



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – ŞİŞLİ İLÇESİ

➤ 306 PAFTA - 2011 ADA – 7 NUMARALI PARSEL

Gayrimenkul Değerleme Raporu

27.02.2012

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	3
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	3
1.2. Değerleme Tarihi	3
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	3
1.4. Rapor Türü	3
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler	5
3.5.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı	5
3.5.2. Maliyet Yaklaşımı	5
3.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	6
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	7
4.1. Global Görünüm	7
4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm	7
4.3. Sektörel Görünüm	9
4.3.1. Ofis Piyasası	9
4.3.2. Perakende Piyasası	14
4.4. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	21
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	22
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	22
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı	22
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri	23
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri	24
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	24
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	24
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri	24
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	25
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	25
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	26
6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen veya Sınırlayan Faktörler	26
6.2. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler	26
6.3. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	26
6.4. Ayırıştırma Metodu (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)	26
6.4.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi	27
6.4.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Maliyetinin Tespiti	28
6.4.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri	28
6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	28
6.5.1. Varsayımlar	29
6.6. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	33
6.6.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	33
6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi	33
6.6.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi	33
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	34
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	34
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	35
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	35
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	35
8. SONUÇ	36
8.1. Nihai Değer Takdiri	36
9. RAPOR EKLERİ	37
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	37
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER	37

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

10.10.2011 / TRGYO-2011

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerleme raporuna konu olan taşınmaz hakkında, **01.12.2011** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerleme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar ise **31.12.2011** tarihine kadar hazır hale getirilmiştir.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

27.02.2012 / SvP_11_TRGYO_02

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı, 11.099,39,-m² arsa vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerleme raporudur.

1.5. Raporu Hazırlayanlar

Değerleme Uzmanı: Güner **ŞAN**
S.P.K. Lisans No.: 400288

Sorumlu Değerleme Uzmanı: Yusuf Yaşar **TURAN**
S.P.K. Lisans No.: 400471

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

Eski Büyükdere Caddesi İz Plaza Giz No:4 Kat:6/18 Maslak – İstanbul
T: 0-212-290 64 93; F: 0-212-290 64 91; W: www.standartgd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul
Tel: 0-216-425 20 07; Faks: 0-216-425 03 12; W: www.torunlargo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, Müşteri'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkulün fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ile GYO portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur.

Müşteri tarafından Standart'a sunulan belgeler esas alınarak ilgili makamlar nezdinde yapılan inceleme ve araştırmalar ile ekonomi ve piyasa koşulları dikkate alınarak yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Rapor'da nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış, belge ve/veya bilgilerin olması durumunda Standart sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor'da gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri, fiili değerlendirme tarihi esas alınarak belirlenmiş olup bu tarihten sonra ekonomik ve piyasa koşullarının değişmesi halinde olabilecek maddi değişikliklerden ve ilgili kuruluşlar nezdinde yapılan inceleme tarihinden sonra doğmuş hukuki işlemlerden dolayı Standart sorumlu tutulamaz.

Rapor, Müşteri'nin münhasır kullanımı için hazırlanmış olup, Müşteri Rapor'u kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunabilir. Rapor'un teslimi ile Müşteri, Rapor'da yer verilen bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde gizli tutulacağını Standart'a taahhüt eder. Rapor hiçbir zaman Standart'ın yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanının bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanının değerlendirme konusunu oluşturan mülkle herhangi bir ilgisi olmadığını,
- Değerleme Uzmanı ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve standartlara göre gerçekleştiğini,
- Değerleme Uzmanının, mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanının değerlemesi yapılan mülkün yeri ve vasfı konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Değerleme Uzmanının, mülkü kişisel olarak denetlediğini
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
STANDART	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
R _f	Risksiz Getiri Oranı
R _p	Risk Primi
β	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
DOP	Düzenleme Ortaklık Payı
ABD\$	ABD Doları
ABD \$ / TL	30.12.2011 tarihli TCMB efektif satış kuru 1,9008 TL esas alınmıştır.
Euro/ TL	30.12.2011 tarihli TCMB efektif satış kuru 2,4593 TL esas alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler

Gayrimenkul değerleme çalışmalarında yaygın olarak genel kabul görmüş 3 farklı yöntem kullanılmaktadır.

- "Piyasa Değeri Yaklaşımı"
- "Maliyet Oluşumları Yaklaşımı" ve
- "Gelirlerin Kapitalizasyonu –İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı" dır.

Bu yaklaşımlara ilişkin özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

3.5.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı

Piyasa Değeri Yaklaşımı, satışa konu olması beklenen gayrimenkullerin değerlemesinde en güvenilir ve gerçekçi yaklaşımı sunmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde, değerlemeye konu olan gayrimenkulün bulunduğu bölgede, benzer nitelikleri bulunan emsal gayrimenkuller incelenir ve gerekli düzeltmeler yapılarak gayrimenkulün tahmini değerine ulaşılır.

Piyasa Değeri Yaklaşımı'nın uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

- Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yani yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.
- Bu piyasadaki alıcı ve satıcıların, gayrimenkul hakkında oldukça iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu, kabul edilebilir düzeyde olmalıdır.
- Gayrimenkulün piyasada makul bir satış fiyatı ile makul bir süre için satışta kaldığı, talep edenlerin, belirli bir fiyat ve satış özelliği konusunda bilgi alabilecekleri kabul edilebilmelidir.
- Piyasada, değerlemeye konu olan gayrimenkul ile ortak temel özelliklere sahip yeter sayıda, makul bir zaman aralığında, satışı bekleyen veya gerçekleştirilmiş emsal mevcut olmalıdır.

3.5.2. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında esas, yeni bir mülk veya konu mülkle aynı yararı olan ikame bir mülk geliştirme maliyetini belirlemektir. Maliyet yaklaşımında geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yaklaşımının piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

Maliyet Yaklaşımında, genellikle, maliyetin tahmini için iki farklı metot kullanılmaktadır.

- Yeniden İnşa Maliyeti
- İkame Maliyeti

Bu yaklaşımla, değerlendirme tarihi itibarı ile mülk yapılandırılmaları için belirlenen maliyetlerden aşağıda belirtilen yöntemlerden uygun olanı kullanılmak ve hesaplanan amortisman miktarı düşülmek suretiyle, mevcut yapı değerine ulaşılır.

- Piyasadan Çıkarma Yöntemi
- Yaş – Ömür Yöntemi
- Ayrıştırma Metodu

Yapılandırma maliyetinden türetilen mevcut yapı değerinden, amortisman değeri düşüldükten sonra bulunan değere arazi değeri ilave edildiği zaman ulaşılan sonuç, tam mülkiyet hakkının bir değer göstergesidir.

3.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Yöntem, genellikle geliştirilen bir gayrimenkulün kiralama ve/veya işletilmesi ile elde edilmesi planlanan gelirlerin esas alınması suretiyle kullanılmakla beraber, geliştirilecek projede satışın planlanması halinde de kullanılabilir.

Geliştirilen gayrimenkulün, belli bir süreçte (inşa halinde ve/veya sonrasında) tamamen /kısmen satışı mümkün olup, planlanan duruma göre nakit akışlarının belirlenmesi çalışmaları da farklılıklar gösterebilmektedir.

Bu yöntemde, değerlemesi yapılan gayrimenkule ait ve kiralanması düşünülen bölümlerin, işletme giderleri için alınan katkı payları dahil olmak üzere, aylık toplam kira bedelleri, yıllık artışlar da dikkate alınarak, nakit girişleri hesaplanır. Yöntemde genel olarak, tahsil edilemeyen kiralar ve boş kalma yüzdeleri gibi hususlar da bu gelirin hesaplanmasında dikkate alınır.

Buna karşılık eğer mevcut ise, otopark ve reklam panoları gibi ortak alanlardan elde edilen gelirler, yönetim planında gösterildiği üzere hesaplanır ve diğer nakit girişleri olarak bağımsız bölümlere dağıtımı yapılır.

İşletme hizmetleri kapsamında söz konusu gayrimenkule ait bulunan, kiralanması düşülen bağımsız bölümler ile ortak alanlar için katlanılan işletme gider payları, vergiler, fiziki yatırımlar ve işletme sermayesi ihtiyacı ise nakit çıkışı olarak dikkate alınır.

Özetle, analiz, yıllar itibarıyla gayrimenkulün veya projenin kiralama ve/veya satış yoluyla elde edilmesi planlanan amortisman öncesi serbest net nakit akımlarının, (Nakit giriş ve çıkış farkları) iskontolanarak bugünkü değerine indirgenmesidir.

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

Küresel ekonomide kriz sonrasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümünde önemli bir ayrışma yaşanmakla birlikte, kademeli bir toparlanma gözlenmektedir.

Ancak, esas olarak gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan riskler hala devam etmekte olup özellikle Avrupa'daki bazı ülkelerin bankacılık ve kamu kesimlerinde artarak süren sorunlar piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle, bütçe dengesinde ciddi bozulmaların yaşandığı ve kamu borcunun aşırı arttığı gelişmiş ülkelerde kırılganlıklar devam etmektedir.

Kamu maliyeleri, finansal yapıları ve büyüme potansiyelleri görece olarak daha iyi durumda olan gelişmekte olan ekonomiler, krizin etkilerini hızla atlatarak nispeten daha hızlı bir toparlanma sürecine girmişlerdir. Ancak, küresel ekonominin bütünleşik yapısı dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sorunlar tam anlamıyla çözülmediği sürece, gelişmekte olan ülkelerde daha ziyade iç talebe dayalı olan mevcut hızlı toparlanma eğiliminin ne kadar sürdürülebileceği konusu belirsizliğini korumaktadır.

Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre düşük kalacağına yönelik beklentiler, yatırımcıları yüksek getiri arayışına sevk etmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yatırım araçlarına talep artmıştır. Ancak özellikle EURO bölgesinde kamu borçlarını ödemekte zorlanan ülkelere ilişkin risk algılamaları uluslararası piyasalarda kaygıların sürmesine neden olmaktadır.

4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm

İktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden hızlı olması, orta vadeli programın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi, finansal sistemin istikrarı, kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu değerlendirmeleri, risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin de altında seyretmesi ülkemiz ekonomisi açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, kısa vadeli sermaye akımlarındaki hızlanmanın yanı sıra, kredi kullanımının artarak devam etmesi ve cari işlemler açığının artması finansal istikrar açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede, makro riskleri azaltıcı önlemler, diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizin de gündeminde olacaktır.

Küresel risk iştahındaki artış, ülkemizdeki yüksek büyüme oranı, kamu maliyesindeki disiplin, sağlam finansal sistem ve göreceli yüksek faiz oranları nedeniyle ağırlıklı olarak bankaların yurt dışı yükümlülükleri ve portföy yatırımlarından oluşan sermaye girişi yaşanmaktadır. Küresel krizden çıkışla birlikte sermaye girişleri hızlanmış ve 2010 yılının ikinci çeyreğinde milli gelirin %3,4'üne ulaşmıştır. Küresel kriz sonrasında sermaye girişinin hızlanmasında özellikle bankaların yurt dışı borçlarındaki artışla bağlı olarak diğer yükümlülüklerdeki artış etkili olmuş ve doğrudan yatırımların sermaye girişlerindeki ağırlığı ise giderek azalmıştır. 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla yıllık 32,6 milyar ABD dolarına ulaşan sermaye girişlerinin 14,6 milyar ABD doları diğer yükümlülüklerden (bankaların net yükümlülüklerinde artış, diğer sektörlerin net borçlarında azalış), 12,9 milyar ABD doları portföy yatırımlarından oluşurken, sadece 5,1 milyar ABD doları doğrudan yatırım kaynaklıdır. Finansal olmayan kuruluşların net dış borç ödeyicisi olmalarında özellikle yurt içinden de yabancı para cinsinden borçlanma imkânı tanınması etkili olmuştur. Buna bağlı olarak, firmaların yurt dışı kredi kullanımını önemli ölçüde yurt içine kaydardıkları gözlenmiştir.

Ekonomide yurt içi talepteki artışın desteğiyle hızlı bir toparlanma gerçekleşmektedir. Gayri safi yurt içi hâsıla, 2010 yılının ilk çeyreğinde yıllık %11,7, ikinci çeyreğinde %10,3 artmıştır. Böylece 2009 yılının ilk yarısında %11,1 küçülen milli gelir, 2010 yılının aynı döneminde %11 büyümüştür. GSYH büyümesine özellikle nihai yurt içi talebin katkıda bulunduğu görülmektedir. Artış hızı azalmakla birlikte, sanayi üretimi 2010 yılının üçüncü çeyreğinde %10 artarken, kapasite kullanım oranı geçen yılın aynı dönemine göre 5,4 puan artarak %74 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ekonomideki büyümeyle birlikte işsizlik oranları gerilerken, temel enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmektedir. 2008 yılı Nisan döneminde %10 seviyesinde olan mevsimsellikten arındırılmış işsizlik oranı, küresel kriz ve ekonomideki daralmayla birlikte 2009 yılı Nisan döneminde %14,8'e yükselmiştir. Bu tarihten itibaren işsizlik oranı düşmüş ve 2010 yılı Ağustos döneminde %12'ye gerilemiştir. İstihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen işsizlik

oranları halen yüksek seviyelerdedir. Bu ortamda, temel enflasyon göstergeleri de tarihsel olarak en düşük seviyelerine gerilemiştir. Dış talebin zayıf seyri nedeniyle kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alması, istihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen halen yüksek seviyesini koruyan işsizlik oranı ve Türk Lirasının güçlü konumu temel enflasyon göstergelerindeki düşük düzeylerin korunmasına destek vermektedir.

İç talebe dayalı büyüme, Türk Lirasının değerlenmesi ve üretimdeki toparlanmayla birlikte ithal ara malı ve enerji ihtiyacı cari işlemler açığının artmasına neden olmaktadır. Küresel kriz sonucunda iktisadi faaliyetteki durgunlaşma ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık 75,8 milyar ABD doları olan dış ticaret açığı hızla kapanmış ve 2009 yılı sonunda 38,8 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Ekonomideki canlanmayla birlikte dış ticaret açığı tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla yıllık 60 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu gelişmeler sonucunda 2009 yılı sonunda %72,5 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2010 yılı Eylül ayında yıllık bazda % 64,9'a gerilemiştir. Ekonomik büyümenin talep kompozisyonundaki ayrışmanın belirginleşmesi, dış ticaret açığının artırmak suretiyle cari işlemler dengesini olumsuz etkilemektedir. 2008 yılı Haziran ayında milli gelirin %6,3'üne ulaşan cari işlemler açığı küresel kriz ve ekonomideki küçülmeye birlikte 2009 yılı sonunda milli gelirin % 2,3'üne kadar gerilemiştir. İktisadi faaliyetteki canlanmayla birlikte cari işlemler açığı tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılının Haziran ayında milli gelirin %4,1'ine ulaşmıştır. 2010 yılının üçüncü çeyreğinde de cari işlemler açığındaki artış devam etmiştir. 2009 yılı sonunda 14,4 milyar ABD doları tutarındaki yıllık cari işlemler açığı 2010 yılı Eylül ayında 37,1 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

İktisadi faaliyetteki canlanmaya bağlı olarak artan vergi gelirleri ve harcamaların kontrol altında tutulması kamu maliyesini olumlu etkilemektedir. Dolaylı vergi gelirine dayalı olan bütçe gelirleri iç talepteki artışa bağlı olarak yükselmiş, faiz oranlarındaki düşüşle faiz giderleri azalmış ve faiz dışı harcamalar görece sınırlı düzeyde artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda bütçe performansı olumlu bir seyir izlemektedir. 2009 yılsonunda yıllık 440 milyon TL olan faiz dışı bütçe fazlası, 2010 yılı Eylül ayında yıllık bazda 13,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Bütçe açığı ise 2009 yılında 52,8 milyar TL tutarındayken, 2010 yılı Eylül ayında yıllık bazda 33,2 milyar TL'ye gerilemiştir. Böylece, ekonominin daraldığı 2009 yılında milli gelirin %5,5'ine ulaşan bütçe açığı, 2010 yılı ilk yarısında milli gelirin %4,4'üne düşmüştür. Cari işlemler açığının arttığı bir ortamda, kamu harcamalarının kontrol altında tutularak, kamu maliyesinde gevsemeye gidilmemesinin finansal istikrar açısından gerekli olduğu düşünülmektedir.

