



**STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.**

## **TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

---

İSTANBUL İLİ – ESENYURT İLÇESİ  
338 ADA – 3 NUMARALI PARSEL  
Nish İstanbul

“3 Adet Konut, 34 Adet İşyeri,”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

**27.02.2012**

## İÇİNDEKİLER

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER .....</b>	<b>2</b>
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası .....	2
1.2. Değerleme Tarihi .....	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası .....	2
1.4. Rapor Türü .....	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar .....	3
<b>2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER .....</b>	<b>3</b>
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ .....</b>	<b>4</b>
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
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER .....</b>	<b>7</b>
4.1. Global Görünüm .....	7
4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm .....	7
4.3. Piyasalarda Son Durum .....	9
4.4. Sektörel Görünüm .....	11
4.4.1. Ofis Piyasası .....	11
4.4.2. Konut Piyasası .....	17
4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler .....	21
<b>5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER .....</b>	<b>22</b>
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler .....	22
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı .....	22
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri .....	22
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri .....	24
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi .....	25
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri .....	25
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri .....	25
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri .....	26
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri: .....	26
<b>6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI .....</b>	<b>27</b>
6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler .....	27
6.2. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler .....	27
6.3. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar .....	27
6.4. Piyasa Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti .....	27
6.4.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	27
6.4.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	28
6.4.3. Özyazıcı Mülkiyetinde yer alan, hasılat paylaşımına konu Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	30
6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi .....	30
6.5.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	30
6.5.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	32
6.5.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Alan, Hasılat Paylaşımına Konu Ofis Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti .....	34
6.6. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri .....	34
6.6.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi .....	34
6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, .....	34
6.6.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, .....	35
<b>7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>36</b>
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması .....	36
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri .....	37
7.3. Yasal Gereklere Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler .....	37
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş .....	37
<b>8. SONUÇ .....</b>	<b>38</b>
8.1. Nihai Değer Takdiri .....	38
<b>9. RAPOR EKLERİ .....</b>	<b>40</b>
<b>10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ ....</b>	<b>40</b>
<b>11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER.....</b>	<b>40</b>

## 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 gayrimenkuller hakkında, **01.12.2011** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerlendirme 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\_07

### 1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 bloklu kargir apartman vasıflı "Nish İstanbul"un Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan;

- ✓ A Blok, 3 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 5 bağımsız bölüm numaralı, 280/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 11 bağımsız bölüm numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 16 bağımsız bölüm numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 22 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 23 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 24 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 49 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 50 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 51 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 52 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 5 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 7 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 8 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 11 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 12 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 13 bağımsız bölüm numaralı, 1080/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 94 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 130 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 169 bağımsız bölüm numaralı, 175/230760 arsa paylı, konut

Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait, ancak Müşteri Şirket ile "hasılat paylaşım sözleşmesi" bulunan;

- ✓ D Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 19 bağımsız bölüm numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

Vasıflı bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

## 1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

Sorumlu Değerleme Uzmanı : Yusuf Yaşar **TURAN** - Sorumlu Değerleme Uzmanı  
**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](http://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.torunlargyo.com.tr](http://www.torunlargyo.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, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından Rapor'da detaylı bilgileri verilen, Müşteri mülkiyetinde ve hasılat paylaşımına konu bağımsız bölümlerin yasal durumlarının 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 gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ve GYO portföyünde yer almalarında 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	<b>TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.</b>
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
Özyazıcı	Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H <sub>max</sub>	Maksimum Yapı Yüksekliği
m <sup>2</sup>	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
β	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD \$/TL	30.12.2011 tarihli TCMB efektif satış kuru 1,9008 TL esas alınmıştır.

### 3.5. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler

Gayrimenkul değerlendirme 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 metod kullanılmaktadır.

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

Bu yaklaşımla, değerlendirme tarihi itibari 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 itibariyle gayrimenkulün veya projenin kiralama ve/veya satış yoluyla elde edilmesi planlanan amortisman öncesi serbest net nakit akımlarının, (Nakit giriş ve çıkış farkları) ıskontolanarak 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. Krizin ardından geniş kapsamlı ve etkili kamusal müdahalelerin, efektif talebi canlandırması ve finansal piyasalarda hüküm süren belirsizlik ve sistemik riskleri hafifletmesi ile yeniden ekonomik büyüme sürecine girilmiştir.

Finansal piyasalardaki koşullar düzelmeye devam etmektedir, 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 boyutta bozulmanın yaşandığı ve kamu borçluluk düzeyinin aşırı yükseldiği gelişmiş ülkelerde mevcut kırılganlıklar önemini korumaktadır.

Kriz sonrası dönemde küresel düzeyde ortaya çıkan atıl kapasite ve özel tüketim ve yatırımın azalması, tüm dünyada enflasyonu bir kaygı olmaktan çıkarmış, ekonomide öncelik finansal istikrar, büyüme ve istihdama yönelmiştir. Bu çerçevede, ekonomileri canlandırmak amacıyla para politikaları mümkün olduğunca gevşetilmiş, bütçe açıkları artırılmıştır. Uygulanan gevşek para politikalarının sunduğu bu ortam bir yandan ekonomileri canlandırırken, diğer yandan da başta gıda ve petrol olmak üzere emtia fiyatlarının, yüksek oranda artmasına imkan tanımıştır. Bu koşullar altında krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte enflasyon, özellikle gelişmekte olan ülkelerde geleceğe dair en önemli risklerden biri haline gelmiştir.

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 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde net doğrudan uluslararası yatırım girişi (fiili giriş) 4.677 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir.<sup>1</sup> Uluslararası doğrudan yatırım girişleri kaleminde yer alan sermaye girişi 2011 yılının ilk dört ayında toplam 6.002 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. 4.342 milyon doları mali aracı kuruluşların faaliyetleri sektöründen kaynaklanmıştır. 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde nakit sermaye girişinin %88,6'sı AB ülkeleri kaynaklıdır.

<sup>1</sup> Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Haziran 2011

**Ekonomide yurt içi talepteki artışın desteğiyle hızlı bir toparlanma gerçekleşmektedir.** 2010 yılının son çeyreğine ilişkin hesaplanan gayri safi yurtiçi hâsıla değeri bir önceki yıla göre sabit fiyatlarla %9,2 artış göstererek 28.015 milyon TL olmuştur. 2010 yılı gayri safi yurtiçi hâsıla değeri cari fiyatlarla %16,0'lık artışla 1.105.101 milyon TL, sabit fiyatlarla % 8,9'luk artışla 105.680 milyon TL olmuştur. 2010 yılında kişi başına gayri safi yurtiçi hâsıla değeri cari fiyatlarla 15.138 TL, ABD doları cinsinden 10.079 dolar olarak hesaplanmıştır.

