi (Transaction Multiples)**

El Değişirme Çarpanları yöntemine göre değerlemede Şirket ile benzer konularda faaliyet gösteren ve Türkiye ve uluslararası piyasalarda son birkaç yıl içerisinde gerçekleşen yerli ve yabancı şirket el değiştirmelerinde gerçekleşen tutarlar üzerinden hesaplanan çarpanlar kullanılmaktadır.

El Değişirme Çarpanları yöntemlerinde kullanılan çarpanlardan bazıları aşağıda sıralanmıştır:

Şirket Değeri / FAVÖK (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar)

Şirket Değeri / Net Satışlar

Şirket Değeri / Faaliyet Karı

Şirket Değeri / Net Kar

Bu yöntem daha çok şirket hisse satışlarında kullanılmaktadır.

b) Değerleme Yaklaşımı

Bankalar, Sigorta Şirketleri, Aracı Kurumlar, Faktoring ve Finansal Kiralama Şirketleri gibi finansal hizmet sağlayan firmaların halka arz hisse birim fiyat değerlemesinde genellikle İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve karşılaştırmalı Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanları kullanılmaktadır. Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanı kullanılarak yapılacak karşılaştırmalı değerlemede İMKB'de Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile aynı faaliyet alanında olan İş Yatırım Menkul Değerlere ait veriler kullanılmıştır. Ayrıca, Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin iştiraki olan Euro Sigorta A.Ş.'nin değerlemesinde İMKB'de işlem gören sigorta şirketlerinin ortalama Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanları kullanılmıştır. Her iki yöntem ile bulunan Özsermaye Değerleri eşit oranda ağırlıklandırılarak Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. için Nihai Özsermaye Değeri'ne ulaşılması hedeflenmektedir.

6. Değerleme Analizi, Öngörüler ve Sonuçları

I - İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 2010-2014 dönemini kapsayan finansal projeksiyonları aşağıdaki varsayımlar çerçevesinde hazırlanmıştır.

a) Gelir Projeksiyonları

2007-2009 dönemi gerçekleşen aracılık komisyon gelirlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir.

Aracılık Komisyon Gelirleri (TL)	2007G	2008G	2009G
Hisse Senedi Piyasaları Komisyon Gelirleri			
İMKB İşlem Hacmi (milyon TL)	726,484	665,170	965,068
Euro İşlem Hacmi (milyon TL)	5,705	5,575	8,943
Euro Pazar Payı	%0.79	%0.84	%0.93
Euro Ortalama Komisyon Oranı	%0.05	%0.03	%0.02
Komisyon İadeleri (-)	-856,976	-812,077	-782,366
Komisyon İadeleri (%)	%0.02	%0.01	%0.01
Hisse Senetleri Piyasaları Komisyon Gelirleri	2,711,718	1,871,465	1,972,373
VOB Komisyon Gelirleri			
VOB İşlem Hacmi (milyon TL)	118,035	207,963	334,173
Euro İşlem Hacmi (milyon TL)	4,948	7,744	7,401

Euro Pazar Payı	%4.19	%3.72	%2.21
Euro Ortalama Komisyon Oranı	%0.01	%0.01	%0.01
VOB Komisyon Gelirleri	734,074	1,159,022	1,042,136
Toplam Komisyon Gelirleri	3,445,792	3,842,564	3,796,875

Yukarıda verilen analiz baz alınarak Şirket'in 2010 – 2014 dönemi aracılık komisyon gelirleri hazırlanmıştır.

Aracılık Komisyon Gelirleri (TL)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Hisse Senedi Piyasaları Komisyon Gelirleri					
İMKB İşlem Hacmi (milyon TL)	1,158,082	1,273,890	1,401,279	1,541,407	1,695,547
Euro İşlem Hacmi (milyon TL)	11,581	15,287	19,618	24,663	30,520
Euro Pazar Payı	%1.00	%1.20	%1.40	%1.60	%1.80
Euro Ortalama Komisyon Oranı	%0.03	%0.03	%0.03	%0.03	%0.03
Komisyon İadeleri (-)	-1,013,132	-1,337,334	-1,716,245	-2,157,565	-2,669,987
Komisyon İadeleri (%)	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01
Hisse Senetleri Piyasaları Komisyon Gelirleri	2,901,566	3,830,067	4,915,253	6,179,175	7,646,729
VOB Komisyon Gelirleri					
VOB İşlem Hacmi (milyon TL)	367,590	385,970	405,268	425,532	446,808
Euro İşlem Hacmi (milyon TL)	11,028	11,579	14,184	14,894	17,872
Euro Pazar Payı	%3.00	%3.00	%3.50	%3.50	%4.00
Euro Ortalama Komisyon Oranı	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01
VOB Komisyon Gelirleri	1,552,813	1,630,454	1,997,306	2,097,172	2,516,606
Toplam Komisyon Gelirleri	4,454,380	5,460,521	6,912,559	8,276,347	10,163,335