Ekonomide görülen hızlı toparlanma, belirsizliklerin azalması, faiz oranlarında yaşanan düşüş ve kredi kullandırma koşullarında görülen iyileşme sonucunda firmaların borçluluğu artmakla birlikte yurt dışı kaynaklı borçların payı azalmaktadır. Firmaların toplam finansal borçları 2009 yılında önemli bir değişim göstermezken, 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla 2009 yılı sonuna göre % 13,9 artarak 395 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu gelişme sonucunda, firmaların finansal borçlarının milli gelire oranı 2010 yılı ikinci çeyreğinde geçen yıl sonuna göre 1,7 puan artarak % 38'e yükselmiştir. Firmaların finansal borçlarının % 57,4'ü yabancı para cinsinden olmakla birlikte, yabancı para borçlar ağırlıklı olarak uzun vadeli. 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla yurt dışı kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı %21,6 olup, Türk bankalarının yurt içi ve yurt dışı şubeleri ile yurt dışı iştiraklerince reel sektöre kullandırdıkları Türkiye kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı geçen yıl sonuna göre 4,1 puan artarak %78,4'e ulaşmıştır.

Firmaların artan borçlarına karşın, satış gelirlerinin arttığı ve kârlılık performanslarının güçlü seyrettiği görülmektedir. İMKB'de işlem gören imalat sanayi firmalarının satış gelirleri toplamı 2010 yılının dokuz aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %20,4, dönem kârları toplamı ise %64,6 artmıştır. Firmaların olumlu kârlılık performansında satış gelirlerindeki artışa bağlı olarak yükselen faaliyet kârları ile finansal giderlerdeki azalış etkili olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2009 yılının dokuz aylık döneminde % 7,4 olan öz kaynak kârlılığı, 2010 yılının aynı döneminde %11'e yükselmiştir. Firmaların öz kaynak kârlılığında özellikle kâr marjındaki yükseliş etkili olmuştur. Faaliyet kârı dışında tutulan finansal giderlerdeki azalış firmaların kâr marjlarını olumlu etkilemiştir. Öz kaynakların %20,1'ine ulaşan yabancı para net açık pozisyonun etkisiyle Türk Lirasının değer kazanması, firmaların kur kaynaklı finansal giderlerini azaltmakta ve kâr marjlarının artmasına katkıda bulunmaktadır.

Firmaların yabancı para varlık ve yükümlülükleri incelendiğinde, yabancı para net açık pozisyonun arttığı ve kur riskinin firmalar için önemini koruduğu görülmektedir. Küresel krizden sonra azalmaya başlayan reel sektörün net açık pozisyonu, ekonomideki toparlanmayla birlikte artmaya başlamıştır. 2009 yılında bir önceki yıla göre %2,5 azalan yabancı para açık pozisyonu 2010 yılı Eylül ayında geçen yılsonuna göre %18,9 artarak 92,6 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla yabancı para varlıkların yükümlülükleri karşılama oranı ise geçen yıl sonuna göre 3,7 puan azalarak % 46,6'ya gerilemiştir.

Hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri ile konut kredilerinin payı artarken, taşıt kredileri ile kredi kartlarının payı düşüş göstermiştir. Hane halkı yükümlülüklerinin gelişimi türlerine göre incelendiğinde, 2010 yılı Eylül ayı itibarıyla 2009 yılı sonuna göre ihtiyaç kredileri %28,1, konut kredileri % 21,7, taşıt kredileri % 13,6, kredi kartları ise %11,7 artış göstermektedir. Bu gelişmeler sonucunda hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri ile konut kredilerinin payı artarken, taşıt kredileri ile kredi kartının payı gerilemiştir. 2010 yılında kredi kartı bakiyeleri artışının sürdürmekle birlikte, faize tabi bakiyelerin toplam kredi kartı bakiyelerine oranı 2009 yılı sonuna kıyasla gerilemiştir.

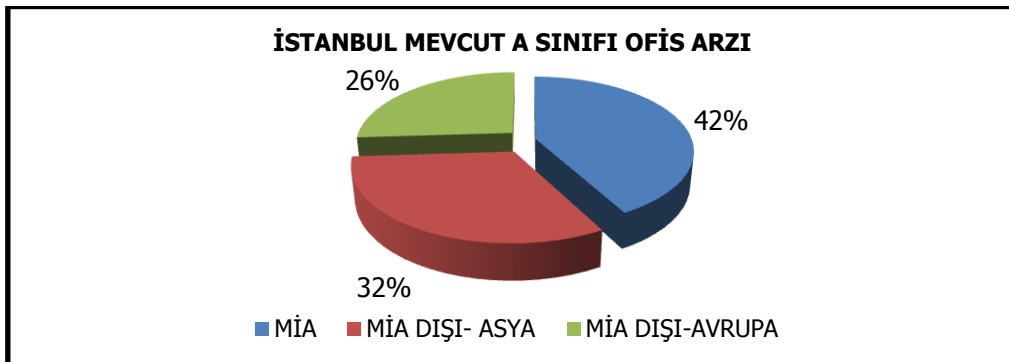
4.3. Sektörel Görünüm

4.3.1. Ofis Piyasası

- Türkiye'de en gelişmiş ve aktif ofis pazarı İstanbul'dur. İstanbul ofis pazarı Ocak-Eylül 2011 döneminde tamamlanan projeler bazında hızlı bir artış göstermiştir.
- İstanbul'daki ofis ve plazaların ağırlıklı olarak yerleşim gösterdiği yerler, Avrupa Yakasında, Maslak, Levent ve **Zincirlikuyu-Esentepe** ofis bölgeleri, Anadolu Yakası'nda Kozyatağı, Ataşehir ve Ümraniye ofis bölgeleridir.
- İstanbul'un MİA'sı, Barbaros Bulvarı'ndan başlayan ve Maslak, Büyükdere Caddesi boyunca devam eden hattır. MİA olarak tanımlanan bu aks; Levent, Etiler, Maslak, Zincirlikuyu-Esentepe-Gayrettepe ve Beşiktaş Balmumcu bölgelerini kapsar.**
- Bu alanlar dışında kalan ofis bölgeleri, MİA Dışı olarak tanımlanmakta, Asya ve Avrupa olmak üzere kendi içinde ikiye ayrılır. MİA Dışı-Avrupa; Taksim, Nişantaşı, Şişli, Fulya ve Havaalanı bölgelerini kapsar. MİA Dışı-Asya ise; Kozyatağı, Altunizade, Kavacık ve Ümraniye bölgelerini kapsar.

MEVCUT A SINIFI OFİS ARZI	
	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN,m ²
MİA	1.16 Milyon
MİA DIŞI-AVRUPA	0.75 Milyon
MİA DIŞI- ASYA	0.88 Milyon
TOPLAM	2.79 Milyon

KAYNAK: Jones Lang LaSalle



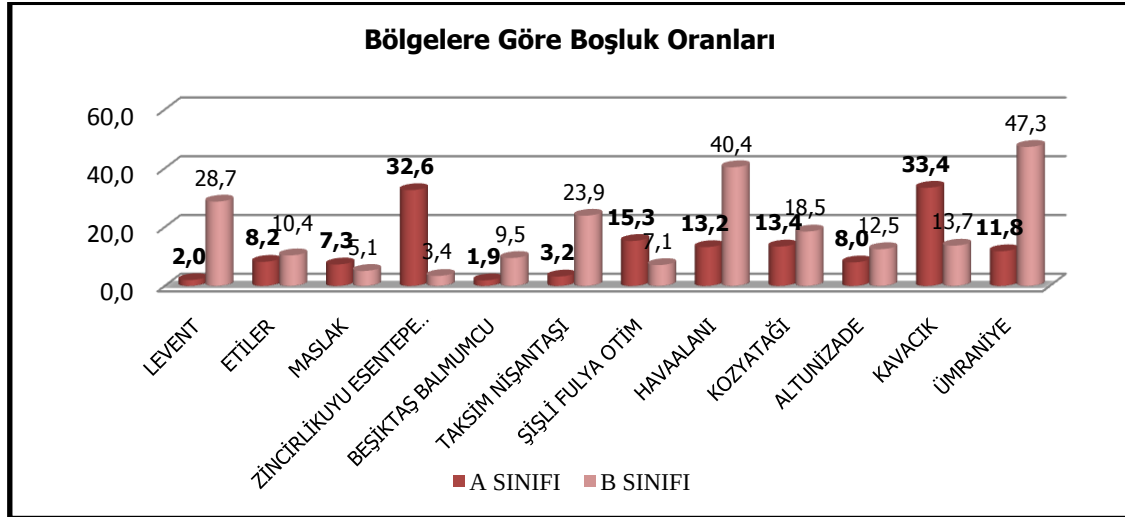
MİA sahip olduğu 1.16 milyon m²'lik A sınıfı ofis arzı ile mevcut arzın yaklaşık %42'sini oluşturmaktadır. MİA Dışı-Asya ise mevcut arzın %32'sini oluşturan 0.88 milyon m²'lik A sınıfı ofis arzına ev sahipliği yapmaktadır. Ayrıca Asya Yakası'nda 2011'in birinci yarısı itibarıyla pazara giren toplam A sınıfı ofis arzı yaklaşık 80.000,-m²'dir ve pazara sunulan bu arz diğer herhangi bir ofis bölgesinde pazara giren

arzdan oldukça yüksektir. MİA Dışı-Avrupa bölgesi ise mevcut A sınıfı ofis arzının %26'sını oluşturan yaklaşık 0.75 milyon m² ofis arzı sunmaktadır. 2011 3. çeyrek dönem itibarıyla 2.79 milyon m²'ye ulaşan A sınıfı toplam ofis stoku, 2010 yılının aynı dönemi kıyaslandığında ise yaklaşık 0.44 milyon m² ile %19'luk artış olduğu görülmektedir.

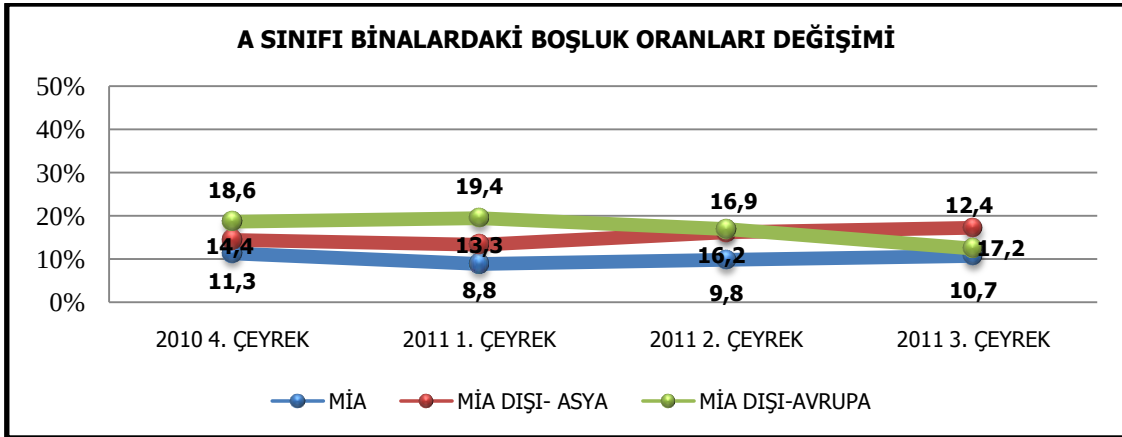
İstanbul Ofis Piyasası Boşluk Oranları						
DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2010 Q1	12.0	19.6	14.6	13.8	33.5	18.2
2010 Q2	11.7	18.9	14.5	12.0	33.7	19.8
2010 Q3	11.5	20	12.8	12.6	30.5	17.3
2010 Q4	11.3	18.6	14.4	9.2	33.9	15.1
2011 Q1	8.8	19.4	13.3	7.6	31.5	15.3
2011 Q2	9.8	16.9	16.2	7.2	30.4	15.5
2011 Q3	10.7	12.4	17.2	6.6	29.9	17.5

KAYNAK: PROPIN, İSTANBUL OFİS PAZARI

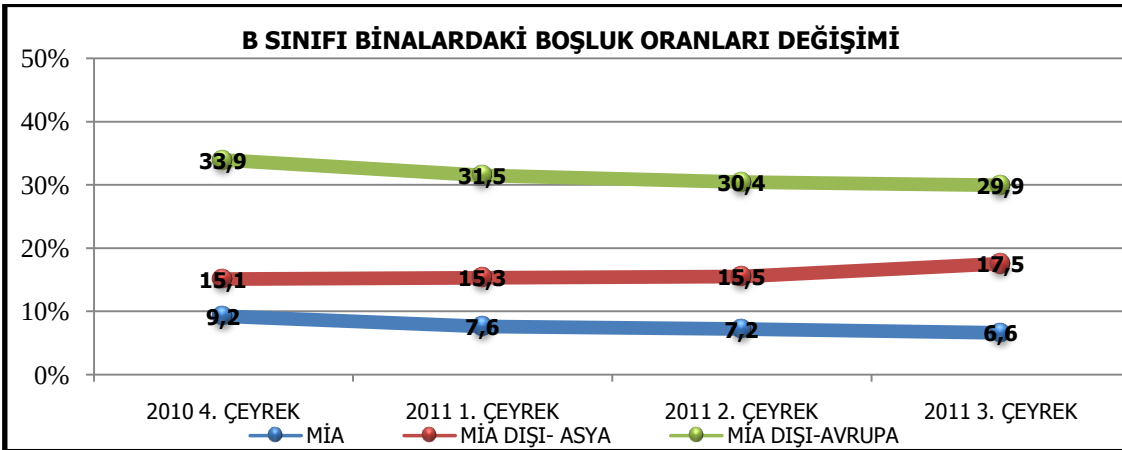
2011 ikinci çeyrek döneminde MİA bölgesi A sınıfı ofislerin boşluk oranları 2011 birinci çeyrek dönemine göre yükselmiştir. Özellikle Kavacık'ta inşası tamamlanan nitelikli A sınıfı ofis binalarının stoğa katılması, MİA Dışı-Asya'da boşluk oranlarının artmasına neden olmuştur. MİA Dışı-Asya'da genel boşluklar bir önceki çeyrekte %13,3 iken, ikinci çeyrekte %16, 2 seviyesinde gözlenmiştir. MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı binaların genel boşluk oranları 2011 ikinci çeyrek döneminde bir önceki çeyrek döneme göre % 2,5 seviyesinde düşüş göstermiştir. Bu düşüşle MİA Dışı-Avrupa geçtiğimiz yılın en düşük seviyelerine inmiştir. 2011 üçüncü çeyrek döneminde de MİA'daki A sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı ikinci çeyreğe göre artış göstererek %10,7 seviyesine ulaşmıştır. B sınıfı ofis binalarında ise boşluk oranı ikinci çeyrek döneme göre azalma göstermiş ve %6,6 seviyesine ulaşmıştır. MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı ofis binalarının boşluk oranı %12,4'e, B sınıfı ofis binalarının boşluk oranı ise %29,9 seviyesine gerilemiştir. MİA Dışı-Asya'da A sınıfı ofis binalarında genel boşluk oranı ikinci çeyreğe göre yükselerek %17,2 seviyesine ulaşmıştır. Bu yükselişle MİA Dışı-Asya geçtiğimiz yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. B sınıfı ofis binalarında ise boşluk oranları ikinci çeyreğe göre azalarak %17,5 seviyesine ulaşmıştır.