**İşsizlik oranları kriz öncesi seviyelerine yaklaşırsa da, temel enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmektedir.** Küresel kriz ve ekonomideki daralmayla birlikte artan işsizlik oranları mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerle 2009 yılı ilk çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamış, 2011 yılı ilk çeyreğinden itibaren ise istihdamda görülen güçlü artışların etkisiyle hızla azalarak kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır. 2011 yılı Mart döneminde %10,8'e gerilemiştir<sup>2</sup>. İstihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen işsizlik oranları halen yüksek seviyelerdedir. 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.

**Cari işlemler açığı artmaya devam etmektedir.** Küresel kriz sonucunda iktisadi faaliyetteki durgunlaşma ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle daralan ve 2009 yılı sonunda 38,8 milyar ABD dolarına gerileyen dış ticaret açığı, ekonomideki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve 2011 Nisan ayında 9,1 milyar dolar açık vermiştir. İhracattaki toparlanmaya rağmen ithal mallara yönelik talebin ivmelenmesi sonucu, 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %86,7 artarak 33,7 milyar ABD doları olurken, 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı Mart'taki 83,7 milyar ABD dolardan 87,2 milyar ABD dolara genişlemiş ve iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma daha belirgin hale gelmiştir. Nisan ayındaki ihracat, Mart'taki %19,5'ten sonra yıllık bazda %26,5 artarak 11,9 milyar ABD dolara ulaşmıştır. Diğer taraftan ithalat %40,2 artışla 21 milyar ABD doları olarak gerçekleşerek, ilk çeyrek boyunca görülen artış hızının altında kalmıştır. Diğer yandan mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış verilere göre ihracat Nisan'da önceki aya göre %9,2 yükselirken, bu yükseliş ithalattaki %2,8 artışın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Nisan ayı verileri ihracat ve ithalatın büyüme oranlarının birbirine önemli oranda yakınlaşması nedeniyle cari açıktaki yavaşlama konusunda ilk önemli işaret olabilir. Küresel kriz ve ekonomideki küçülmeye birlikte 2009 yılı sonunda milli gelirin %2,3'üne kadar gerileyen cari işlemler açığı, iktisadi faaliyetteki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılı sonu itibarıyla milli gelirin % 6,6'sına ulaşmıştır. Ocak-Nisan 2010 döneminde 13,9 milyar ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, 2011 yılı ilk dört ayında %113,8 oranında artarak 29,6 milyar ABD dolara yükselmiştir.

**Para politikası sıkı bir duruş sergilerken iktisadi faaliyetin öngörülenden hızlı toparlanması, kontrol altında tutulan kamu harcamaları ve faiz giderlerindeki düşüş kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemiştir.** 2010 yılında 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 izlemiş ve 2009 yılı sonunda yıllık 440 milyon TL olan merkezi yönetim faiz dışı bütçe fazlası, 2010 yılı sonunda 8,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Merkezi yönetim bütçe açığı ise 2009 yılında 52,8 milyar TL tutarındayken, 2010 yılında 39,6 milyar TL'ye gerilemiştir. Böylece, 2009 yılında milli gelirin % 5,5'ine ulaşan bütçe açığı, 2010 yılında milli gelirin % 3,6'sına düşmüştür. 2011 yılının ilk dört aylık döneminde bütçe performansındaki iyileşme devam etmektedir. Bu dönemde artan vergi gelirleri ve faiz harcamalarındaki gerileme bütçe gelişmelerine olumlu katkıda bulunurken, faiz dışı harcamaların artış hızının yavaşlaması bütçe performansındaki iyileşmeye destek vermiştir. 2011 yılı Ocak-Mart dönemine ilişkin bütçe açığı geçen yılın aynı dönemine göre % 63,6 oranında azalarak 4,1 milyar TL olmuştur. Faiz dışı fazla ise geçen yılın aynı dönemine göre 2,7 kat artarak 9,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %20,5 oranında artarak 68,7 milyar TL olmuştur. Bütçe giderleri ise sadece % 6,6 oranında artarak 72,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri geçen yılın

<sup>2</sup> TÜİK

aynı dönemine göre % 19,9 oranında artarak 57,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın faiz hariç bütçe giderleri ise % 10,3 oranında artarak 58,9 milyar TL olmuştur.<sup>3</sup> Cari işlemler açığının arttığı bir ortamda, kamu harcamalarının kontrol altında tutularak, kamu maliyesinde gevşemeye 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 yılında kademeli olarak artmış, 2011 yılı Şubat ayı itibarıyla 461 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Firmaların finansal borçlarının milli gelire oranı da 2010 yılı sonunda bir önceki yılsonuna göre 2,9 puan artarak % 39,1'e yükselmiştir. 2011 yılı Şubat ayı itibarıyla firmaların finansal borçlarının % 59'u yabancı para cinsinden olmakla birlikte, yabancı para borçlar ağırlıklı olarak uzun vadeli. Aynı dönemde yurt dışı kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı % 29,2 olup, Türk bankalarının yurt içi ve yurt dışı şubeleri ile yurt dışı iştiraklerince reel sektöre kullandırdıkları Türkiye kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı 2010 yılı Eylül ayına göre, 1,8 puan artarak % 79,8'e ulaşmıştır.

**Firmaların kredi kullanımlarının yanı sıra satış gelirlerinin arttığı ve kârlılık performanslarının güçlü seyrettiği görülmektedir.** İMKB'de işlem gören firmaların satış gelirleri 2011 yılı Mart döneminde geçen yıla göre % 25, faaliyet kârları % 28 artarken, dönem kârları % 13,1 azalmıştır. Firmaların artan satış gelirleri ve faaliyet kârlarına rağmen kur farkı giderlerindeki artışa bağlı olarak artan finansal giderler dönem kârındaki azalışta etkili olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2010 yılı Mart döneminde % 3,72 olan özkaynak kârlılığı, 2011 yılı Mart döneminde % 2,95'e gerilemiştir. Firmaların gerileyen özkaynak kârlılığında özellikle kâr marjındaki düşüş etkili olmuştur. Faaliyet kârı dışında tutulan finansal giderlerdeki artış firmaların kâr marjlarını olumsuz etkilemiştir.

**Firmaların yabancı para varlık ve yükümlülükleri incelendiğinde, yabancı para net açık pozisyonunun 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, 2011 yılı Şubat ayında % 28,6 artarak 100,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2011 yılı Şubat ayında yabancı para varlıkların yükümlülükleri karşılama oranı ise 2010 yılı son çeyreğinden itibaren 1,6 puan azalarak % 47'ye gerilemiştir.

**Hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri ile konut kredilerinin payı artmaya devam ederken, taşıt kredilerinin payı sınırlı bir artış, kredi kartlarının payı ise düşüş göstermiştir.** Hane halkı yükümlülüklerinin gelişimi türlerine göre incelendiğinde, 2011 yılı Mart ayı itibarıyla 2009 yılı sonuna göre ihtiyaç kredileri % 53, konut kredileri % 42, taşıt kredileri % 43,6, kredi kartları ise % 18,4 artış göstermektedir. Bu gelişmeler sonucunda hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri, konut kredileri ve taşıt kredilerinin payı artarken, kredi kartının payı gerilemiştir. 2010 ve 2011 yıllarında kredi kartı bakiyeleri artışını sürdürmekle birlikte, faize tabi bakiyelerin toplam kredi kartı bakiyelerine oranı 2009 yılı sonuna kıyasla gerilemiştir.

### 4.3. Piyasalarda Son Durum

**2011 Ağustos ayı başı itibarıyla,** piyasalarda, ABD ekonomisinin ikinci dibe girebileceğine ilişkin endişelerle TCMB'den gelen sürpriz kararlar etkili olmuştur. Bunlarla birlikte, İtalya ve İspanya'nın 10 yıllık tahvillerinin Alman tahvilleri ile arasındaki getiri farkının açılması, borç krizinin önümüzdeki dönemde bu ülkelerde daha sert hissedileceği yönündeki endişeleri güçlendirmektedir.

<sup>3</sup> Maliye Bakanlığı, Makro Ekonomik Görünüm Raporu, Nisan 2011

En önemli gelişmelerden birisi, kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin ABD'nin kredi notunu düşürmesi olmuştur. S&P ABD'nin "AAA" olan kredi notunun "AA+"ya düşürüldüğünü, kredi notu görünümünün ise negatif izlemeye alındığını açıklamıştır.

Gelişmiş ekonomilerde ve Çin'de son dönemde büyümede görülen yavaşlama Ağustos'ta yeniden belirsizlik dalgasını, dolayısıyla uluslararası piyasalardaki dalgalanmayı güçlendirmiş durumdadır. Avrupa'da yaşanan borç sorunlarına ABD kaynaklı endişelerin de eklenmesi, politika çözümlerinde geç kalınması ve yeterli adım atılmamasının Amerika'nın not düşüşüne neden olması, G7 ve G20 ülkelerinde politika yapımcıları yeniden koordineli bir çare arayışına itmiş gibi görünmektedir.

Temel olarak bakıldığında yılın ikinci yarısında Amerikan ekonomisinin daha iyi bir performans göstermesi olasılığı hala güçlü olmakla beraber, bunun için piyasalardaki satış ve panik havasının kontrol altına alınması gerektiği belirtilmektedir. G7 veya G20'den gelecek açıklamaların bu nedenle önemli olması beklenmektedir.

Yurtiçinde, yaşanan gelişmeler üzerine TCMB, gelişmiş ülkelerdeki sorunların artması ve yurtiçinde iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın beklenenden daha sert olması halinde para politikası araçlarının genişletici yönde kullanılabileceğinin sinyalini vermiştir. TCMB, küresel ekonomiye ilişkin giderek artan sorunların yurtiçi iktisadi faaliyet üzerinde "durgunluğa yol açma riskini" azaltmak amacıyla politika faiz oranını beklenmedik bir şekilde 50 baz puan indirerek %5,75 düzeyine çektiğini açıklamıştır. Ayrıca, kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranını %1,50 seviyesinden %5 düzeyine yükselttiğini duyurmuştur. Bunun yanında, 5 Ağustos'tan itibaren gerek gördüğü günlerde piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla döviz satım ihalelerine başlayacağını açıklamış, taraftan yabancı para cinsinden zorunlu karşılık oranlarında da tüm vadeler için 0,5 puan indirim yapmıştır.

Enflasyon verileri beklentilere kıyasla daha olumlu bir seyir izlemektedir. Temmuz 2011'de bir önceki aya göre TÜFE %0,41, ÜFE %0,03 gerilemiştir. Piyasanın aylık enflasyon beklentisi TÜFE'nin %0,07 düşeceği, ÜFE'nin ise %0,80 artacağı yönünde iken, TÜFE, aylık bazda Haziran 2011'de kaydettiği hızlı düşüşün ardından Temmuz 2011'de gerilemiş, yıllık artış ise hafif yükseliş kaydederek %6,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık ÜFE artışı da benzer bir seyir izleyerek %10,3'e yükselmiştir. Temmuz 2011 itibarıyla TÜFE'deki gerilemenin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde, giyim ve ayakkabı ile gıda ve alkolsüz içecekler grubundaki fiyat gelişmeleri etkili olmuştur.

Bu ortamda bir süredir Türkiye'de sinyalini aldığımız büyümeye odaklı para politikası tercihinin ise Ağustos ayında TL'nin değerine istikrar kazandırma arayışı sırasında sürpriz bir faiz indiriminin eşlik etmesiyle yeni bir boyut kazanmıştır. Bu gelişme bize mevcut para politikasını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde değerlendirmenin, diğer bir deyişle mevcut beklentilerle hedefler arasındaki farkı dikkate alarak temkinli bir duruş beklemenin yanıltıcı olduğunu göstermiştir. Önümüzdeki döneme dair görünüm değerlendirilirken, bunun dikkate alınması faydalı olacaktır.

Ülkelerin çok uzun süre yüksek cari açıkla yaşayamayacağı, çünkü yüksek cari açığın o ülkede döviz arzı eksikliği yaratacağı, bu da zaman içinde o ülkenin para biriminin değer kaybetmesine, dolayısıyla cari dengeye ulaşılmasına neden olacağı hipotezi, bu resme cari açığın finansmanını yani sermaye hareketlerini de eklediğinde ve sermaye hareketlerinin cari açıktan daha güçlü olduğu zamanlarda bu tezi çürütmektedir. Bugün Türkiye'de izlenen para politikasının özünü de bu oluşturmaktadır. Yüksek cari açığı olan bir ülkede sermaye girişi güçlü kalmaya devam ediyorsa faizleri yükselterek ekonomiyi soğutmak bir çözüm olmaktan çok sorunu büyütebilir. Çünkü yüksek faiz dünyanın içinde bulunduğu konjonktür itibarıyla ülkeye sermaye girişini (daha çok da portföy yatırımları girişini) güçlendirebilecek, bu da para biriminde gereken düzeltmeyi geciktirecek (aksine değerlendirilmeyi güçlendirebilecek) Ve cari açık sorununu daha da büyütebilecektir.

2009 krizine yüksek faiz ortamında giren TCMB'nin küresel belirsizlikleri dikkate alarak olası bir sermaye hareketi oynaklığına karşı benzer bir durumda kalmak istemediği açıkça görülmektedir. 2010 sonundan bu yana uygulanan para politikasının sermaye hareketlerinde bir kırılganlık yaratmamış olması da (ki bunu da Türkiye ekonomisinin yapısal güçlü tarafları ve genel olarak

gelişmekte olan ülkelere olan ilgi ile açıklamak mümkün) bu duruşu desteklemektedir. Burada alınan en temel riskin ise kura istikrar kazandırmak ve enflasyon görünümüne ilişkin olduğu düşünülmektedir. Bu ortamda rezervlerin kullanılıyor olması kredi derecelendirme kuruluşlarından gelebilecek negatif bir tepki olasılığını arttırmış olsa da, buna kısa vadeli borç stokunun düşüşünün (özellikle bankaların) eşlik edebileceği ve görünümü rahatlatılabileceği düşünülmektedir. Temel güven unsurunun ise, enflasyonun baz etkisinin desteğiyle gerilemesi, önümüzdeki iki ayda verilerin ekonomideki yavaşlamayı teyit etmesi ve maliye politikasında beklenen sıkılaştırmanın açıklanmasının olacağı düşünülmektedir.