G: Gerçekleşen T: Tahmini

*VOB: Vadeli İşlem Opsiyon Borsası

Hisse senedi piyasaları komisyon gelirleri İMKB işlem hacminde öngörülen artış ve Euro Yatırımın pazar payındaki artışa paralel olarak öngörülen işlem hacimleri üzerinden ortalama komisyon oranları kullanılarak hesaplanmıştır. Buna göre İMKB işlem hacminin 2010 yılında %20, diğer yıllarda ise %10 artacağı öngörülmüştür. Pazar payı ve ortalama komisyon oranları yukarıdaki tabloda verilmiştir.

VOB piyasası komisyon gelirleri de işlem hacminde öngörülen artış ve Euro Yatırımın pazar payındaki artışa paralel olarak öngörülen işlem hacimleri üzerinden ortalama komisyon oranları kullanılarak hesaplanmıştır. Buna göre VOB işlem hacminin 2010 yılında %10, diğer yıllarda ise %5 artacağı öngörülmüştür. Pazar payı ve ortalama komisyon oranları yukarıdaki tabloda verilmiştir.

Portföy Yönetim Gelirleri (TL)	2007G	2008G	2009G
Hisse Senetleri	9,904,111	894,311	2,917,714
Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları	16,596,423	10,642,326	4,331,933
Eurobond	5,530,837	2,607,344	0
Yabancı Hisse	959,406	0	0
Toplam Portföy Yönetim Gelirleri	32,990,777	14,143,981	7,249,647
Portföy Yönetim Maliyetleri			
Hisse Senetleri	-9,662,075	-902,205	-2,838,055

Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları	-16,283,826	-10,441,245	-4,070,264
Eurobond	-5,597,875	-939	0
Yabancı Hisse	-937,893	-2,610,430	0
Satışların Maliyeti	-32,481,669	-13,954,819	-6,908,319

G: Gerçekleşen

Şirket, hisse senetleri, devlet tahvil ve bonoları ve eurobondlardan oluşan portföy yöneticiliği yapmakta ve bu kapsamda söz konusu finansal enstrümanların kar amaçlı alım satımını yapmaktadır. Portföy yönetim gelirleri bu amaçla yapılan satışları içermektedir. İş bu tarihsel analiz baz alınarak öngörülen portföy yönetim gelir ve maliyet projeksiyonları aşağıdaki gibidir.

Portföy Yönetim Gelirleri (TL)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Hisse Senetleri	7,294,285	9,482,571	12,327,342	16,025,544	20,833,207
Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları	4,765,126	5,003,383	5,253,552	5,516,229	5,792,041
Eurobond	2,000,000	2,100,000	2,205,000	2,315,250	2,431,013
Yabancı Hisse					
Toplam Portföy Yönetim Gelirleri	14,059,411	16,585,953	19,785,893	23,857,023	29,056,261
Portföy Yönetim Maliyetleri					
Hisse Senetleri	-6,564,857	-8,534,313	-10,478,240	-13,301,202	-17,354,062
Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları	-4,526,870	-4,753,213	-4,990,874	-5,240,418	-5,502,439
Eurobond	-1,900,000	-1,995,000	-2,094,750	-2,199,488	-2,309,462
Yabancı Hisse	0	0	0	0	0
Satışların Maliyeti	-12,991,726	-15,282,527	-17,563,865	-20,741,107	-25,165,962

T: Tahmini

Hisse senetleri portföy gelirlerinin alım satım büyüklüğünün yaşanan global finansal krizin etkilerinin azalması ile birlikte 2010 yılında %150 artacağı, ilerleyen yıllarda ise yıllık %30 artacağı öngörülmüştür. Devlet tahvilleri ve bono portföyünün ise 2010 yılında %10 diğer yıllarda ise %5 oranında artacağı öngörülmüştür. Eurobond ise 2010 yılında tekrar portföye alınarak, portföy büyüklüğünün yıllık %5'lik bir artış göstereceği öngörülmektedir.