Maslak'ta bu dönemde bir takım kiralamaların gerçekleşmesine rağmen boşluk oranında yükselme gözlenmiştir. 2011 ikinci çeyrekte %4,3 olan boşluk oranı artış gösterip %7,3'e yükselmiştir. Taksim-Nişantaşı Bölgesi'nde bu dönemde gerçekleşen kiralamalardan dolayı bölgede boşluk oranı %38,9'dan %3,2 oranına gerilemiştir. Beşiktaş-Balmumcu Bölgesi'nde B sınıfı boşluk oranı 2011 ikinci çeyrek döneme göre azalarak %7,5 seviyesine ulaşmıştır. Kozyatağı'nda bulunan ofis kullanıcılarının son dönemdeki yer değişikliği nedeniyle A sınıfı boşluk oranı ikinci çeyrek dönemine göre artmış ve %13,4'e yükselmiştir. Kavacık'ta inşası tamamlanıp kullanıma açılan ofis binalarının artmasıyla bölgedeki A sınıfı binalarda boşluk oranı %33,4'e yükselmiştir.



A sınıfı ofis binalarındaki genel boşluk oranlarının son dört çeyrek dönemdeki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir. MİA'daki A sınıfı binaların genel boşluk oranı üçüncü çeyrek döneminde artmaya devam etmiştir. MİA Dışı- Asya'da ikinci çeyrek döneminde yaşanan hızlı artış, 2011 üçüncü çeyrek döneminde hız kaybederek %17,2 seviyesinde gözlenmiştir. MİA Dışı- Avrupa'da A sınıfı binaların genel boşluk oranlarının 2011 üçüncü çeyrek döneminde %16,2'den %12,4'e düştüğü göze çarpmaktadır.



B sınıfı ofis binalarındaki genel boşluk oranlarının son dört çeyrek dönemdeki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir. 2011 üçüncü çeyrek döneminde MİA ve MİA Dışı-Avrupa'daki B sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranının düştüğü gözlenmektedir. Özellikle MİA'daki B sınıfı binalarda boşluk oranı son üç çeyrek boyunca azalarak %6,6 oranına inmiştir. Böylece MİA'daki B sınıfı binalarda boşluk oranı son bir senenin en düşük seviyesine ulaşmıştır. MİA Dışı-Avrupa'daki B sınıfı bina boşluk oranı geçen çeyreğe göre azalarak %29,9 olmuştur. MİA Dışı-Asya'da ise B sınıfı binaların boşluk oranı geçtiğimiz çeyrekte %15,5 iken, üçüncü çeyrekte %17,5 seviyesine yükselmiştir.

KİRALAMA İŞLEM HACMİ		
	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN(m ²)	ORAN
MİA	13.000	72%
MİA DIŞI-AVRUPA	0	0%
MİA DIŞI- ASYA	5.000	28%
TOPLAM	18.000	100%

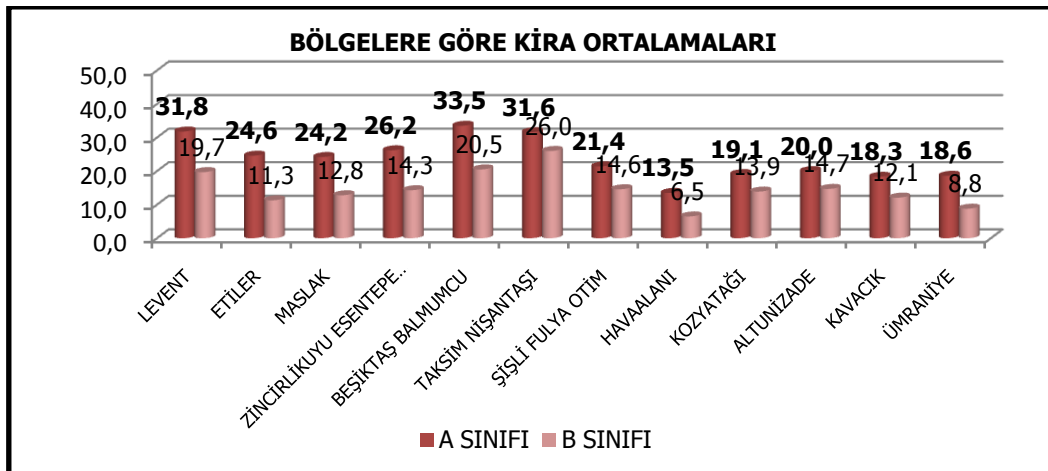
KAYNAK: Jones Lang LaSalle

2011 üçüncü çeyrek dönemi boyunca gerçekleşen toplam kiralama işlem hacmi yaklaşık olarak 18.000,-m²'dir. 2011 yılının ilk üç çeyreğinde 85.000,-m²'ye ulaşan toplam hacim, bir önceki yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında kiralama hacminde yaklaşık %46'lık bir artış kaydedildiği görülmektedir. 2011 birinci çeyrek döneminde MİA ve MİA Dışı-Asya bölgeleri arasında kiralama hacmi açısından dengeli bir dağılım görülürken, 2011 üçüncü çeyrek döneminde kiralama hacminin 13.000,-m² gibi büyük bir bölümünün MİA bölgesinde gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Ayrıca MİA Dışı-Asya bölgesinde gerçekleşen toplam kiralama hacmi, 5.000,-m²'dir.

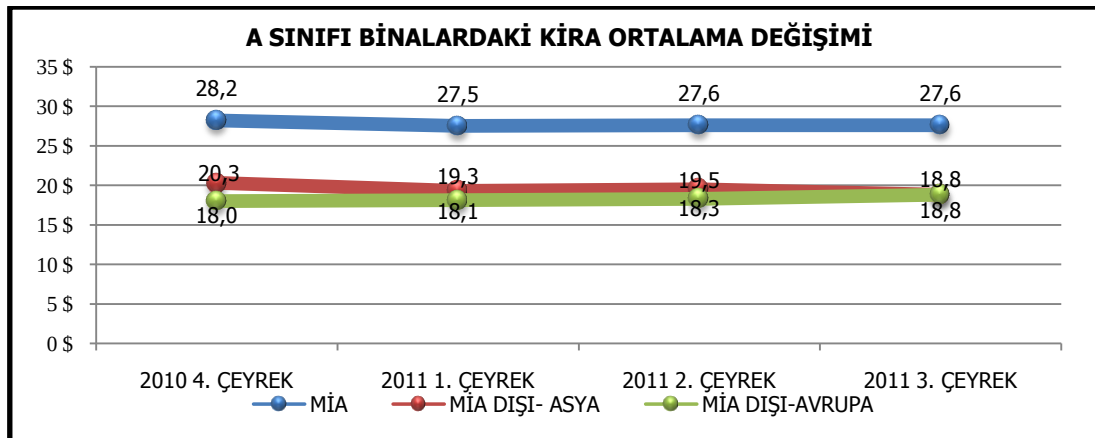
İstanbul Ofis Piyasası Kira Ortalamaları Dolar/m ² /Ay						
DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2010 Q1	25,9	17,7	18,9	14,9	9,2	11,6
2010 Q2	26,5	17,7	18,7	15,9	9,4	12,3
2010 Q3	27,2	17,9	19,3	16,6	9,3	13,3
2010 Q4	28,2	18,0	20,3	16,7	9,7	13,0
2011 Q1	27,5	18,1	19,3	14,6	9,8	13,6
2011 Q2	27,6	18,3	19,5	17,0	9,6	13,5
2011 Q3	27,6	17,9	18,8	14,8	10,4	13,3

KAYNAK: PROPIN, İSTANBUL OFİS PAZARI

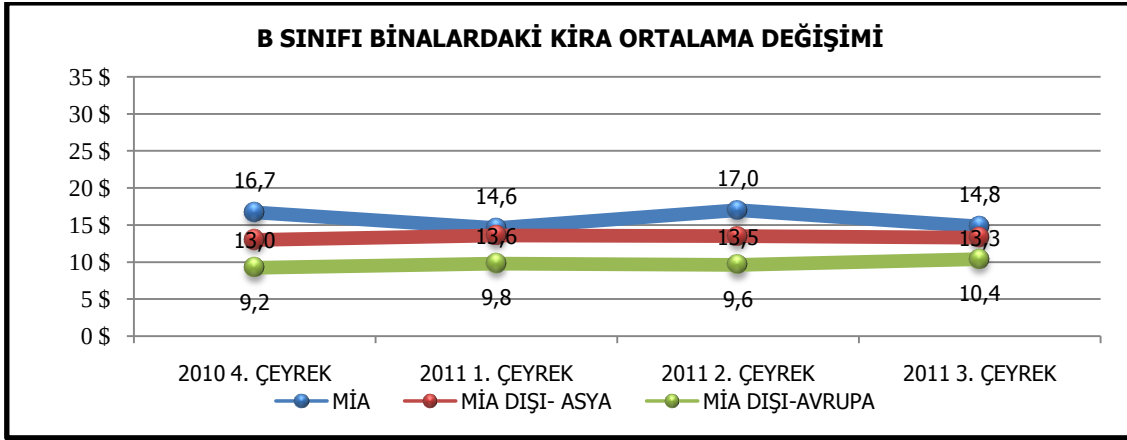
İstanbul ofis piyasasında 2010 yılı genelinde istikrarlı bir artış gösteren ofis kiralari 2011 yılı ilk çeyrek döneminde durağanlaşmış ve MİA bölgelerinde sınırlı bir gerileme yaşanmıştır. 2011 ikinci çeyrekte, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında A sınıfı bina kira ortalamaları tüm bölgelerde genel olarak dengeli bir eğri çizmektedir. MİA, MİA Dışı- Asya ve MİA Dışı-Avrupa'daki A sınıfı binaların genel kira ortalamalarının, bir önceki döneme göre az da olsa arttığı gözlenmektedir. 2011 üçüncü çeyrek döneminde ise MİA'da B sınıfı ofis binalarının ortalama kira bedelleri bir önceki döneme göre azalarak 14,8 ABD Doları/m²/Ay olarak gerçekleşmiştir. A sınıfı binalarda ise küçük bir düşüşle 27,6 ABD Doları/m²/ay olarak gözlenmiştir. A sınıfı binaların ortalama kira bedelleri 2011 ikinci çeyrek dönemle karşılaştırıldığında, MİA Dışı-Asya'da ve MİA Dışı-Avrupa'da kira ortalamaları azalmıştır. B sınıfı ofis binalarının kira ortalamalarında ise MİA Dışı-Avrupa'da azalma, MİA Dışı-Asya'da ise az da olsa bir yükseliş gözlenmektedir.



2011 üçüncü çeyrek döneminde Beşiktaş-Balmumcu'da yüksek kira talep edilen küçük metrekareye sahip A sınıfı ofis katları sebebiyle ortalama yükselmiştir. Bu bölgedeki kira değerleri İstanbul'daki en yüksek ortalama sahiptir. Kavacık Bölgesi'nde A sınıfı iskanlı binaların artması bölgeye olan ilgiyi son dönemlerde artırmış ve ortalama kira değeri son iki çeyrek dönem boyunca artış göstermiştir.



A sınıfı binalarda kira ortalamaları değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. Önceki dönemlerle karşılaştırıldığında A sınıfı binalarda kira ortalamaları MİA ve MİA Dışı-Avrupa'da genel olarak dengeli bir eğri çizmektedir. MİA Dışı-Asya'da ise 2011 3. çeyrek döneminde düşüş gerçekleştiği ve kira ortalamasının 18,8 ABD Doları/m²/ay olduğu gözlenmektedir.

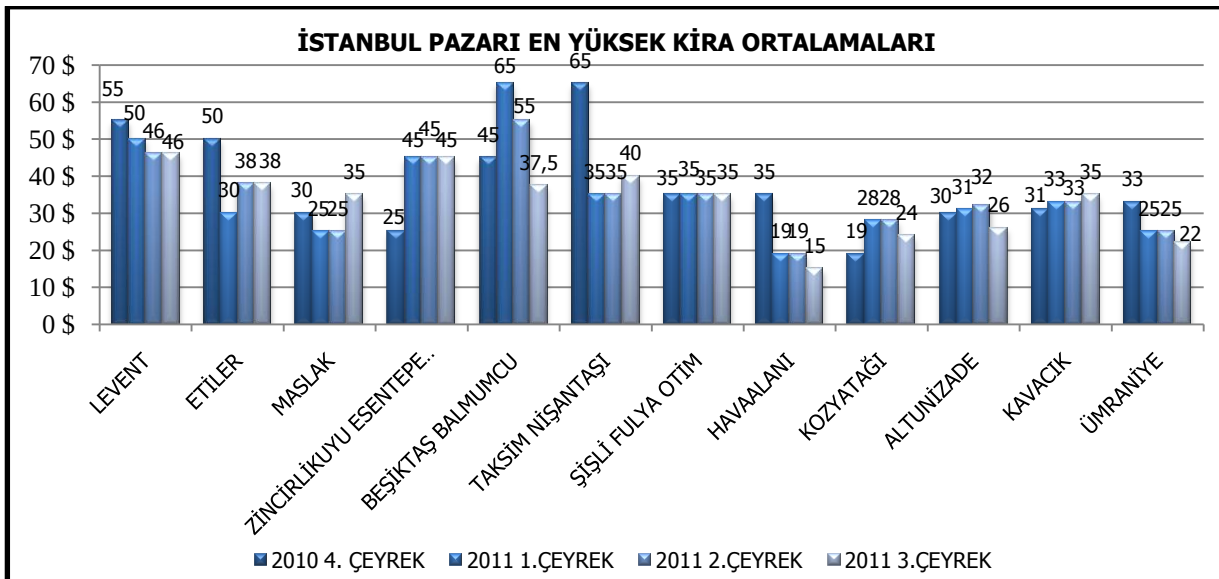


B sınıfı binalarda kira ortalamaları değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. 2011 üçüncü çeyrek döneminde MİA'daki B sınıfı binaların kira ortalamalarında önemli bir düşüş görülmektedir. 3,7 ABD Doları/m²/ay olan bu düşüşle ortalama kira rakamı son bir senenin en düşük seviyesine inmiştir. MİA Dışı-Avrupa ve MİA-Dışı-Asya'da kira ortalamalarında büyük değişiklik görülmemektedir.