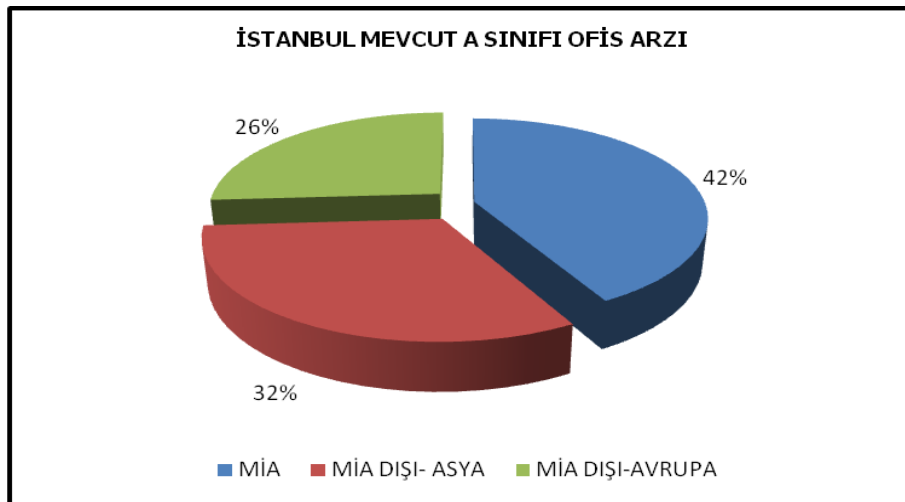
#### 4.4. Sektörel Görünüm

##### 4.4.1. 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 ofis pazarında ilk üç çeyrek boyunca faaliyete geçen toplam A sınıfı ofis arzı 227.000,-m<sup>2</sup>’ye ulaşmıştır. Böylelikle 2010 yılının aynı dönemine göre yaklaşık dört kat büyüme gerçekleşmiştir.
- 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 tanımlanmaktadır. MİA Dışı alanlar 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
MİA	1.16 Milyon
MİA DIŞI-AVRUPA	0.75 Milyon
MİA DIŞI- ASYA	0.88 Milyon
<b>TOPLAM</b>	<b>2.79 Milyon</b>

KAYNAK: Jones Lang LaSalle



- MİA sahip olduğu 1.16 milyon m<sup>2</sup>’lik A sınıfı ofis arzı ile mevcut arzın yaklaşık %42’sini oluşturmaktadır. MİA Dışı-Asya ise mevcut arzın %32’sini oluşturan 0.88 milyon m<sup>2</sup>’lik A sınıfı ofis arzına ev sahipliği yapmaktadır. Ayrıca Asya Yakası’nda 2011’in birinci yarısı itibariyle pazara giren toplam A sınıfı ofis arzı yaklaşık 80.000,-m<sup>2</sup>’dir ve pazara sunulan

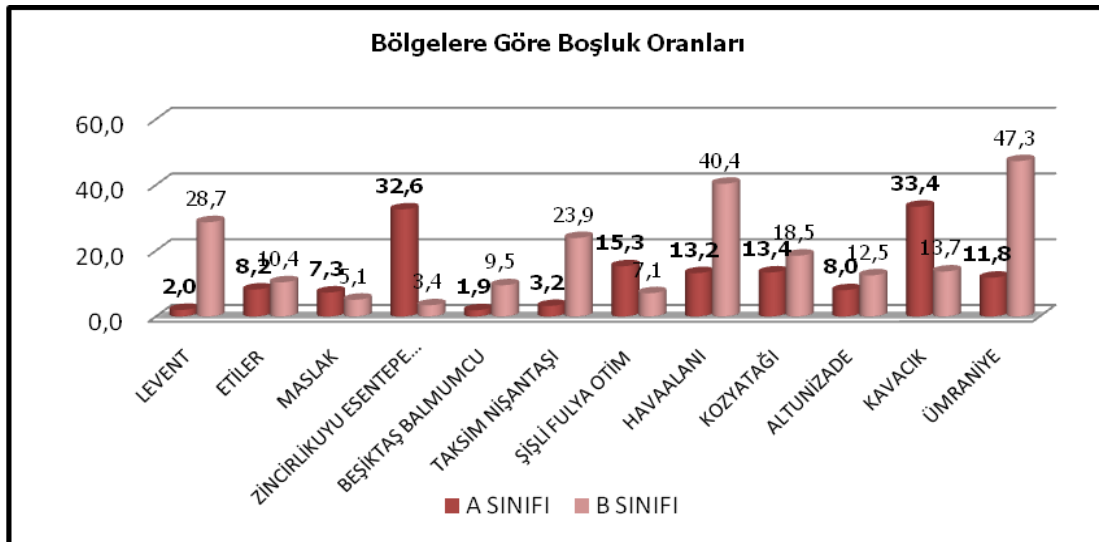
bu arz diğer herhangi bir ofis bölgesinde pazara giren arzdan oldukça yüksektir. MİA Dışı-Avrupa bölgesi ise mevcut A sınıfı ofis arzının %26'sını oluşturan yaklaşık 0.75 milyon m<sup>2</sup> ofis arzı sunmaktadır.

- 2011 3. çeyrek dönem itibarıyla 2.79 milyon m<sup>2</sup>'ye ulaşan A sınıfı toplam ofis stoku, 2010 yılının aynı dönemi kıyaslandığında ise yaklaşık 0.44 milyon m<sup>2</sup> 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
2009 1. ÇEYREK	10.4	22.5	16.7	13.3	29.9	16.0
2009 2. ÇEYREK	11.7	21.3	15.9	16.7	29.2	17.7
2009 3. ÇEYREK	12.1	20.4	14.3	15.1	31.4	16.6
2009 4. ÇEYREK	12.3	19.5	13.9	14.7	31.2	15.6
2010 1. ÇEYREK	12.0	19.6	14.6	13.8	33.5	18.2
2010 2. ÇEYREK	11.7	18.9	14.5	12.0	33.7	19.8
2010 3. ÇEYREK	11.5	20	12.8	12.6	30.5	17.3
2010 4. ÇEYREK	11.3	18.6	14.4	9.2	33.9	15.1
2011 1. ÇEYREK	8.8	19.4	13.3	7.6	31.5	15.3
2011 2. ÇEYREK	9.8	16.9	16.2	7.2	30.4	15.5
2011 3. ÇEYREK	10.7	12.4	17.2	6.6	29.9	17.5