Portföy yönetim maliyetleri geçmiş yıllarda oluşan kar marjları baz alınarak öngörülmüştür. Buna göre hisse senetleri alım satım kar marjlarının 2010 yılı için %10, daha sonraki yıllar için ise %15-%17'ler düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Devlet tahvili, bono ve eurobondlarda alım satım kar marjının projeksiyon dönemi süresince %5 düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Diğer Gelirler (TL)	2007G	2008G	2009G
Kurumsal Finansman Gelirleri			
Halka Arz Sayısı			
Ortalama Konsorsiyum Geliri			
Müşterilerden Alınan Faiz Gelirleri	1,392,223	1,610,128	422,325
MAFG / Hisse Senetleri İşlem Hacmi	%0.02	%0.03	%0.00

Kira Gelirleri	10,440	59,760	185,246
Danışmanlık Gelirleri	0	37,813	0
Toplam Diğer Gelirler	1,402,663	1,707,701	607,571

G: Gerçekleşen *MAFG: Müşterilerden Alınan Faiz Gelirleri

Kira gelirleri sahip olunan gayrimenkullerden elde edilen gelirlerdir. Diğer gelirlerin projeksiyon dönemi öngörülürü aşağıdaki gibidir.

Diğer Gelirler	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Kurumsal Finansman Gelirleri	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
Halka Arz Sayısı	10	10	10	10	10
Ortalama Konsorsiyum Geliri	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
Müşterilerden Alınan Faiz Gelirleri	1,668,050	2,201,825	2,825,676	3,552,278	4,395,945
MAFG / Hisse Senetleri İşlem Hacmi	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01	%0.01
Kira Gelirleri	384,000	395,520	407,386	419,607	432,195
Danışmanlık Gelirleri	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
Toplam Diğer Gelirler	2,722,050	3,267,345	3,903,062	4,641,886	5,498,140

T: Tahmini

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun önderliğinde başlatılan halka arz seferberliğinin de vereceği ivmeyle, Şirket 2010 yılından itibaren her yıl 10 adet halka arzda konsorsiyum üyesi olarak yer almayı öngörmektedir. Müşterilerden alınan faiz gelirleri toplam işlem hacmine bağlı olarak projeksiyon döneminde arttırılmıştır. Kira gelirleri mevcut sözleşmeler kapsamında yıllık %3 oranında arttırılmıştır. Mevcut sözleşmeler kapsamındaki danışmanlık gelirleri projeksiyon dönemi süresince sabit tutulmuştur.

b) Maliyet Projeksiyonları

Faaliyet Giderleri Projeksiyonları Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
İMKB Borsa Payı	-116,631	-199,362	-255,848	-321,637	-398,026
TSPAKB Giderleri	-11,055	-11,387	-11,728	-12,080	-12,442
İMKB Giderleri	-37,352	-49,304	-63,274	-79,544	-98,436
Yatırımcıları Koruma Fonu	-20,000	-20,000	-20,000	-20,000	-20,000
VOB Borsa Payı ve Giderleri	-580,149	-609,156	-746,217	-783,527	-940,233
TAKASBANK ve MKK Komisyon ve Giderleri	-29,056	-38,354	-49,221	-61,878	-76,574
Toplam Pazarlama Satış Giderleri	-794,243	-927,564	-1,146,288	-1,278,667	-1,545,712

Genel Yönetim Giderleri	-3,668,696	-4,035,565	-4,439,122	-4,883,034	-5,371,338
Diğer Giderler	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000

Pazarlama satış dağıtım giderlerini oluşturan gider kalemlerinden sabit olan TSPAKB gideri dışındaki diğer giderler toplam işlem hacmi üzerinden hesaplandığından ötürü, projeksiyon dönemi Euro Yatırım işlem hacim artışları bu gider kalemlerine yansıtılmıştır. TSPAKB gideri yıllık %3 oranında arttırılmıştır. Genel Yönetim Giderleri satışlardaki artışa ve enflasyon öngörülerini doğrultusunda projeksiyon döneminde yıllık %10 oranında arttırılmıştır.

c) Gelir Projeksiyonları

Yukarıda açıklanan öngörüler neticesinde oluşan gelir gider projeksiyonları aşağıdaki gibidir.