Türkiye Geneli Ofis (İşyeri) Binası Yapı Ruhsatı		
DÖNEMLER	OFİS BİNASI ALINAN YAPI RUHSATI m ²	OFİS BİNASI ALINAN YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ m ²
2010 Q1	675.534	477.452
2010 Q2	1.251.969	489.971
2010 Q3	977.426	561.355
2010 Q4	1.662.311	547.438
2011 Q1	733.845	660.379
2011 Q2	1.047.038	1.066.285

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2011 yılı ikinci çeyrek döneminde ofis binası alınan yapı kullanma izin belgeleri 1.07 milyon m² ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Son dönemlerde genişleyen ofis-işyeri yatırımlarına bağlı olarak kullanım izinlerinde ikinci çeyrekte rekor yaşanmıştır. Alınan ofis binası yapı ruhsatları da yine 1.05 milyon m² ile ilk çeyrek döneme göre önemli bir genişleme göstermiştir. Ofis sektöründe yatırımlar ve tamamlanan yatırımların kullanımı genişlemektedir.

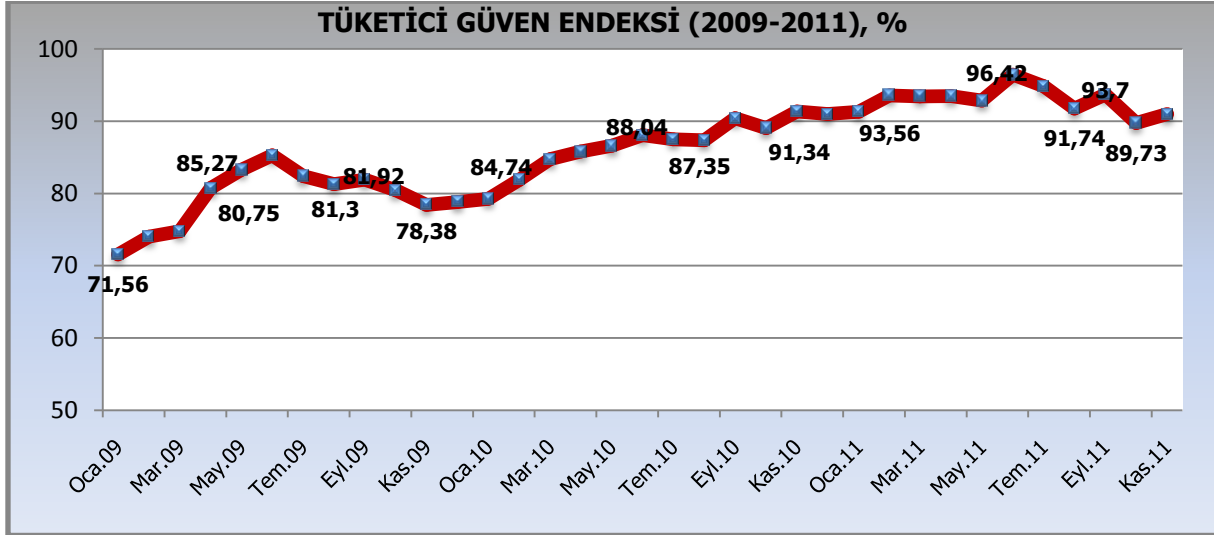


Propin tarafından yayınlanan 3. Çeyrek raporunda sunulan, bölgelere göre talep edilen en yüksek kira liste rakamları yukarıda ki grafikte yer almaktadır. 2011 2. çeyrek döneminden farklı olarak en yüksek kira rakamı 46 ABD Doları/m²/ay olarak Levent Bölgesi'nde talep edilmiştir. Talep edilen en yüksek ikinci kira rakamı ise Zincirlikuyu-Esentepe-Gayrettepe Bölgesi'nde 45 ABD Doları/m²/ay olarak tespit edilmiştir. 2011 2. çeyrek döneminde en yüksek kira rakamına sahip olan Beşiktaş-Balmumcu Bölgesi, 2011 3. çeyrek döneminde beşinci sıraya gerilemiş, bölgede en yüksek kira talebi 37,50 ABD Doları/m²/ay olarak gerçekleşmiştir.

4.3.2. Perakende Piyasası;

- **Tüketici Güven Endeksi;**

2011 yılının ilk iki çeyrek döneminde tüketicinin satın alma eğilimleri kuvvetli seyretilmiştir. Ekonomideki soğutma önlemlerine rağmen 2011 yılının birinci ve ikinci çeyreklerinde tüketicilerin satın alma eğilimleri hızlı ekonomik büyüme yaşanan 2010 yılı genelinin üzerinde gerçekleşmiştir. Fakat küresel ekonomideki belirsizliklerin etkisiyle yerel para biriminin USD ve EUR karşısında %25 -%30 bandında değer kaybettiği ve bunun da endekste düşüşe neden olduğu gözlemlenmiştir. Endeks Kasım 2011 itibariyle tekrar %91'e gerilemiştir.

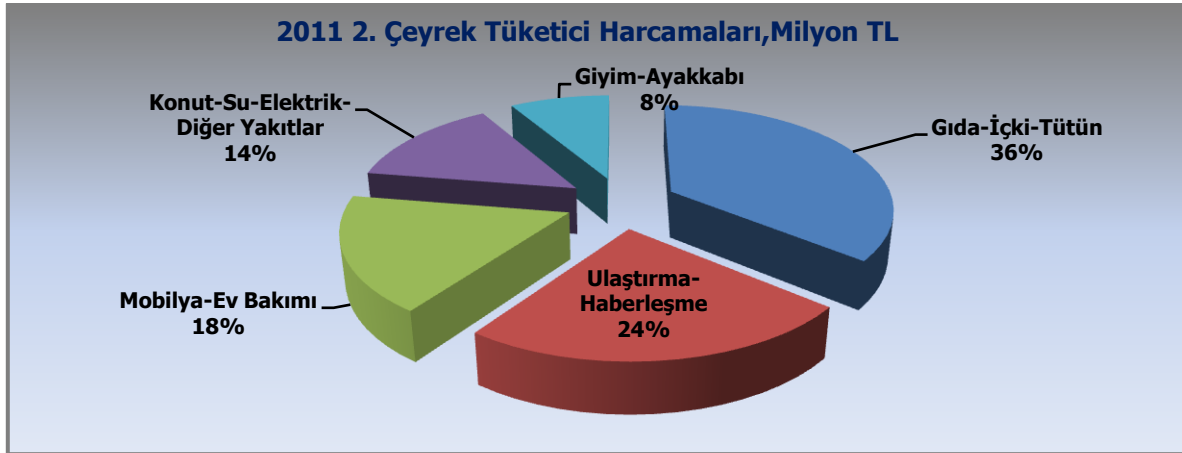


Kaynak: TÜİK

2009-2011 inceleme döneminde birkaç ay hariç endekste yetersiz de olsa bir artış trendinden bahsetmek mümkündür. Nisan 2008'den beri 80'li değerlerin altında seyretilmeye başlayan endeks değerinin, 2009 yılı Nisan ayından itibaren tekrar 80'lerin üzerinde değerler almaya başladığı, son iki yıldan bu yana ise kriz öncesi seviyelere ulaştığı görülmektedir. 2009-2010-2011 yıllarının tüm aylarında tüketici güven endeksinde endeks sayısının 100'ün altındaki değerlerde kalması, tüketici güvenindeki kötümser durumu göstermektedir.

- **Türkiye Tüketim Harcamaları;**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) 2011 Yılı 2. Dönem Gayri Safi Yurtiçi Hasıla verilerine göre, yerleşik ve yerleşik olmayan hane halklarının **yurtiçi tüketimi harcamaları** yılın ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,5 artışla 19 milyar 961 milyon TL'ye yükselirken, bunun 5 milyar 332 milyon TL'lik en büyük bölümünü gıda, içki ve tütün harcamaları oluşturmuştur.

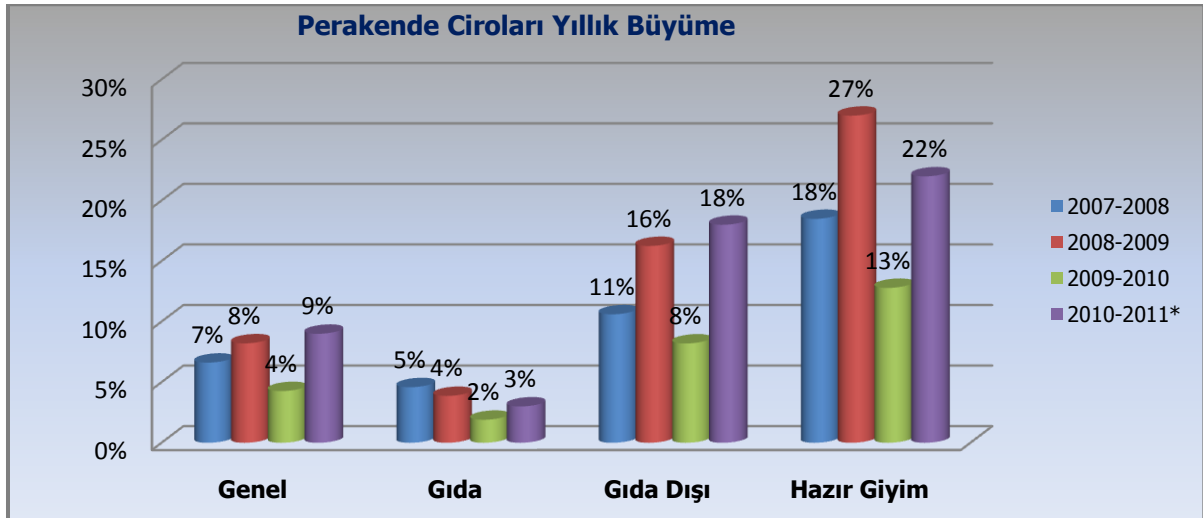


Kaynak: TÜİK

2011 yılının ikinci çeyreğinde ulaştırma ve haberleşme için 3 milyar 573 milyon TL; mobilya, ev aletleri ve ev bakımı için 2 milyar 617 milyon TL, konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar için 2 milyar 64 milyon TL, giyim ve ayakkabı için 1 milyar 272 milyon TL harcama yapıldığı kaydedilmiştir. Tüketicilerin yılın ikinci çeyreğinde yaptığı sağlık harcamaları 1 milyar TL'yi aşarken, eğitime 156 milyon TL, eğlence ve kültüre 897 milyon TL, lokanta ve otellere ise 710 milyon TL olmuştur.

- Perakende Ciroları;

Tüketici algısındaki olumlu değişimin etkisi ile perakende cirolarında artış gözlenmektedir. AMPD verilerine göre; Kasım 2011'de aylık %7 düşüş göstermesine rağmen, 2011'in ilk 11 ayında, 2010 ilk 11 ayına göre %9 büyüme ile önemli bir ivme yakalamıştır.



Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Derneği (AMPD)

*2011 yılı 11 ayına ilişkin değişimi ifade etmektedir.

2011 Kasım ayında, Ekim ayındaki mevsimsel yükselişten sonra cirolar normal seyrine dönmüştür. Yılın ilk 11 ayındaki büyüme, yılsonu büyüme oranlarının 2010'un üzerinde olacağına işaret etmektedir.

- Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi;

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100			
DÖNEMLER	TOPLAM CİRO ENDEKSİ	KİRALANABİLİR ALAN M2 ENDEKSİ	M ² BAŞINA CİRO ENDEKSİ
2009 Q2	133	176	97
2009 Q3	155	183	109
2009 Q4	168	192	116
2010 Q1	127	195	90

2010 Q2	142	203	96
2010 Q3	153	205	101
2010 Q4	151	218	99
2011 Q1	141	221	92
2011 Q2	151	236	95
2011 Q3	137	242	91
2011 Q4*	152	244	98

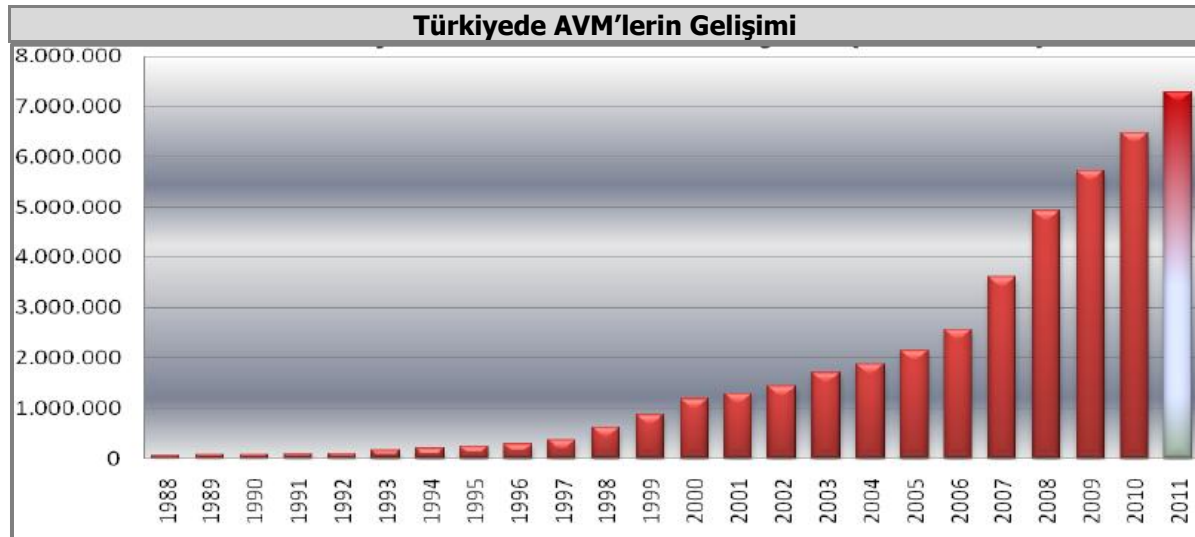
KAYNAK: AMPD

*12 Aralık

2011 yılı ilk çeyreğinde AVM ciroları geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 11,9 artmıştır. 2010 yılının son çeyreğine göre ise mevsimsellik etkisi ile gerilemiştir. Kiralanabilir alan endeksi yılın ilk çeyreğinde yüzde 1,4 oranında genişleme göstermiştir. M² başına ciro endeksi ise mevsimsellik etkisi ile bir önceki çeyreğe göre gerilemişken, geçen yılın aynı çeyrek dönemine kıyasla yüzde 2 artış göstermiştir. **2011 yılının ikinci çeyrek döneminde ise AVM ciroları geçen yılın aynı dönemine göre %6,3 oranında artmıştır. Kiralanabilir alan endeksi de yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %6,8 oranında artış göstermiştir. M2 başına ciro endeksi ise 95 ile geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerilemiştir. 2011 yılı üçüncü çeyrek döneminde mevsimsellik etkisi ile Eylül ayı sonunda toplam ciro endeksi 137 ile yılın en düşük seviyesine inmiştir. Kiralanabilir alan m² endeksinde ise artış devam etmektedir. M² başına ciro endeksi de bu gelişmelere bağlı olarak üçüncü çeyrek son ayı itibari ile 91 puanla yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Yine mevsimsellik etkisi ile Ekim ayında ise hem toplam cirolarda hem de m² başına ciro endeksinde kuvvetli bir toparlanma görülmektedir.**

- Türkiye AVM Piyasası;

İlk modern alışveriş merkezi olan **Galeria İstanbul Ataköy'de 1988 yılında**, açılmıştır. Bunu sırasıyla, Karum(1991), Carrefour(1991), Akmerkez(1993), Capitol(1993), Carousel(1995), Kipa(1995), Migros(1998), Profilo(1998) takip etmiştir. Alışveriş tutkusu Anadolu'ya yayıldığında ilk adımı ise Konya'da Adesa(1993) atmıştır. Organize Perakendecilik bu dönemden sonra bir patlama yapmıştır. Bu dikkat çekici büyümede hayat tarzlarındaki değişim, tüketici kredisi ve kredi kartının yaygınlaşması, otomobil sayısının artması ve kadınların çalışma hayatına katılması gibi çok değişik faktör rol oynamıştır.