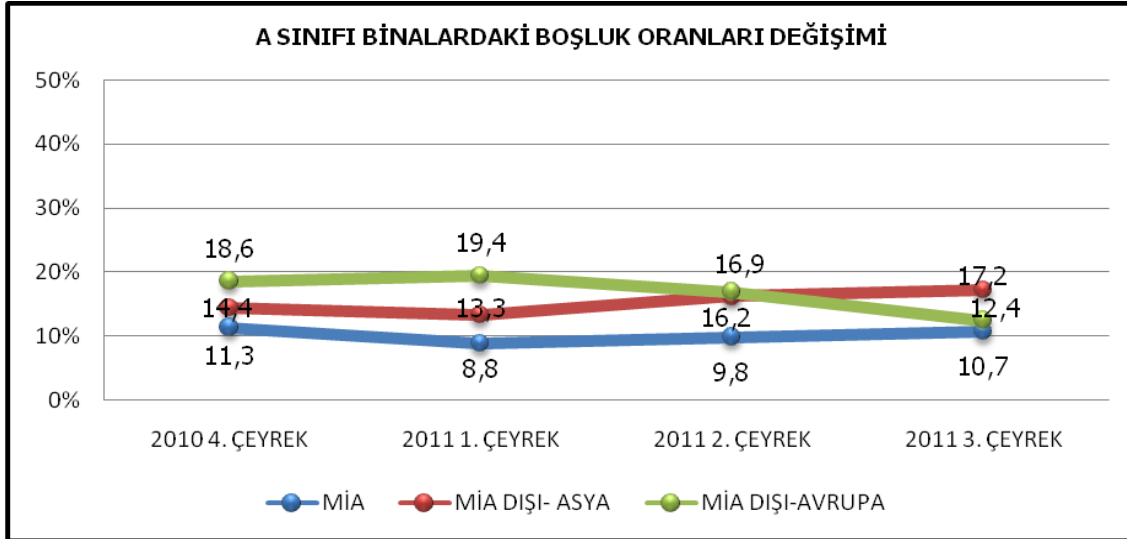
KAYNAK: PROPIN, İSTANBUL OFİS PAZARI

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.

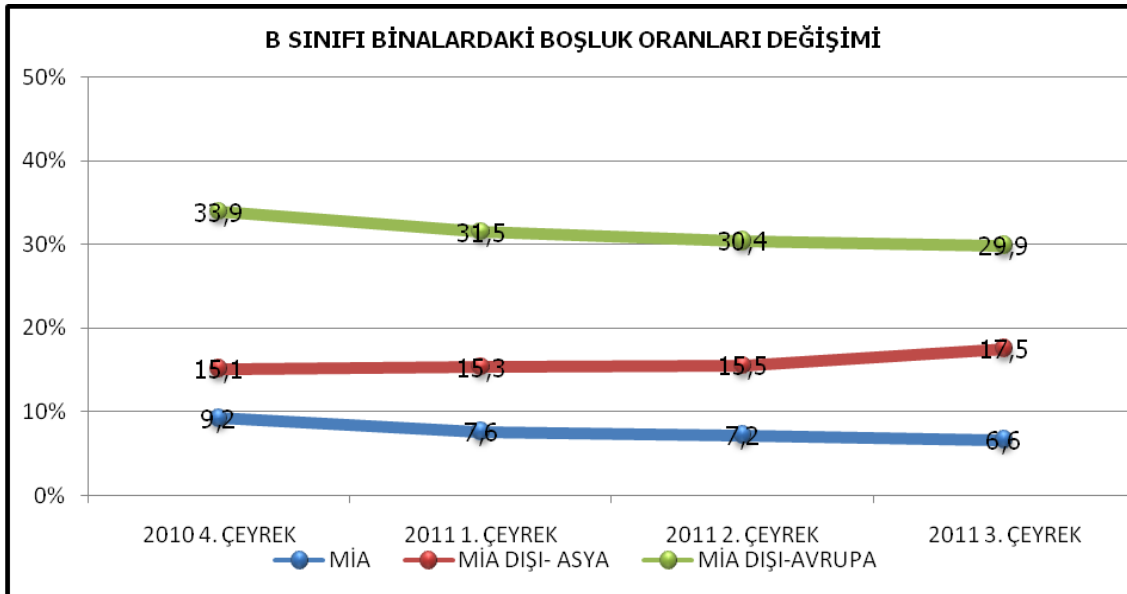


Maslak'ta bu dönemde bir takım kiralamaaların gerçekleşmesine rağmen boşluk oranında yükselme gözlenmiştir. 2011 ikinci çeyrekte %4,3 olan boşluk oranı artış gösterip %7,3'e yükselmiştir. Taksim-Nişantaşı Bölgesi'nde bu dönemde gerçekleşen kiralamalardan dolayı bölgede boşluk

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. Kavacak'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 <sup>2</sup>	ORAN
MİA	13.000	72,0%
MİA DIŞI-AVRUPA	0	0,0%
MİA DIŞI- ASYA	5.000	28,0%
<b>TOPLAM</b>	<b>18.000</b>	

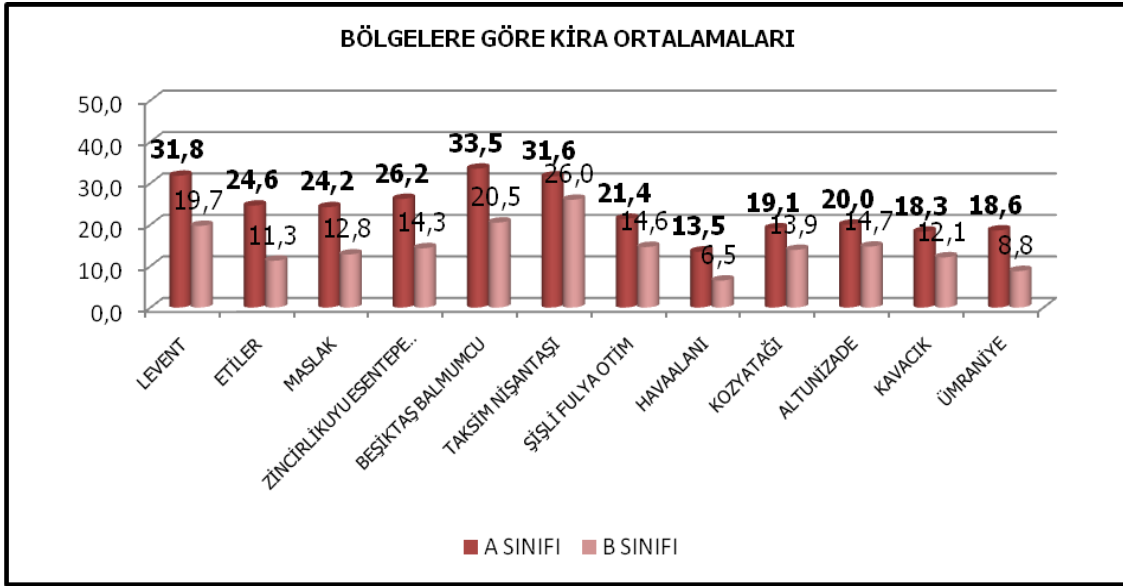
**KAYNAK: Jones Lang LaSalle**

2011 üçüncü çeyrek dönemi boyunca gerçekleşen toplam kiralama işlem hacmi yaklaşık olarak 18.000,-m<sup>2</sup>'dir. 2011 yılının ilk üç çeyreğinde 85.000,-m<sup>2</sup>'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,-m<sup>2</sup> gibi büyük bir bölümünün MİA bölgesinde gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Ayrıca MİA Dışı-Asya bölgesinde gerçekleşen toplam kiralama hacmi, 5.000,-m<sup>2</sup>'dir.