Gelir Projeksiyonları (TL)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Hisse Senetleri Piyasaları Komisyon Gelirleri	2,901,566	3,830,067	4,915,253	6,179,175	7,646,729
VOB Komisyon Gelirleri	1,552,813	1,630,454	1,997,306	2,097,172	2,516,606
Portföy Yönetim Gelirleri	14,059,411	16,585,953	19,785,893	23,857,023	29,056,261
Portföy Yönetim Maliyetleri	-12,991,726	-15,282,527	-17,563,865	-20,741,107	-25,165,962
Diğer Gelirler	2,722,050	3,267,345	3,903,062	4,641,886	5,498,140
Faaliyet Gelirleri	8,244,114	10,031,293	13,037,650	16,034,149	19,551,774
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	-794,243	-927,564	-1,146,288	-1,278,667	-1,545,712
Genel Yönetim Giderleri	-3,668,696	-4,035,565	-4,439,122	-4,883,034	-5,371,338
Diğer Giderler	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000	-1,000,000
Vergi Öncesi Kar	2,781,176	4,068,164	6,452,240	8,872,448	11,634,724
Vergi	-227,676	-813,633	-1,290,448	-1,774,490	-2,326,945
Net Kar	2,553,500	3,254,531	5,161,792	7,097,958	9,307,779

Vergi hesaplamalarında kurumlar vergisi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır. 2010 yılı vergi hesaplamasında Şirket'in geçmiş yıllar zararı vergi öncesi kardan düşülmüştür.

d) Serbest Nakit Akımları ve İndirgeme

Yukarıda öngörülen gelir projeksiyonları üzerinden hesaplanan serbest nakit akım projeksiyonları aşağıdaki gibidir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Faaliyet Karı	2,781,176	4,068,164	6,452,240	8,872,448	11,634,724
Vergi	-227,676	-813,633	-1,290,448	-1,774,490	-2,326,945
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	2,553,500	3,254,531	5,161,792	7,097,958	9,307,779
Amortisman	882,840	750,414	637,852	542,174	460,848

Serbest Nakit Akımları	3,436,339	4,004,945	5,799,644	7,640,132	9,768,627
İskonto Oranı	%16	%16	%16	%16	%16
İskonto Faktörü	0.862	0.743	0.641	0.552	0.476
İndirgenmiş Nakit Akımları	2,962,362	2,976,327	3,715,586	4,219,577	4,650,971

2015 ve sonraki yıllara ilişkin Artık Özsermaye Değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Artık Özsermaye Değeri

2014 Yılı Serbest Nakit Akımı	4,650,971
2015 ve Sonrası İçin Büyüme Oranı	%3
Artık Değer	35,776,697
İskonto Oranı	%16
İskonto Faktörü	0.410
İndirgenmiş Artık Özsermaye Değeri	14,684,268

Projeksiyon dönemi indirgenmiş nakit akımları ve indirgenmiş Artık Değerin toplanmasıyla 33,209,090 TL'lik Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

Serbest nakit akımlarının indirgenmesinde %16'lık bir iskonto oranı kullanılmıştır. İskonto oranı olarak Sermaye Piyasaları Varlık Fiyatlandırma Modeline (Capital Asset Pricing Model – CAPM) göre hesaplanan Özsermaye Maliyeti kullanılmıştır.

İskonto Oranı	(%)
Risksiz Getiri Oranı (1)	11
Beta (2)	1
Sermaye Piyasaları Risk Primi (3)	5
Özsermaye Maliyeti	16.00

- (1) Risksiz getiri oranı olarak TL bazında 10 yıllık Devlet Tahvilleri ortalama getiri oranı kullanılmıştır.
- (2) Beta, Şirket'in Sistemik Riskini (Piyasa Riski) ifade etmektedir. Beta hesaplanmasında baz olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksine dahil tüm hisselerin betası alınmıştır.
- (3) Sermaye Piyasaları Risk Primi, Riskli Piyasa Enstrümanlarının (Hisse Senetleri gibi) Risksiz Enstrümanlar (Devlet Tahvilleri) üzerindeki ortalama getiri primini göstermektedir.