Kaynak: Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği(AYD)

Ekonomide hızlı büyüme ve perakende sektöründeki gelişmeye bağlı olarak AVM yatırımları yılın üçüncü çeyrek döneminde de canlı kalmayı sürdürmüştür. Yerli ve yabancı yatırımcıların İstanbul ve diğer illerde AVM yatırımları ve yeni proje girişimleri artmaktadır. Perakende sektöründeki gelişme, yabancı markaların da Türkiye'ye ilgisini arttırmakta ve girişini hızlandırmaktadır. Büyük şehirlerin yanı sıra diğer şehirlerde de ilave AVM yatırımları başlanmakta ve planlanmaktadır. Satın alma gücündeki genişleme ve yeni orta sınıfın tüketici tercihleriyle birlikte diğer illerde de AVM yatırımlarının genişlemesi organize perakendenin payının artmasına destek olmaktadır.

2011 yılında açılan yeni AVM yatırımlarına ek olarak yaklaşık 2.0 milyon m2 kiralanabilir alana sahip AVM inşaatı devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde birincil kiralarda bir değişiklik olmamıştır. Ancak döviz kurlarındaki artış nedeniyle AVM yatırımcıları ile perakendeciler arasında kira tartışmaları yaşanmaktadır. Döviz kurlarındaki artış nedeni ile döviz cinsi kiralarda artış beklenmemektedir.

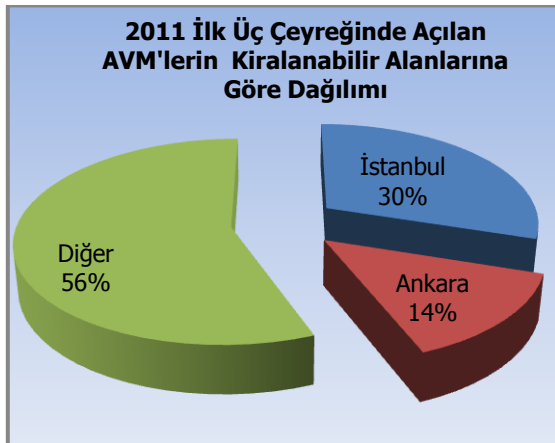
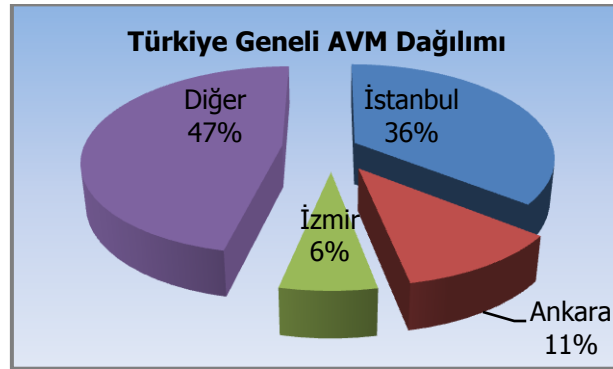
Türkiye Genelinde Alışveriş Merkezleri				
DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN M ²	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M ²
2009 Q1	5	55.700	194	4.458.258
2009 Q2	5	129.000	199	4.587.258
2009 Q3	7	251.000	206	4.852.758*
2009 Q4	7	368.700	213	5.221.458
2010 Q1	3	122.000	216	5.343.458
2010 Q2	7	148.280	223	5.491.738
2010 Q3	6	174.000	226	5.665.738
2010 Q4	7	250.000	261	6.285.271
2011 Q1	6	236.900	267	6.522.171
2011 Q2	11	350.725	278	6.872.896
2011 Q3	8	281.880	286	7.154.776
2011 Q4*	6	178.640	292	7.333.416

KAYNAK: TÜİK-AYD

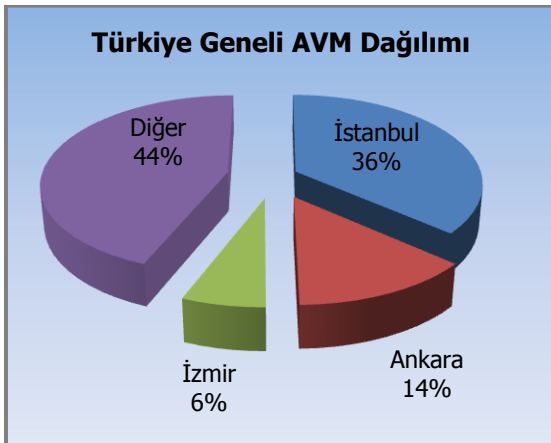
*12 Aralık

GYODER'den yapılan açıklamaya göre, Türkiye genelinde 2011 yılının üçüncü ve dördüncü çeyrek dönemlerinde yeni AVM açılışları devam etmiştir. Üçüncü çeyrekte 8 yeni AVM, 12 Aralık itibari ile dördüncü çeyrekte ise 6 yeni AVM açılmıştır. Üçüncü ve dördüncü çeyrekte açılan AVM'ler ile toplam AVM sayısı 292'ye, toplam kiralanabilir alan ise 7.33 milyon m²'ye ulaşmıştır.

İllere göre bakıldığında İstanbul 104 aktif alışveriş merkezi ile ilk sırada yer alırken, Ankara 33, İzmir 19 alışveriş merkezi ile İstanbul'u takip etmektedir.



KAYNAK: AYD



Türkiye’de henüz 81 ilin 48’inde AVM bulunmaktadır. Isparta, Artvin ve Hatay illerinde 2010 yılında ilk AVM’ler açılmışken, Mardin Kızıltepe, Siirt ve Kırıkkale illerinde ise yakında açılacak AVM’ler yatırımların küçük şehirlere doğru kaydığının bir göstergesidir. Adapazarı, **Bursa**, Düzce, Adana, Edirne, Antakya, Balıkesir, Antalya ve Diyarbakır AVM’lerin yeni adresleri olarak ortaya çıkmaktadır. 2013’te AVM yatırım potansiyeli taşıyan illerin arasında Kilis, Sinop, Kars, Iğdır, Kahramanmaraş ve Afyon yer alırken, Mersin, Sakarya, Nevşehir, Gaziantep ve Van doygunluğu devam edecek iller olarak sıralanmaktadır.

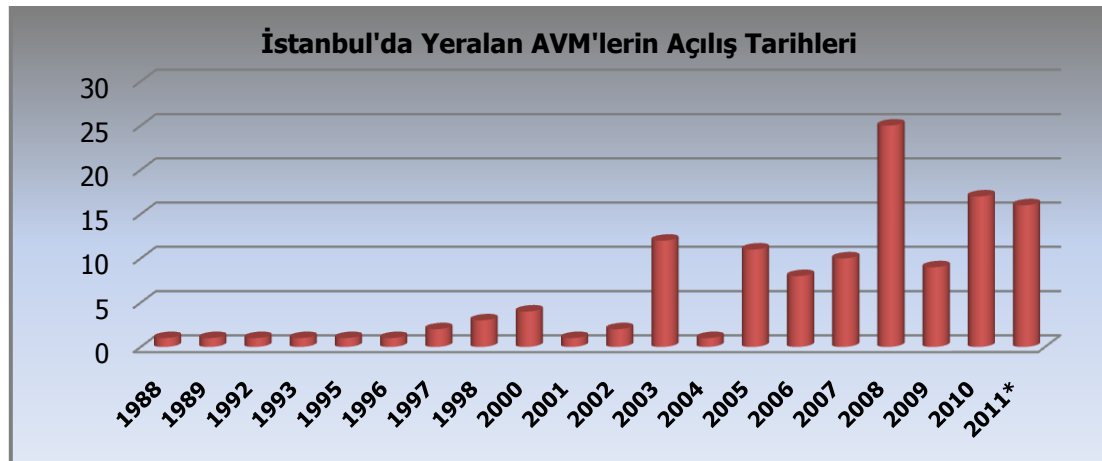
Türkiye’de, 2011 sonu itibariyle 1000 kişi başına 103 m²’lik kiralanabilir alan ile birçok Avrupa ülkesinin gerisinde kalmaktadır. Fransa’da bu sayı her 1000 kişiye yaklaşık 252,9 m² iken İngiltere’de 258 m², Almanya’da ise 153,6 m²’dir. **Ankara ve İstanbul sırasıyla 236 m² ve 232 m² ile, 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan bazında, en yoğun pazarlar olarak öne çıkmaktadır.** İstanbul ve Ankara’yı Karabük, Bolu, Trabzon ve Bursa takip etmektedir. Bolu, Karabük ve Trabzon gibi ikincil şehirlerde yüksek perakende yoğunluğunun arkasındaki temel sebep, pazarın gelişmişliği değil, şehir nüfuslarının azlığıdır. Bu nedenle, ikincil şehirlerin perakende yoğunlukları ile öne çıkmaları sıkça görülen bir durumdur ve bazen ikincil şehirlerde orta ölçekli bir alışveriş merkezinin açılışı, o şehrin 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alanını iki katına çıkartabilmektedir. İnşaat halindeki projelerin tamamlanmasıyla, 2013 sonunda İstanbul’un perakende yoğunluğunun 257,-m²’ye ulaşarak, Ankara’yı geride bırakması ve tekrar en yoğun şehir haline gelmesi beklenmektedir.

1.000 Kişi Başına Düşen TKA, 2011		
Şehir	2010 Q4	2011 Q4
Ankara	207 m ²	236 m ²
İstanbul	210 m ²	232 m ²
Karabük	65 m ²	179 m ²
Bolu	25 m ²	148 m ²
Trabzon	142 m ²	143 m ²
Bursa	134 m ²	143 m ²
Tekirdağ	139 m ²	139 m ²
Denizli	119 m ²	130 m ²
Türkiye	90 m²	103 m²

KAYNAK: Jones Lang LaSalle

- **İstanbul AVM Piyasası;**

Güçlü bir çarşı geleneğine sahip olan İstanbul’da, büyük AVM’lerin ortaya çıkışı 1980’lerin sonuna rastlamaktadır. İstanbul’da 1990’larda ilk AVM’ler, eski şehir merkezindeki çarşılardan ilham alarak Bakırköy, Altunizade, Etiler gibi alt merkezlerde (Galleria 1988, Capitol 1993, Akmerkez 1993) inşa edilmeye başlanmıştır. İlk dönemde inşa edilen AVM’ler önceden lüks malların topluma sunulduğu bir alan imajını sunarken, bugün bunların çoğu üst-orta kesimlere hitap eden yerler haline gelmişlerdir. Günümüzde ise daha lüks ve dışarıya tam kapalı, yarı kapalı gibi farklı konseptlerde projelerin yapıldığı görülmektedir. Bunlar aynı zamanda işyeri, konut ve bunların yan hizmetlerini (spor merkezi, günlük bakım ve temizlik, otopark, vb. donatı ve hizmetler) içererek cazibe alanları haline gelmektedirler.



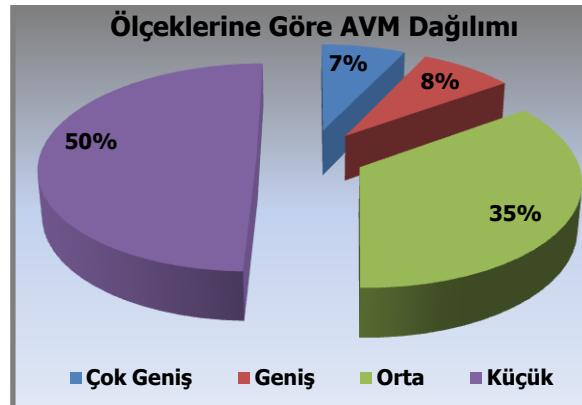
• Eylül 2011'e kadar

İstanbul'da bugün bazı kaynaklara göre yaklaşık 104 adet AVM olduğu ileri sürülmektedir. Buna göre, 5'i 1995'ten önce yapılmıştır. 1996-2000 döneminde 10 adet AVM yapılmış, 2001-2005 döneminde bu sayı neredeyse 3 katına çıkarak 27'ye çıkmıştır. 2006-2008 yılları arasındaki 2 yılda ise ~40 adet AVM inşa edilmiştir. Buna göre, İstanbul'da AVM inşaatının 2000'li yıllardan bu yana ivme kazandığı görülmektedir. 2011 yılı sonu itibariyle, toplam kiralanabilir alan 3.078.000,-m²'yi bulmaktadır.

İstanbul'daki AVM'lerin geneli incelendiğinde, çok geniş (80.000+) kiralanabilir alana sahip AVM sayısının toplam içinde %7'lik bir paya sahip olduğu görülmektedir. Cevahir AVM (118.000,-m²), Marmara Forum (135.000,-m²) ve Forum İstanbul (135.000,-m²) Türkiye ve Avrupa çapında bilinen en büyük alışveriş merkezleridir. Bu merkezler, çeşitli gelir gruplarına hitap eden çekim merkezleri olmalarıyla öne çıkmaktadır. 20.000,-m²'den daha az kiralanabilir alana sahip AVM'lerin sayısı ise toplam içinde %50'lik bir paya sahip olup, **son yıllarda artık daha küçük metrekareli, kolayca ulaşılabilen, tercihen yürüme mesafesinden müşteri alabilecek AVM'lere yatırım eğiliminin olduğu** söylenebilir.

AVM KATAGORİ DAĞILIMI, m ²		
Kategori	Birim	%
Yaşam Merkezi	2	1,9%
Mahalle Merkezi	42	40,4%
Outlet Merkez	21	20,2%
Güç Merkezi	1	1,0%
Bölgesel Merkez	29	27,9%
Üst Bölgesel Merkez	6	5,8%
Temalı Merkez	3	2,9%
Toplam	104	100%

KAYNAK: Jones Lang LaSalle



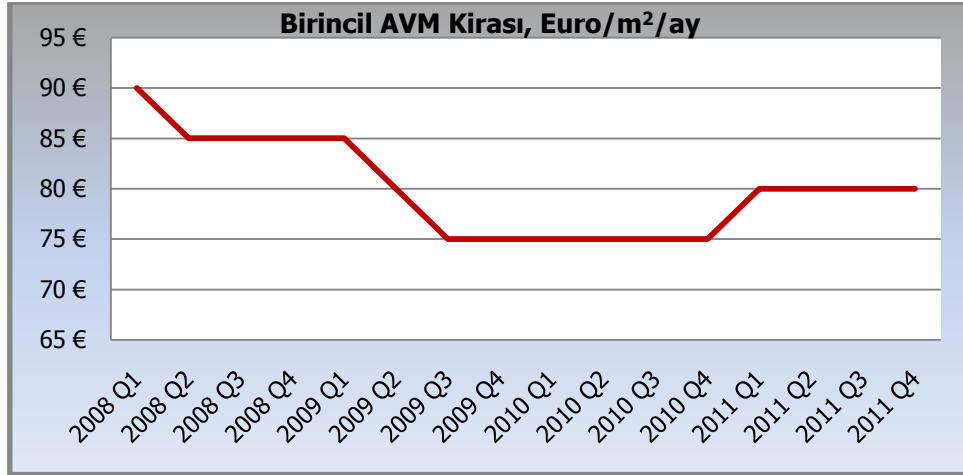
1.000 kişi başına düşen 232 m² toplam kiralanabilir alan ile, İstanbul, Ankara'dan sonra perakende açısından en yoğun ikinci şehirdir. İnşaat halinde olan gelecek arz göz önünde bulundurulduğunda, şehrin perakende arzının 2013 sonu itibariyle 287 m²'ye ulaşarak, en yoğun pazar haline gelmesi beklenmektedir.