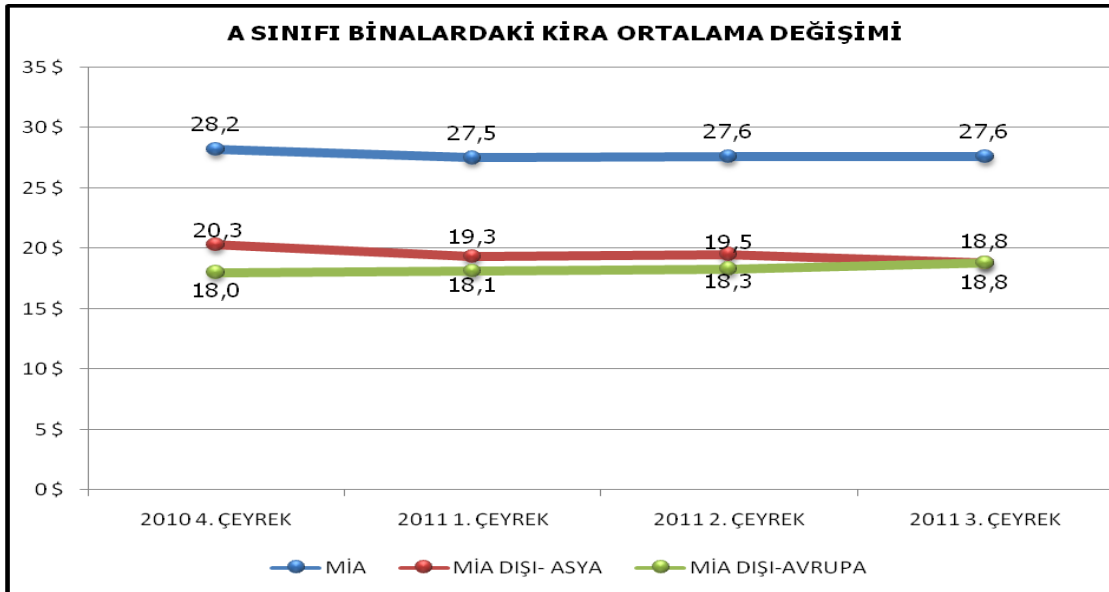
İstanbul Ofis Piyasası Kira Ortalamaları Dolar/m <sup>2</sup> /Ay						
DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2009 1. ÇEYREK	28.0	18.0	18.7	13.9	9.0	12.1
2009 2. ÇEYREK	26.6	17.6	18.5	15.7	9.8	12.3
2009 3. ÇEYREK	26.4	17.8	19.5	15.3	10.2	12.4
2009 4. ÇEYREK	26.6	17.8	19.5	15.3	10.2	12.4
2010 1. ÇEYREK	25.9	17.7	18.9	14.9	9.2	11.6
2010 2. ÇEYREK	26.5	17.7	18.7	15.9	9.4	12.3
2010 3. ÇEYREK	27,2	17,9	19,3	16,6	9,3	13,3
2010 4. ÇEYREK	28,2	18,0	20,3	16,7	9,7	13,0
2011 1. ÇEYREK	27,5	18,1	19,3	14,6	9,8	13,6
2011 2. ÇEYREK	27,6	18,3	19,5	17,0	9,6	13,5
2011 3. ÇEYREK	27,6	17,9	18,8	14,8	10,4	13,3

**KAYNAK: PROPIN, İSTANBUL OFİS PAZARI**

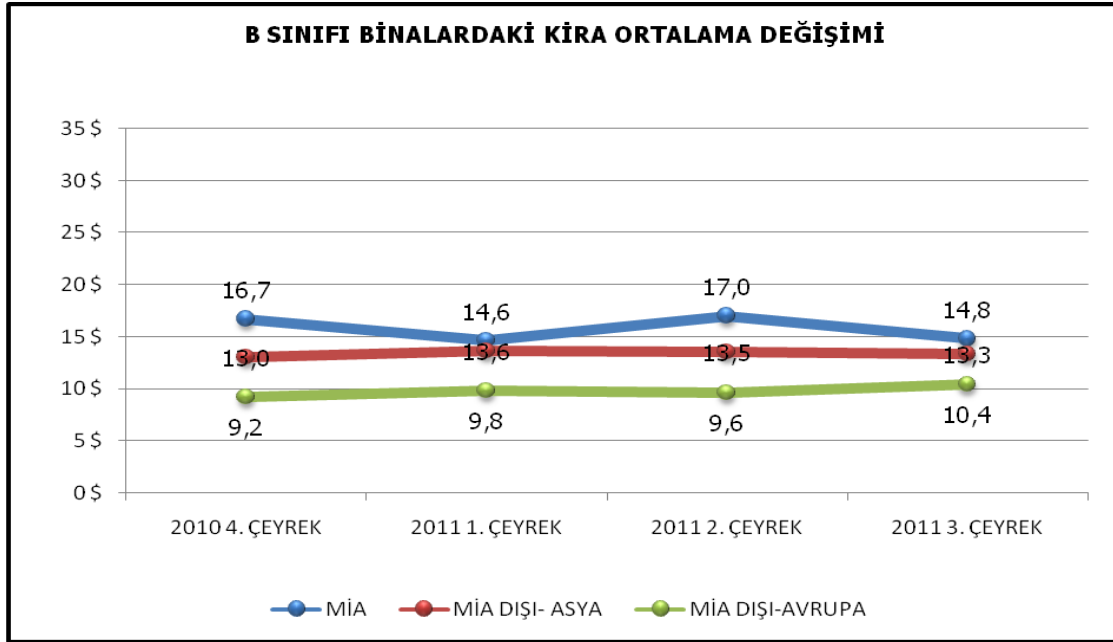
İstanbul ofis piyasasında 2010 yılı genelinde istikrarlı bir artış gösteren ofis kiralaları 2011 yılı ilk çeyrek döneminde durağanlaşmış ve MİA bölgelerinde sınırlı bir gerileme yaşanmıştır. 2011 ikinci çeyrekte, önceki dönemlerle karşılaştırıldığında A sınıfı bina kira ortalamaları tüm bölgelerde genel 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/m<sup>2</sup>/Ay olarak gerçekleşmiştir. A sınıfı binalarda ise küçük bir düşüşle 27,6 ABD Doları/m<sup>2</sup>/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. Kavacak 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 DİŞİ-Avrupa'da genel olarak dengeli bir eğri çizmektedir. MİA DİŞİ-Asya'da ise 2011 3. çeyrek döneminde düşüş gerçekleştiği ve kira ortalamasının 18,8 ABD Doları/m<sup>2</sup>/ay olduğu gözlenmektedir.