e) İştiraklerin Değerlemesi

Euro Yatırım, Euro Sigorta A.Ş.'nin %89.32'lik hissesini elinde bulundurmaktadır. Euro Sigorta A.Ş.'nin piyasa değeri İMKB'de işlem gören sigorta şirketlerinin Piyasa Değeri / Defter Değeri ortalamaları alınarak aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Sigorta Şirketi	Piyasa Değeri / Defter Değeri*
Aksigorta	1.24
Anadolu Sigorta	0.73
Avivasa	6.36
Güneş Sigorta	1.46
Ray Sigorta	6.94

Yapı Kredi Sigorta	2.73
Ortalama	3.24
İskonto	%30
İskontolu Ortalama PD / DD	2.27
Euro Sigorta Defter Değeri**	8,871,521 TL
Euro Sigorta Karşılaştırmalı Piyasa Değeri	20,141,310 TL
Euro Yatırım İştirak Oranı	0.89
Euro Sigorta İştirak Değeri	17,990,218 TL

* 12 Mayıs 2010 Piyasa Değerleri baz alınarak hesaplanmıştır.

** 31 Aralık 2009 tarihli Defter Değeridir

Euro Sigorta'nın piyasa değerinin tespitinde hesaplanan ortalama PD/DD katsayısı %30 oranında iskontoya tabi tutulmuştur.

f) Özsermaye Değeri (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 'nin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemine göre yapılan değerlemesinde aşağıdaki Özsermaye Değerine ulaşılmıştır.

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özsermaye Değeri

(TL)

Şirket Değeri	33,209,090
Net Borç	1,141,212
Özsermaye Değeri	34,350,302
İştirakler	
Euro Sigorta Piyasa Değeri	18,060,937
İştirak Değeri (%89.32)	17,990,218
Euro Yatırım Özsermaye Değeri	52,340,520

II – PİYASA (BORSA) ÇARPANLARI

Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 'nin piyasa çarpanları yöntemine göre karşılaştırmalı değerinin hesaplanmasında İMKB'de işlem gören İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede, Euro Yatırım Defter Değeri olarak Düzeltilmiş Özsermaye Değeri kullanılmıştır. Düzeltilmiş Özsermaye Değeri, Euro Yatırım'ın 31 Aralık 2009'daki Özsermayesine yukarıda hesaplanan Euro Sigorta'nın piyasa değeri ile Euro Sigorta'nın Euro Yatırımdaki kayıtlı iştirak değeri arasındaki fark eklenerek hesaplanmıştır. Buna göre Euro Yatırım'ın Piyasa Çarpanları yöntemine göre Özsermaye Değeri:

Özsermaye Değeri

(TL)

İş Yatırım PD/DD*	1.1728
Euro Yatırım Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	22,145,911
Euro Yatırım Özsermaye Değeri **	18,882,939
Euro Sigorta 31.12.2009 Kayıtlı İştirak Değeri (-)	(9,898,812)
Euro Sigorta Piyasa Değeri	17,990,218

Özsermaye Değeri**30,237,317**

* 12 Mayıs 2010 Piyasa Değerleri baz alınarak hesaplanmıştır.

** 31 Aralık 2009 tarihli Defter Değeridir

olarak hesaplanmıştır. İş Yatırım PD / DD arpanı nominal değere yakın bir değer olduğu için bu çarpan üzerinden herhangi bir iskonto yapılmamıştır.

III – NİHAİ ÖZSERMAYE VE HİSSE BİRİM FİYATI

Euro Yatırım Menkul Değerler A.ř. 'nin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa arpanları yöntemlerine göre hesaplanan Özsermaye Değerleri %50 oranında ağırlıklandırılarak Euro Yatırım için Nihai Özsermaye Değeri hesaplanmıştır. Ulaşılan Nihai Özsermaye Değeri Euro Yatırım sermayesine bölüp %25 oranında Halka Arz İskontosu yapılarak Nihai Hisse Birim Fiyatı'na ulaşılmıştır.

Nihai Özsermaye Değeri

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	52,340,520	%50	26,170,260
Piyasa arpanları	30,237,317	%50	15,118,659
Nihai Özsermaye Değeri			41,288,919
Euro Yatırım Sermaye			20,000,000
Hisse Birim Fiyatı			2.06
Halka Arz İskontosu			%25
Nihai Hisse Birim Fiyatı			1.55 TL