1.000 Kişi Başına Düşen TKA, İstanbul 2011		
	2011	2013
Avrupa Yakası	281	365
Asya Yakası	149	202
İstanbul	232	287

KAYNAK: Jones Lang LaSalle

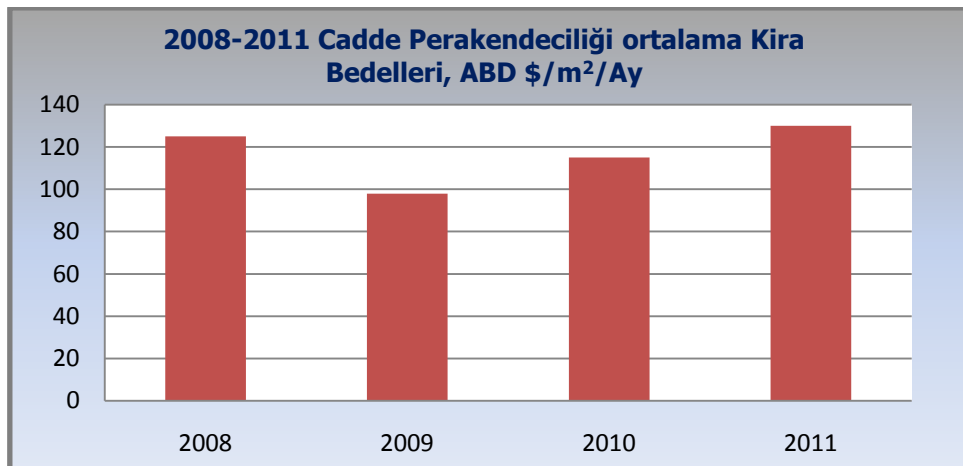
2011 sonu itibariyle, Avrupa Yakası'ndaki perakende yoğunluğu, 281 m² iken bu oran, Asya Yakası'nda 149 m² olarak gerçekleşmiştir. **Avrupa yakasındaki en yoğun alt pazarlar arasında 1.578 m² ile Bakırköy, 1.020 m² ile Bayrampaşa, 994 m² ile Şişli ve 929 m² ile Beylikdüzü yer almıştır. Asya Yakası'nda ise Ataşehir 1.000 kişi başına düşen 337 m² TKA ile perakende açısından en yoğun alt pazar olmuştur.**

Türkiye'deki birincil kira rakamının da göstergesi olan İstanbul pazarında, birincil kira seviyesi 2011'in ilk yarısında güçlü perakendeci talebine bağlı olarak 5 Euro artarak, metrekare başına aylık 80,-Euro'ya ulaşmıştır.



Yılın ilk yarısındaki olumlu gelişim göz önünde bulundurularak, birincil kira seviyesinin 2011 sonunda 85,-Euro'ya ulaşacağı öngörülmüştür. Ancak küresel ekonomik durumun belirsizliği ve TL değerindeki düşüş sebebiyle bu öngörü gerçekleşmemiş, birincil kira 80,-Euro'ya sabit kalmıştır. Önümüzdeki dönemde de birincil kiranın 80,-Euro seviyesinde kalacağı öngörülmektedir.

İstanbul'da alışveriş merkezlerinin sayısı hızlı bir şekilde artarken, geleneksel cadde perakendeciliği de önemini korumaya devam etmektedir. Ortalama performans gösteren bir alışveriş merkezine kıyasla, alışveriş caddelerindeki yaya sirkülasyonunun fazlalığı, perakende caddelerinin perakendeciler tarafından daha çok tercih edilen alanlar haline gelmesine sebep olmaktadır. Bağdat Caddesi, İstiklal Caddesi ve Nişantaşı şehirdeki başlıca perakende caddeleri olarak öne çıkmaktadır. Cadde üzeri perakendeciliğin yoğun olduğu bu merkezlerde mevcut mağaza stokunun sabit olması ve talep artışı sebebiyle kira değerleri 2008 yılında alışveriş merkezi kiralarını yakalamıştır. Bu tarihten itibaren alışveriş merkezi kiralarının üzerinde seyreden cadde üzeri perakende kiralari 2009 yılından günümüze kadar artış göstermektedir. Nişantaşı'da birincil kira seviyeleri 170 Euro iken, İstiklal Caddesi ile Bağdat Caddesi'nde 175 Euro seviyelerine ulaştığı tahmin edilmektedir.



4.4. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹

İSTANBUL: Değerleme konusu gayrimenkulün bulunduğu İstanbul İli; 41° kuzey, 29° doğu koordinatlarında, Marmara Bölgesi'nin kuzey kesiminde yer alır. İstanbul Boğazı boyunca ve Haliç'i çevreleyecek şekilde Türkiye'nin kuzeybatısında kurulmuştur. İstanbul, batıda Avrupa yakası ve doğuda Asya yakası olmak üzere iki kıta üzerinde kurulu tek metropoldür.

İstanbul İli'nin batısında Tekirdağ, doğusunda Kocaeli, güneyinde Marmara Denizi ve kuzeyinde Karadeniz yer almaktadır. İstanbul İli'nin, Avcılar, Arnavutköy, Ataşehir, Bakırköy, Beylikdüzü, Bahçelievler, Bağcılar, Güngören, Esenler, Bayrampaşa, Başakşehir, Zeytinburnu, Fatih, Eminönü, Beyoğlu, Beşiktaş, Şişli, Kağıthane, Sarıyer, Gaziosmanpaşa, Eyüp, Küçükçekmece, Büyükçekmece, Silivri, Çatalca, Çekmeköy, Esenyurt, Üsküdar, Beykoz, Kadıköy, Kartal, Pendik, Tuzla, Ümraniye, Adalar, Maltepe, Sancaktepe, Sultanbeyli ve Şile olmak üzere 39 ilçesi bulunmakta olup, yüzölçümü 5.512,-km²'dir.

Şişli; 1954 yılında ilçe statüsünü kazanan Şişli, 28 mahalleden oluşmakta olup, doğusunda Beşiktaş, kuzeyinde Sarıyer, batısında Eyüp ve Kağıthane, güneyinde ise Beyoğlu ilçeleri bulunmaktadır.

Denize sahili olmayan Şişli ilçesi'nde çok sayıda tarihi eser, işyeri, modern ticaret merkezi, kültür ve sanat merkezi bulunmaktadır. Şişli ilçesi, Kağıthane'nin, 1987'de ayrılarak ayrı bir ilçe olmasıyla ikiye bölünmüştür. Kuzeyde yer alan Ayazağa, Maslak ve Huzur mahalleleri bir öbek oluştururken, geride kalan diğer mahalleler gene ayrı bir öbek oluşturmakta olup, bu iki öbek Büyükdere Caddesi'yle birbirine bağlıdır.

İstanbul İli deprem haritasına göre Şişli İlçesi 2'nci derece deprem bölgesinde kalmaktadır.



2010 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre Şişli İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Erkek	Kadın	Toplam
Şişli	317.337	156.018	161.319
İstanbul	6.655.094	6.600.591	13.255.685

¹ Bölge analizi ile ilgili bilgiler için İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler

5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, Esentepe Mahallesi, Büyükdere Caddesi, Yazarlar Sokak - Şişli/İstanbul açık adresinde; tapuda, İstanbul İli, Şişli ilçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı 11.099,39m² yüzölçümlü arsa vasıflı gayrimenkuldür.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkul, Şişli-Esentepe’de, konut alanlarının, alışveriş ve iş merkezlerinin, idari ve sosyal donatıların ve alternatif ulaşım bağlantılarının bir arada bulunduğu, yaya ve araç trafiğinin en üst seviyede olduğu **merkezi bir bölgede** yer almaktadır.

Yakın çevresinde; Astoria ve Profilo Alışveriş Merkezleri, Şişli Belediyesi, Metrobüs ve Metro Gayrettepe İstasyonu, Fatih Üniversitesi, Haliç Üniversitesi, Vakıfbank, Denizbank ve Telekom binası yer almaktadır. Söz konusu gayrimenkul, Büyükdere Caddesi’ne cephelidir. Taşınmazın üzerinde bulunduğu Büyükdere Caddesi; Sarıyer’den başlayıp, Şişli’de biten ve E-5 Karayolu’na bağlanan, yaklaşık 13,5 km uzunluğunda önemli bir aksdır. MİA bölgesinin ana arteridir. Bu arter üzerindeki boş parsellerin az olması; gayrimenkulün ticari potansiyel değerini artırmaktadır. Gayrettepe Metro İstasyonu’nun gayrimenkulün güneyinde yer alması ulaşılabilirlik açısından taşınmaz değerine olumlu etki etmektedir.

Gayrimenkulün bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Boğaziçi Köprüsü Gişeler	:	~ 3,-km
Taksim	:	~ 5,-km
Beşiktaş	:	~ 3,-km
Maslak	:	~ 4,5km

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu 2011 ada, 7 parsel numaralı gayrimenkul, güneyden Büyükdere Caddesi'ne, batıdan Yazarlar Sokak'a cephelidir. Halihazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde inşaatın iksa ve hafriyat çalışmaları seviyesinde olduğu görülmüştür. Emniyet ve çevrenin zarar görmemesi için 100,-cm çaplı 26 adet yaklaşık 17 metre uzunluğunda betonarme iksa kazık; 65,-cm çaplı 9 adet yaklaşık 15,5 metre uzunluğunda betonarme karkas iksa kazığı çakıldığı tespit edilmiş olup, yaklaşık 15.000 ,-m³ yumuşak ve sert kaya zemin hafriyatı yapıldığı bildirilmiştir. Şantiyede çevre emniyetiyle ilgili bu çalışmalar devam etmektedir.

Söz konusu parsel üzerinde, onaylı mimari projesine göre;

- 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal katlı,
- Toplam 106.949,28m² brüt alanlı,
- 152 bağımsız bölüm ve tek bloktan oluşan **Torun Tower** projesi planlanmıştır.
- 38.165,-m² kapalı alanlı 139 adet ofis birimi,
- 3.294,-m² kapalı alanlı 13 adet dükkan ve mağazalardan oluşan perakende birimleri mevcut olacaktır.
- Dükkan ve mağaza birimleri zemin altı bodrum katlarda çözümlenecektir.

6, 5, 4 ve 3'üncü Bodrum katlar otopark alanı kullanılmakta olup, 3. Bodrum kat ayrıca mal kabul katı olarak düşünülmüştür. Projede, toplam 841 araç kapasiteli kapalı, 103 araç kapasiteli açık otopark alanı düşünülmektedir. Aşağıda 6, 5, 4 ve 3'üncü Bodrum katların brüt alanları, kullanım fonksiyonları, otopark alanları ve araç kapasitelerini gösterir tablo sunulmuştur:

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU	OTOPARK ALANI, m ²	ARAÇ KAPASİTESİ
6. BODRUM KAT	9.783,37	Otopark+Sigınak	6.474,68	174
5. BODRUM KAT	9.237,76	Otopark	8.413,59	223
4. BODRUM KAT	9.237,76	Otopark	8.392,54	224
3. BODRUM KAT	8.949,60	Otopark+Mal Kabul+Güvenlik+Yönetim Birimleri	8.051,39	220
	37.208		31.332	841

2 ve 1'inci bodrum katlar, proje dahilinde kiralanacak alanlar olup, dükkan+ofis hacimlerinden oluşmaktadır. Aşağıda kat brüt alanları ile kullanım fonksiyonlarını gösterir tablo sunulmuştur;

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU
2. BODRUM KAT	8.728,27	Ofis+Dükkan
1. BODRUM KAT	8.560,33	Ofis+Dükkan+Fitness Center
	17.289	

Zemin kat Restoran ve Banka, normal katlar ise ofis birimlerinden oluşmaktadır. Aşağıda kat brüt alanları ve kullanım fonksiyonları belirtilmiştir.

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU
ZEMİN	1.551,87	Banka+Restoran
1. KAT	1.542,17	Mekanik Kat
2. KAT	1.548,50	Ofis
3. KAT	1.552,52	Ofis
4. KAT	1.556,69	Ofis
5. KAT	1.560,53	Ofis
6. KAT	1.564,32	Ofis
7. KAT	1.567,92	Ofis
8. KAT	1.571,38	Ofis
9. KAT	1.574,71	Ofis
10. KAT	1.578,00	Ofis
11. KAT	1.580,80	Mekanik Kat
12. KAT	1.583,13	Ofis
13. KAT	1.586,05	Ofis
14. KAT	1.588,91	Ofis
15. KAT	1.592,42	Ofis
16. KAT	1.594,94	Ofis
17. KAT	1.597,31	Ofis

18. KAT	1.599,61	Ofis
19. KAT	1.601,91	Ofis
20. KAT	1.603,64	Ofis
21. KAT	1.606,15	Mekanik Kat
22. KAT	1.608,06	Ofis
23. KAT	1.609,60	Ofis
24. KAT	1.610,95	Ofis
25. KAT	1.612,17	Ofis
26. KAT	1.613,34	Ofis
27. KAT	1.614,33	Ofis
28. KAT	1.615,19	Ofis
29. KAT	1.615,84	Ofis
30. KAT	1.616,21	Ofis
31. KAT	1.616,37	Mekanik Kat
32. KAT	1.616,65	Ofis
52.452		

	KİRALANABİLİR ALAN	
	NET ALAN(*)	BRÜT ALAN(**)
DÜKKÂN	3.294,43	3.346,90
OFİS	38.164,84	60.048,40
TOPLAM	41.459,27	63.395,30

*Onaylı mimari projesine göre hesaplanmıştır.

**Kat brüt alanları toplamı olan 63.395,30m² alanın, her bir bağımsız bölümün arsa payı oranında dağıtılması sonucu bağımsız bölüm brüt alanı hesaplanmıştır.