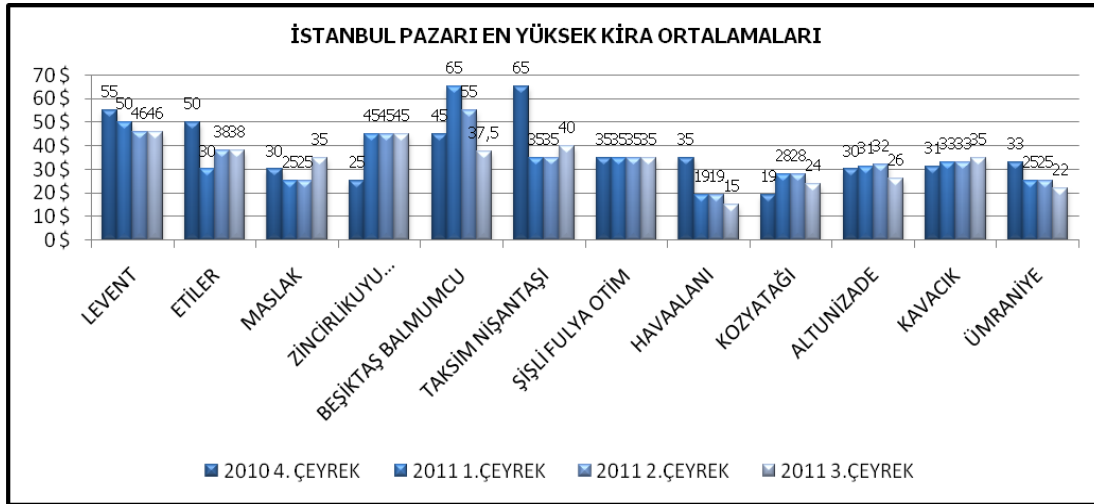


B sınıfı binalarda kira ortalamaları değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. 2011 üçüncü çeyrek döneminde MİA'daki B sınıfı binaların kira ortalamalarında önemli bir düşüş görülmektedir. 3,7 ABD Doları/m<sup>2</sup>/ay olan bu düşüşle ortalama kira rakamı son bir senenin en düşük seviyesine inmiştir. MİA Dışı-Avrupa ve MİA-Dışı-Asya'da kira ortalamalarında büyük değişiklik görülmemektedir.

<b>Türkiye Geneli Ofis (İşyeri) Binası Yapı Ruhsatı</b>		
<b>DÖNEMLER</b>	<b>OFİS BİNASI ALINAN YAPI RUHSATI M<sup>2</sup></b>	<b>OFİS BİNASI ALINAN YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ M<sup>2</sup></b>
2009 Q1	1.141.776	766.816
2009 Q2	803.302	396.687
2009 Q3	516.539	386.687
2009 Q4	1.011.452	557.921
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 m<sup>2</sup> 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 m<sup>2</sup> 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/m<sup>2</sup>/ay olarak Levent Bölgesi'nde talep edilmiştir. Talep edilen en yüksek ikinci kira rakamı ise Zincirlikuyu-Esentepe-Gayrettepe Bölgesi'nde 45 ABD Doları/m<sup>2</sup>/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/m<sup>2</sup>/ay olarak gerçekleşmiştir.

#### 4.4.2. Konut Piyasası

2011 yılının başından itibaren Merkez Bankası'nın aldığı önlemler ile kredi genişlemesinin yavaşlatılmasına yönelik tedbirler, konut kredisinde yaşanan artış hızının kesilmesine sebep olurken, munzam karşılık oranlarının artırılması ile birlikte kredi maliyetlerinin etkilendiği ve konut kredisi faiz oranlarında kademeli bir artışa sebep olduğu görülmektedir. Kredi hacminin kısıtlanmasına yönelik tedbirler etkisini göstermeye başlarken, yılın ilk iki çeyreğinde artış trendinde bir yavaşlama gözlenmiştir.

**Konut Yapı Ruhsatları:** küresel krizin etkilerinin ortadan kalktığı 2010 yılında, büyümenin en çok hissedildiği alanların başında gelen konut sektöründe alınan konut yapı ruhsat sayısı 817.092 ile tüm zamanların rekorunu kırmıştır. Özellikle 2010 yılı son çeyrek döneminde alınan konut yapı ruhsatlarında ciddi bir sıçrama gerçekleşmiştir. 2011 ilk çeyrek döneminde alınan konut yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgesi sayıları ise 2010 son çeyrek döneminin çok altında kalmaktadır. İkinci çeyrekte ise 130.171 ile kriz sonrası en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2011 yılının üçüncü çeyrek döneminde konut sektöründe alınan yapı ruhsatları ve yapı kullanım izni belgesi sayısı artmıştır. Son iki çeyrekte alınan yüksek yapı kullanım izin belgesi sayıları ise konut arzının genişlediğini göstermektedir.

DÖNEMLER	YAPI RUHSATI DAİRE SAYISI	YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ DAİRE SAYISI
2010 Q1	132.520	73.795
2010 Q2	185.631	77.683
2010 Q3	157.910	89.368
2010 Q4	341.031	109.194
2011 Q1	91.911	94.167
2011 Q2	161.507	130.171
2011 Q3	174.116	148.436

**KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU**

- **Konut Kredileri:** 2011 yılı başından itibaren Merkez Bankası'nın aldığı önlemler ile birlikte kredi genişlemesinin yavaşlatılması hedeflenmiştir. Yılın birinci çeyrek döneminde konut kredileri % 7, 10 Haziran itibariyle ise % 14,7 oranında genişlemiştir. Konut kredisi büyüme hızı üçüncü ve dördüncü çeyrekte yavaşlamaktadır. Üçüncü çeyrek sonu itibari

ile konut kredilerinde genişleme hızı % 32 olmuştur. 2 Aralık itibari ile ise genişleme hızı %25'e gerilemiştir. Aynı tarihte konut kredileri toplamı 69.3 milyar TL'dir. Faiz oranlarındaki yükselme ve bankaların kredi kullandırma konusundaki iştahlarında azalma kredi genişleme hızını yavaşlatmaktadır.