Proje bünyesinde 10 katta bir (1., 11., 21. ve 31. Katlarda) mekanik kat planlanmıştır. Buna göre mekanik katlarda, su depoları, yangın sulama sistemleri vb. mekanik tesisatlar bulunacaktır. Söz konusu 39 katlı kulenin 40. Metresinden sonra (8. Normal Kat) boğaz manzarasına sahip olunmaktadır. Şirket yetkililerinden öğrenilen bilgiye göre, projede yer alacak ofis ve perakende birimlerinin tamamı kiralanacak ve proje 2013 yılı sonunda tamamlanacaktır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,

İli	:	İstanbul
İlçesi	:	Şişli
Mahallesi	:	Mecidiyeköy
Pafta No.	:	306
Ada No.	:	2011
Parsel No.	:	7
Niteliği	:	11.099,39
Yüzölçümü, m ²	:	Arsa
İktisap Tarihi/Yevmiye No.	:	126/12429
Cilt/Sayfa No.	:	07.06.2011/9881
Malik	:	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
Hisse Oranı	:	Tam

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

07.12.2011 tarihi itibarı ile Şişli Tapu Sicil Müdürlüğü ve Şişli Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,

Değerleme konusu gayrimenkul son üç yıl içerisinde herhangi bir alım satım işlemine konu olmazken; 306 pafta, 2011 ada, 5 parselde yer alırken, 07.06.2011 tarih ve 9881 yevmiye numarası ile ifraz işlemi sonucunda 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel olarak tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

İpotek Hanesi	:	Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine 100.000.000,-USD bedelle, Yıl Lib+4 faizle, 1.dereceden, FBK müddetli, ipotek tesis edilmiştir. (30.11.2007 tarih ve 16823 yevmiye no. ile)
----------------------	---	---

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Tapu Takyidatı)

5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,

Rapor konusu 306 pafta, 2011 ada, 7 numaralı parsel; 1/1000 ölçekli 14.03.2011 onay tarihli Şişli-Mecidiyeköy 2011 Ada, 5 Parsel Tadilat Planı'na göre, "**Turizm + Ticaret Alanı**" içerisinde kalmakta olup, Emsal (E): 2.75, H_{max} : Serbest yapılaşma şartlarına sahiptir. Söz konusu parsel için tanımlanan plan notları aşağıda belirtilmiştir.

1. ± 0.00 kotu altında yapılacak 1. ve 2. bodrum katları iskan edilebilir. İskan edilen 2 bodrum kat emsale dahil değildir. Otopark ihtiyacı parsel bünyesinde karşılanmadan bodrum katlar iskan edilemez.
2. Çekme mesafelerinin içinde kalmak kaydıyla; maksimum TAKS:0.35, zemin katta maksimum TAKS:0.40 olacaktır.
3. Büyükdere Caddesi'nden 20,-m, batıdaki yol cephesinden 10,-m, diğer cephelerden 5,-m çekme mesafesi uygulanacaktır. Doğal zemin kotunun altında kalmak şartıyla batıdaki yol cephesinde 5,-m çekme mesafesi uygulanarak inşaat yapılabilir.
4. Doğal zemin kotunun altında ve yol cephelerinde çekme mesafelerinin gerisinde kalmak kaydı ile parsel tamamında bodrum kat yapılabilir. Doğal zemin kotunun üzerine çıkan kısımlarda ± 0.00 kotu altında kalmak ve çekme mesafelerinin gerisinde kalmak şartıyla parsel tamamında bodrum kat yapılabilir.
5. İnşaat emsali uygulaması, net parsel alanı üzerinden yapılacaktır.
6. Tasdik hududu dahilindeki yolların gerçekleşmesini sağlamak amacı ile kamu eline geçen yol alanları emsal hesabına dahil edilecektir.

Yapı Ruhsatı: 30.09.2011 tarihli 2/74 numaralı "Ofis (işyeri) binası + dükkan" için verilmiş 106.949,- m² alanlı Yapı Ruhsatı Mevcuttur.

Mimari Proje: 04.10.2011 tasdik tarihli mimari projesi mevcuttur.

(EK: 4: Gayrimenkule Ait İmar Paftası ve Plan Notları)

(EK: 5: Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı)

(EK: 6: Gayrimenkule Ait Mimari Proje)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu 2011 ada, 7 numaralı parsel üzerinde yapı denetimine tabi herhangi bir yapı mevcut değildir.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

Değerleme konusu gayrimenkul ile ilgili değerlendirme işlemini olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan herhangi bir faktör bulunmamaktadır.

6.2. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

Değerleme konusu gayrimenkule ait teknik özellikler ve değerlendirme çalışmasında baz alınan verilere Rapor'un 5.1.2'nci bölümünde detaylı olarak yer verilmiştir.

6.3. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

Raporun 3.5'inci bölümünde, ana hatlarıyla belirtilen analiz ve değerlendirme yöntemlerinden, Rapor'a konu olan gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Piyasa (Emsal Değer) Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu parseller ile benzer nitelikli piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına **arsa değeri tespiti amacıyla** yer verilmiştir.

Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Piyasa Yaklaşımı (Emsal Değer) ile elde edilen **arsa değerine**, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde başlanan iksa ve hafriyat çalışmaları **dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri** ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Piyasa Yaklaşımı yöntemi ile bulunan değerlendirme konusu gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına yer verilmiştir. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin imar durumu ve onaylı mimari projesi doğrultusunda ofis+perakende birimlerinden oluşacak işyeri projesi geliştirilmiş olup,

- Proje gelirinin tespiti için **Piyasa Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2011 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi çerçevesinde, projenin yatırım maliyeti belirlenmiş ve Piyasa Yaklaşımı yöntemi ile elde edilen verilere ve yapılan varsayımlara dayalı olarak belirlenen **proje gelirlerinin** net bu günkü değerinden, **gerekli yatırım tutarı** (geliştirme maliyeti) düşülmek suretiyle değerlendirme konusu gayrimenkulün **arsa+ mevcut inşaat değeri hesaplanmıştır**.

6.4. Ayrıştırma Metodu (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)

Ayrıştırma Metodu, değerlendirme konusu gayrimenkulün **Arsa Değeri** ile **Yapı Değerinin** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanması ile gayrimenkulün değerinin bulunması işlemidir.

- Söz konusu parselin değeri, konu taşınmazın yakın çevresinde bulunan, aynı ya da benzer imar durumlarına sahip olan arsaların Emsal araştırma yöntemi kullanılarak **Piyasa Değeri Yaklaşımı** ile bulunmaktadır.
- Yapının özellikleri ve tamamlanma yüzdeleri** dikkate alınarak **Maliyet Analizi Yaklaşımı** ile Mevcut **Yapı Değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.4.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu gayrimenkulün konumu ve imar durumu dikkate alınarak, yakın zamanda alım - satıma konu olmuş / fiili değerleme tarihi itibari ile piyasada satılık **arsa emsalleri** araştırılmış olup, yapılan araştırmaların değerlendirmeleri aşağıda sunulmuştur;

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama		Arsa Yüzölçümü, m ²	SATIŞ DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	\$	\$/m ²
Emsal #1	Büyükdere Caddesi üzerinde, değerleme konusu gayrimenkule ~30,-m. mesafede, Ticari imarlı, E:2, Hmax: Serbest olan arsa satılıktır.	2.654	76.032.000	28.648,08	40.000.000	15.071,59

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, tabloda sunulan emsallerin irdelenmesi sonucunda;

- Gayrimenkulün merkezi iş alanında konumlu olması ve bölgenin yoğun yapılaşma özelliği göstermiş olması sebebiyle satılık arsa arzının kısıtlı olduğu,
 - Bölgede bulunan tek satılık emsal mülkün değerleme konusu gayrimenkule 30 metre mesafede, Büyükdere Caddesi üzerinde konumlu olduğu,
 - Söz konusu bedelin deklare satış bedeli olduğu, pazarlık payının olabileceği,
 - Büyükdere Caddesi aksı boyunca ortalama m² birim bedellerinin 2004 yılında 1.000,-ABD \$ civarında iken, 2011 yılında 12.000,-ABD \$ civarında bedellere çıktığı,
 - Bölgede ki ivmeyi artıran yatırımlar ile gerçekleşme yılları ve bedellerinin detayları incelendiğinde;
 - o 2007 yılında, Büyükdere Caddesi'ne sahip, 46.241,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı İETT arsası 705.000.000,-ABD \$ bedelle,
 - o 2007 yılında 96.505,-m² yüzölçümlü, Emsal: 2.90, Ticari imarlı Karayolları arsası 800.000.000,-ABD \$ bedelle Zorlu Holding'e
 - o 2008 yılında, eski Tekel Likör Fabrikasının konumlu olduğu, 23.711,-m² yüzölçümlü , Emsal:2.50, ticari imarlı arsa 269.440.000,-ABD \$ bedelle Kiler GYO'ya
 - o 2009 yılında, Albayrak Holding'e ait 2.400,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, Ticari imarlı arsa 25.000.000,-ABD \$ bedelle Çalık Holding'e
 - o 2010 yılında, 34.640,43m² yüzölçümlü, Emsal:2,50, Turizm+Ticaret imarlı, Ali Samiyen arsası, Aşçıoğlu-Nurol gruba 416.500.000,-TL bedelle
 - o 2011 yılında, ~7.000,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı, Yıldız Teknik Üniversitesi'ne ait arsa, Nurol Holding'e 111.000.000,-TL bedelle,
- satıldığı tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan, satışı gerçekleşmiş ve piyasada satılık olan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, "m² yapılaşma hakkına göre parsel değeri" hesaplanmış ve değerleme konusu gayrimenkulün plan notları ile² belirlenen emsal hesabı sonucunda **~3,28** oranına denk gelen yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$ / m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		3,28 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
28.648	15.071,59	2,0	14.324	7.536	46.983	24.717
-	15.246	3,0	-	5.082	-	16.669
-	8.290	2,9	-	2.859	-	9.376
-	11.364	2,5	-	4.545	-	14.909
-	10.417	3,0	-	3.472	-	11.389
15.857	-	3,0	5.286	-	17.337	11.558(*)
12.024	-	2,5	4.809	-	15.775	10.517(*)
Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL					26.698	14.162

(*) Satışların gerçekleştiği tarih itibariyle ABD \$ kurunun ortalama 1,50TL olduğu varsayımıyla düzeltilmiş değerlerdir.

² İnşaat emsali uygulaması net parsel alanı üzerinden yapılacak olmasına karşın, kamu eline geçen yol alanlarının da plan notları ile emsal hesabına dahil edilmesi toplam emsale dahil inşaat alanı hakkını büyütmüş ve yapılan uygulama ile söz konusu parselin 2,75 olan yapılaşma hakkı, 3,28 oranına denk gelmiştir.

Emsal mülklerin m² birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama **14.162,ABD \$/m²** yapılaşma hakkı parsel değerinin; güncel piyasa koşulları, gayrimenkulün konumu, yüzölçümü vb. kriterler ışığında, **12.000,-ABD \$** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Bu birim emsal değer esas alınarak hesaplanan konu **taşınmazın toplam arsa rayiç** değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı (Arsa)	
Net Parsel Alanı, m ²	11.099,39
m ² Satış Değeri, TL, ABD \$	12.000
Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$	133.192.680
Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL	253.172.646

Sonuç olarak; Piyasa Yaklaşımı çerçevesinde, değerlemeye konu gayrimenkulün değeri **253.172.646,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 133.192.680,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

6.4.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Maliyetinin Tespiti,

Rapor'un 5.1.2 Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri bölümünde detayları verildiği üzere, halihazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde inşaatın iksa ve hafriyat çalışmaları seviyesinde olduğu görülmüştür. Piyasa araştırmaları ve şantiye şefinden edinilen bilgilere göre değerlendirme tarihi itibarıyla yapılan harcama tutarının hesaplamaları aşağıda sunulmuştur.

- 100,-cm çaplı 26 adet yaklaşık 17,-m uzunluğunda betonarme kazık maliyeti;
 - o 26(adet)*17m.tül*185,-TL/metretül = 81.770,-TL
- 65,-cm çaplı 9 adet yaklaşık 15,5,-m uzunluğunda betonarme karkas kazık maliyeti;
 - o 9 (adet)* 15,50m.tül*80,-TL/metretül = 11.160,-TL

olmak üzere parsel üzerinde toplam **92.930,-TL** tutarında inşai çalışma yapıldığı tespit edilmiştir.

6.4.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri,

Değerleme konusu gayrimenkulün, Rapor'un 6.4.1'inci bölümünde Piyasa Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.4.2 Gayrimenkulün Mevcut Yapı Değeri bölümünde hesaplanan inşai çalışmaların tutarı ilave edilmek suretiyle toplam değeri hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	253.172.646
Tamamlanma Oranına Göre Yapı Maliyeti, TL	92.930
Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL	253.265.576
Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$	133.241.570

Sonuç olarak; Ayrıştırma Metodu çerçevesinde, gayrimenkulün fiili durumunu temsil eden tamamlanma oranına³ göre toplam değeri (parsel + mevcut inşaat) **253.265.576,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 133.241.570,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu 2011 ada, 7 numaralı parsel; 14.03.2011 tasdik tarihli, Mer'î İmar Planı'na göre "Turizm+Ticaret Alanı"nda kalmakta olup, plan notlarında belirlenen fonksiyonlara uygun olarak, Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan 04/10/2011 tarihinde tasdik edilmiş mimari projesine göre, 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal kat olmak üzere toplam 39 katlı işyeri amaçlı geliştirilecek olup, bu veriler ışığında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. İNA Analizi çerçevesinde esas alınan varsayımlar ve proje özeti aşağıda sunulmuştur;

Proje özeti: Konu parsel alanı net alan olup, toplam **11.099,39 m²'dir**. Söz konusu parsel üzerinde, onaylı mimari projesine göre, ofis+perakende birimlerinden oluşan işyeri kullanım amaçlı projenin geliştirilmesi durumunda, **projenin gelecekte yaratacağı geliştirme maliyetleri düşülmüş net**

³ İnşaat gerçekleşme tutarı çok düşük olduğundan oransal olarak ifade edilmemiştir.

nakit akımlarının bugünkü değerinin, gayrimenkulün arsa+ mevcut inşaat değerini temsil edeceği kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa+ mevcut inşaat değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir;

1. Parsel üzerinde geliştirilecek olan **proje maliyetleri hesaplanmış**,
2. Piyasa/Emsal Metodu yaklaşımı ile;
 - o Bölgede kiralık dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak projenin olası kira gelirleri hesaplanmış,
3. Son olarak gelir ve giderlerin varsayılan iskonto oranlarıyla günümüz değerlerine indirgenmek suretiyle gerçekleştirilen **İNA Analizi** ile bugünkü **net parsel+mevcut inşaat** değerine ulaşılması sağlanmıştır.

6.5.1. Varsayımlar,

i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI: Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulan proje bilgileri ışığında, konu parsel üzerinde **106.949,28-m²** kapalı alanlı ofis+perakende birimlerinden oluşan bir işyeri projesi geliştirilecektir.

Proje varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PARSEL ve PROJE BİLGİLERİ	
Ada/Parsel No	2011 Ada - 7 Parsel
Net Parsel Yüzölçümü, m ²	11.099,39
Emsale Esas Net Alan, m²(*)	13.257,66
İnşaat Emsali	2,75
Hmax	Serbest
Olması Gereken Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m²	36.458,57
Mimari Projeye Göre Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m²	36.457,86
Mimari Proje Bilgileri	
Σ İnşaat Alanı, m²	106.949,28
Emsale Dâhil Alan, m²	36.457,86
(**)Emsale Dâhil Olmayan Alan, m²	70.491,42
Otopark Alanı, m²	31.332,20

(*) Plan notlarında belirtildiği üzere "yol alanları emsal hesabına dahil edilebilir." hükmü gereği yola terk edilecek 2.158,18,-m² yüzölçümlü alan net parsel alanına ilave edilmiştir.

(**)Otopark + Ortak Alanlar+ İskâna Dâhil 1. ve 2. Bodrum katları ifade etmektedir.

ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI: Konu parselin onaylı projesine uygun olarak geliştirilmesi durumunda, toplam proje geliştirme maliyeti aşağıda hesaplanmıştır.

Tesisin tamamlanmış olması durumundaki toplam değerinin tespiti amacıyla aşağıdaki esaslara bağlı olarak gayrimenkulün yapım maliyeti hesaplanmıştır.

- **Ofis Alanı Yapı Maliyeti**, 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2011 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve İşyerleri için 1. sınıf inşaat birim maliyeti olan **1.398,36 TL/m²** esas alınmış, ancak TUIK tarafından açıklanan 2011 yılı üçüncü dönem, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçilik endeksi artış oranında (%12,76) eskale edilerek hesaplamalara dâhil edilmiştir.
- **Otopark yapı maliyeti ise**, 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2011 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Yeraltı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **512,33 TL/m²** esas alınmış, ancak TUIK tarafından açıklanan 2011 yılı üçüncü dönem, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçilik endeksi artış oranında (%12,76) eskale edilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olacağı varsayılmıştır.
- Diğer giderler aşağıdaki gibi öngörülmüştür:

Mimari ve Mühendislik Maliyetleri	:	0,03
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin % 3'ü oranında varsayılmıştır.		
Koordinasyon ve Genel Giderler	:	0,03
Kordinasyon ve Genel Yönetim Giderleri toplam inşaat maliyetinin % 3'ü oranında varsayılmıştır.		
Diğer Maliyetler	:	0,03
Muhtelif giderler, toplam kaba inşaat maliyeti ve teknik bölüm maliyet giderlerinin % 3'ü oranında varsayılmıştır.		

Yukarıdaki varsayımlar altında belirlenen proje geliştirme maliyetleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti	151.356.863	79.627.979
1) İşyeri Alanı İnşaat Maliyeti	130.288.366	68.543.963
Σ Kapalı Alanı, m²	75.617,08	75.617,08
Birim Maliyet	1.576,79	829,54
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	47,30	24,89
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	48,72	25,63
Diğer Maliyetler	50,18	26,40
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.723,00	906,46
2) Otopark Alanı İnşaat Maliyeti	18.100.716	9.522.683
Σ Kapalı Alanı, m²	31.332,20	31.332,20
Birim Maliyet	577,70	303,93
3) Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	2.967.782	1.561.333

Sonuç olarak, değerlendirme konusu gayrimenkulün, yukarıda detayları verildiği şekilde geliştirilmesi (projenin tamamlanması) durumunda, toplam **yapım maliyeti 151.356.863,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 79.627.979,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

Rapor'un 6.4.2 Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Değerinin Tespiti bölümünde detayları verildiği üzere, parsel üzerinde inşa çalışmalarına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibarıyla yapılan harcamaların toplam tutarı olan **92.930,-TL bedelin toplam geliştirme maliyetinden ayrıştırılmak suretiyle elde edilen Gerekli Tamamlama Yatırımı Tutarı aşağıda hesaplanmıştır.**

	TL	ABD \$
Σ Proje İnşaat Maliyeti	151.356.863	79.627.979
Σ Değerleme Tarihi İtibarıyla Yapılan Harcama	92.930	48.890
Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti	151.263.933	79.579.089

Sonuç olarak; projenin tamamlanması için gerekli yatırım tutarı **151.263.933,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 79.579.089,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

- **Proje tamamlanma süresinin 2 yıl olacağı varsayılmıştır.** Tamamlanma oranı 2012 yılı %60, 2013 yılı ise %40 olarak öngörülmüştür.
- Proje maliyetlerinin ABD doları cinsinden her yıl **%3** oranında artacağı varsayılmıştır.

	Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	
	2012	2013
Gerekli Tamamlama Maliyeti, ABD \$	81.635.278	84.084.337
Tamamlanma oranı %	0,6	0,4
Beklenen İnşaat Maliyeti, ABD \$	48.981.167	33.633.735

iii. PROJE GELİR VARSAYIMLARI: 2011 ada-7 numaralı parsel üzerinde Ofis+Perakende birimlerinden oluşan bir işyeri projesinin gelişmesi halinde İNA analizinin gelir kalemini oluşturacak veriler aşağıda ki şekilde elde edilmiştir;

- Bölgede kiralık dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak **projenin olası kira gelirleri**

tespit edilmiştir.

1-Ofis Kira Geliri Tespiti; Konu parsel üzerinde projenin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal ofis kira verileri aşağıda sunulmuştur.

KİRALIK OFİS EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	KİRA DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	\$	\$/ m ²
Emsal #1	Maya Akar Center, 10. katta yer alan ofis kiralıktır.	272	19.008	69,9	10.000	36,8
Emsal #2	Astoria Kempinski'de, 5.katta bulunan, 410,-m2 kullanım alanlı plaza katı 10.400,-€ bedelle kiralıktır.	410	25.577	62,4	13.456	32,8
Emsal #3	Astoria Kempinski'de, 4. katta bulunan, 425,-m2 kullanım alanı olan plaza katı,11.200,-€ bedelle kiralıktır.	425	27.544	64,8	14.491	34,1
Emsal #4	Astoria Kempinski'de,2.katta bulunan 725,-m2 kullanım alanı olan plaza katı 20.800,-€ bedelle kiralıktır.	725	51.153	70,6	26.912	37,1

Değerleme konusu gayrimenkulün yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları sonucunda;

- Büyükdere Caddesine cepheli ve plaza nitelikli ofislerin yüksek bedellerden kiralamaya konu olduğu,
- Bölgede doluluk oranlarının yüksek olduğu,
- Kiralama işlemlerinin genellikle ABD Dolar ve Euro bazlı yapıldığı,
- Kiralamaların kat brüt alanları üzerinden yapıldığı, net alanlar ile brüt alanlar arasında çok büyük farklılıklar olmadığı,
- Maya Akar Center B Blok'ta yer alan ofislerin ortalama **37 ABD\$/m²/Ay bedelden** kiralamaya konu oldukları,
- Astoria Kempinski'de yer alan ofislerin ise **33,-ABD\$/m²/Ay** ile **38 ABD\$/m²/Ay aralığında** kiralamaya konu oldukları,
- Üst katlarda yer alan ofislerin manzara kriterinden dolayı daha yüksek bedelden kiralamaya konu oldukları,

Tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projenin tamamlanmasının ardından ofislerin net alanları üzerinden kiralamaya konu olacağı,
- Projenin tamamlanmış olduğu varsayımıyla, fiili değerleme tarihi itibarıyla ofis kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin net alan üzerinden **40,-ABD\$/m²/Ay** bedelle kiralanabileceği,
- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı,
- Kiralama sonrası (izleyen yıl), kira bedellerinin yıllık %3 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

2-Perakende Birimleri Kira Geliri Tespiti:

A- KİRALIK MAĞAZA/DÜKKÂN EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	KİRA DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	\$	\$/m ²
Emsal #1	Özsezen İş Merkezi'nde, giriş katında bulunan 900,-m ² kullanım alanlı dükkân kiralıktır.	900	35.000	38,9	18.413	20,5
Emsal #2	Yıldız Posta Caddesi'nde, giriş katta konumlu dükkân kiralıktır.	100	3.500	35,0	1.841	18,4

- Konu gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan mağaza/dükkan fonksiyonlu taşınmazların kira bedellerinin **18,5 ile 21,-ABD \$/ m²** aralığında yer aldığı, tespitleri yapılmıştır.

Büyükdere Caddesi üzerinde ve konu gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan AVM'lere ilişkin bilgiler aşağıda sunulmuştur.

B-YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ							
ALİŞVERİŞ MERKEZİ ADI	AÇILIŞ TARİHİ	İLÇE/SEMT	YER SEÇİMİ	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN(m ²)	MAĞAZA SAYISI	AYLIK m ² ORTALAMA KİRA BEDELİ	
						MAĞAZA KİRA BEDELİ	FOOD_COURT ALANI KİRA BEDELİ

Astoria AVM	2008	Mecidiyeköy	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	25.000,00	110	65 €	80 €
Profilo	1998	Mecidiyeköy	Konut dokusu ve MİA Alanına yakın	48.700,00	209	\$50	\$70
Metrocity	2003	Beşiktaş	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	32.638,00	141	\$80	\$95
Kanyon AVM	2006	Beşiktaş	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	37.500,00	160	100 €	185 €

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Yakın çevresinde yer alan AVM mağaza/fast-food bölümü kira bedellerinin değişkenlik gösterdiği, buna göre;
 - Ulaşılabilirliği güçlü, karayolları üzerinde yer alan ve metropoliten ölçekteki AVM'lerde m² kira bedellerinin yüksek olduğu (Metrocity, Kanyon, Astoria)

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projede yer alacak yeme-içme alanları ile mağazaların daha çok ofis kullanıcılarının günlük ihtiyaçlarına yönelik olacağı,
- Bölgede yer alan büyük ölçekli AVM'lerde konumlu mağaza ve yeme-içme alanlarından daha düşük bedellerden kiraya verileceği,
- Projenin tamamlanmış olduğu varsayımıyla, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla; içerisinde yer alacak mağaza/dükkan amaçlı kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin ortalama **55,- ABD\$/m²/Ay** bedelle kiralanabileceği,
- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı,
- Kiralama sonrası (izleyen yıl), kira bedellerinin yıllık %3 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

PROJE GELİR VARSAYIMLARI, ABD \$						
	Yıl	Kiralanabilir Alan,m ²	Kira Bedeli, ABD \$/m ² /Ay	Olası Kira Geliri, ABD \$	Doluluk Oranı,%	Yıllık Toplam Kira Geliri, ABD \$
Projenin Kira Gelirleri, ABD \$						
Mağaza/Dükkan Geliri	2012	3.294,43	55,0	-	-	-
	2013		56,7	-	-	-
	2014		58,3	2.306.740	80%	1.845.392
	2015		60,1	2.375.942	90%	2.138.348
	2016		61,9	2.447.221	95%	2.324.860
	2017		63,8	2.520.637	98%	2.470.224
Ofis Geliri	2012	38.164,84	40,0	-	-	-
	2013		41,2	-	-	-
	2014		42,4	19.434.758	80%	15.547.806
	2015		43,7	20.017.801	90%	18.016.020
	2016		45,0	20.618.335	95%	19.587.418
	2017		46,4	21.236.885	98%	20.812.147

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- İskonto Oranı;** Bu oran, gayrimenkullerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmış ve **%10,5** olarak alınmıştır.
- Büyüme Oranı;** Gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, büyüme oranı olarak **% 3** esas alınmıştır.

Iskonto Oranı	10,5%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,2%
Piyasa Risk Primi	2,5%
Sektör Risk Primi	1,8%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

- c. **Yıl ortası düzeltme faktörü:** Proje gelir ve giderlerinin yıl içerisinde normal dağılacığı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. Iskonto oranı bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır.

v. İNA ANALİZİ:

Yukarıdaki tablolarda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi hesaplamaları aşağıda sunulmuştur.

PROJE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$						
	2012	2013	2014	2015	2016	D.E.D.
Proje Tamamlama Maliyeti	-47.747.454	-32.786.585				
İnşaat Tamamlama Maliyeti	-47.747.454	-32.786.585				
Proje Kira Gelirleri			17.393.198	20.154.369	21.912.277	23.282.371
Dükkan Kira Geliri			1.845.392	2.138.348	2.324.860	2.470.224
Ofis Kira Geliri			15.547.806	18.016.020	19.587.418	20.812.147
Proje Net Nakit Akımı	-47.747.454	-32.786.585	17.393.198	20.154.369	21.912.277	310.431.618
Iskonto Oranı	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
Iskonto Faktörü	1,1050	1,221	1,349	1,491	1,647	1,820
1 / Iskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55
Nakit Akımlarının NBD	-47.747.454	-32.786.585	12.891.178	13.518.238	13.300.750	170.526.658
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$						129.702.786
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0512
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						136.342.246
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						259.159.340

Sonuç olarak; İNA Analizi çerçevesinde,

- ✓ **Parsel + mevcut tamamlanma yüzdesine göre gayrimenkulün toplam değeri 259.159.340,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 136.342.246,-ABD \$) , olarak hesaplanmıştır.**

6.6. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri

6.6.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

Değerleme konusu parselin, Müşteri Şirket tarafından tasarlanan mimari projesine bağlı kalarak geliştirilmesi sebebiyle bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkulün değer tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalarda müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.6.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu 306 pafta, 2011 ada, 7 numaralı parsel üzerinde, **Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine 100.000.000,-USD bedelli ipotek bulunmaktadır.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması

Raporun 3.5'inci bölümünde, ana hatlarıyla belirtilen analiz ve değerlendirme yöntemlerinden, Rapor'a konu olan gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Piyasa (Emsal Değer) Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu parseller ile benzer nitelikli piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına **arsa değeri tespiti amacıyla** yer verilmiştir.

Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Piyasa Yaklaşımı (Emsal Değer) ile elde edilen **arsa değerine**, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde başlanan iksa ve hafriyat çalışmaları **dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri** ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Piyasa Yaklaşımı yöntemi ile bulunan değerlendirme konusu gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil etmediğinin belirlenmesi amacıyla **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına yer verilmiştir. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin imar durumu ve onaylı mimari projesi doğrultusunda ofis+perakende birimlerinden oluşacak işyeri projesi geliştirilmiş olup,

- Proje gelirinin tespiti için **Piyasa Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2011 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

Bu veriler kullanılarak İNA Analizi çerçevesinde gayrimenkulün mevcut değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO		
	TL	ABD\$
Piyasa / Maliyet Yaklaşımı	253.265.576	133.241.570
İNA Analizi	259.159.340	136.342.246

Sonuç olarak;

- Farklı yöntemlerle bulunan değerlerinin birbirlerine yakın ve tutarlı olduğu,
- Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan değer, değerlendirme konusu gayrimenkulün rayiç değerini en doğru şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, **253.265.576,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 133.241.570,-ABD \$) değer **gayrimenkulün rayiç değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,

Bu değerlendirme çalışmasında, asgari bilgilerden raporda yer verilmeyen herhangi bir husus bulunmamaktadır.

7.3. Yasal Gereklerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkulün yapı ruhsatları mevcuttur.

7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

Raporu'nun 5.2.'nci bölümünde yer alan Yasal Süreç Analizi ve 6.6.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analiz bölümünde de detayları verildiği üzere;

- **Değerleme konusu gayrimenkulün; henüz inşaat aşamasında olması sebebiyle cins tashihine gerek kalmaksızın "arsa" olarak, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, Md. 34/Fıkra 2 (Değişik: Seri:VI, No: 26 sayılı Tebliğ ile) " ***Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.***" hükmü gereği,
 - **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 100.000.000,-USD tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:7) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteğe ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen genel borçlanma sınırı, toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamaları dikkate alınmamıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı, 11.099,39,-m² arsa vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

I) Rapor'un 7.4.üncü bölümünde belirtildiği üzere, **Gayrimenkulün GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**

II) **Adil piyasa değerinin, takyidatlar (ipotek) dikkate alınmaksızın, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**

- o **KDV hariç 253.265.576,-TL**
- o **KDV dahil 298.853.379,68TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,

Güner ŞAN
Değerleme Uzmanı
S.P.K. Lisans No.: 400288

Yusuf Yaşar **TURAN**
Sorumlu Değerleme Uzmanı
S.P.K. Lisans No.: 400471

İşbu rapor, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin** yazılı talebi üzerine üç nüsha ve orijinal olarak düzenlenmiş olup kopyaların kullanımı halinde ortaya çıkabilecek sonuçlardan Şirketimiz sorumlu değildir.

9. RAPOR EKLERİ

10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ



11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMESİ İLİŞKİN BİLGİLER

Rapor'a konu gayrimenkule ilişkin olarak daha önce şirket tarafından hazırlanmış değerlendirme raporu bulunmamaktadır.