Konut Kredileri ve Tüketici Kredileri ile Toplam Krediler İçindeki Payı					
DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYAR TL	TÜKETİCİ KREDİLERİ		TOPLAM KREDİLER	
		MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY	MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY
2010 Q1	45.0	95.8	47.0	431.8	10,3
2010 Q2	48.9	104.8	46.7	476.3	10,4
2010 Q3	51.7	112.7	45.9	510.4	10,1
2010 Q4	57.3	124.9	45.9	577.6	9,9
2011 Q1	61.3	134.4	45.6	603.1	10,2
2011 Q2	66.7	150.9	44.2	678.4	9,8
2011 Q3	68.2	157.0	43.4	719.1	9,5
2011 Q4(*)	69.3	160.3	43.2	735.7	9,4

KAYNAK: BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU/ TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ

(\*)2 Aralık itibariyle

- **Konut Kredi Talebi ve Kullanımı:** Merkez Bankası'nın Banka Kredileri Eğilim Anketi'ne göre, Ocak-Mart 2011 döneminde konut kredilerine olan talebin net % 62'den net % 17'ye gerilediği görülmektedir. Üçüncü çeyrekte kullanılan kredi sayısı 75.053 ile son 8 çeyrek dönemin en düşük seviyesi olmuştur. Kullanılan kredi tutar ise 5.33 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Kullanılan kredi tutarı da yine son 8 çeyrek dönemin en düşük tutarı olmuştur. Kredi faizlerindeki yükselme ve tüketici güvenindeki zayıflama kredi kullanımını da sınırlandırmıştır.
- **Konut Kredi Faizleri:** 2011 yılının birinci ve ikinci çeyrek dönemlerinde konut kredisi faiz oranları artış eğilimine girmiştir. Merkez Bankası ve BDDK'nın kredi kullanımını yavaşlatmak için aldığı önlemler nedeniyle bankaların maliyetleri yükselmiştir. Buna bağlı olarak bankalar da kredi faizlerini arttırmaktadır. Konut kredisi aylık ortalama faiz oranları ilk çeyrekte yüzde 0.95'e, ikinci çeyrekte yüzde 1,0'e yükselirken, üçüncü çeyrek sonunda ortalama aylık faiz oranları 1.14'e kadar yükselmiştir. Ortalama faiz oranları geçen yılın sonuna göre 0.39 puan artış göstermiştir.

Konut Kredisi Aylık Faiz Oranları(Yüzde)			
DÖNEMLER	MİNİMUM	ORTALAMA	MAKSİMUM
2010 Q1	0.67	0.94	1.08
2010 Q2	0.59	0.92	1.08
2010 Q3	0.59	0.90	1.07
2010 Q4	0.56	0.90	1.10
2011 Q1	0.72	0.95	1.19
2011 Q2	0.80	1.00	1.29
2011 Q3	1.04	1.14	1.49
2011 Q4	1.19	1.29	1.55

KAYNAK: DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI

- **Konut Kredi Vadeleri:** Kullanılan konut kredi vadelerinde uzama sürmektedir. Faiz oranlarının gerilemesi ile birlikte 5 yıldan uzun vadeli kredilere talep artmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde 10 yıl vadeli kredilerin payında önemli bir artış olduğu görülmektedir. Daha uzun vadeli kredi kullanımında daha çok 5-10 yıl vadeli kredilerin payı genişlerken, üçüncü çeyrek içinde 10-15 yıl vadeli kredilerin payı yüzde 14.4'den yüzde 18.2'ye yükselmiştir. Kullanılan konut kredileri içinde orta-uzun vadeli kredilerin payında artış devam etmektedir. 9 Aralık tarihi itibari ile 5-10 yıl vadeli kredilerin payı yüzde 54.2 ve 11-15 yıl vadeli kredilerin payı ise yüzde 19.1'e yükselmiştir. Böylece orta-uzun vadeli kredilerin payı yılbaşında bu yana 6.7 puan artmıştır.

Konut Kredilerinin Vade Dağılımı( Yüzde Pay) (Türk Lirası Kullandırılan Krediler)							
DÖNEMLER	1-12 AY	13-36 AY	37-60 AY	61-120 AY	121-180 AY	181-240 AY	241 AY+
2010 Q1	0.4	6.7	28.5	48.9	13.9	1.0	0.6
2010 Q2	0.3	6.3	28.2	49.9	14.0	0.9	0.4
2010 Q3	0.3	6.0	27.6	50.7	14.2	0.8	0.4
2010 Q4	0.2	5.7	26.6	52.6	14.0	0.6	0.3
2011 Q1	0.2	5.4	25.8	53.6	13.9	0.5	0.6
2011 Q2	0.1	4.9	24.6	55.0	14.4	0.5	0.6
2011 Q3	0.1	4.2	22.1	53.8	18.6	0.5	0.6
2011 Q4	0.1	4.0	21.6	54.2	19.1	0.5	0.5

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

(\* )9 Eylül itibariyle

- **Takipteki Konut Kredileri:** Krizi takip eden dönemde ekonomide yaşanan canlanma, sektörün kredi hacminde yüksek oranlı artışlar şeklinde kendini gösterirken, takipteki alacaklar tutarındaki ve takibe dönüşüm oranlarındaki artışların da 2010 yılı başından itibaren yerini düşüş eğilimine bıraktığı ve bu eğilimin 2011 yılında da devam ettiği gözlenmektedir. 2011 yılı Ekim ayı sonu itibari ile kullandırılan (mevduat bankaları ve katılım bankaları toplamı) konut kredileri toplamı 73.94 milyar TL'ye ulaşmıştır. Talepteki konut kredileri büyüklüğü ise 688 milyon TL'dir. Buna göre talepteki konut kredilerinin kullanılan kredilere oranı gerilemeye devam etmiş ve % 1'in de altına inmiştir. Böylece konut kredileri kalitesinde iyileşme sürmektedir.

Takipteki Konut Kredileri			
DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ %PAY
2010 Q1	46.172	861	1.86
2010 Q2	49.972	872	1.74
2010 Q3	52.856	875	1.65
2010 Q4	58.252	816	1.40
2011 Q1	62.484	753	1.21
2011 Q2	69.191	718	1.04
2011 Q3	70.142	718	1.02
2011 Q4	73.936	688	0.93

KAYNAK: BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

(\* )Ekim itibariyle

- **Konut Satışları ve Konut Satın alma Eğilimi:** Türkiye İstatistik Kurumunun açıkladığı verilere göre, 2010 yılının ilk çeyreğinde 85 bin 857 adet, son çeyreğinde ise 97 bin 517 adet konut satışı gerçekleşirken, 2011 yılının ilk çeyreğinde toplam 91 bin 71 adet konut el değiştirmiştir. Tüketicilerin konut satın alma eğilimi 2011 yılı genelinde dalgalanma göstermektedir. Yılın ilk çeyrek döneminde artan satın alma eğilimi ikinci çeyrekte zayıflamış, üçüncü çeyrekte ise son dönemlerin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Yılın dördüncü çeyrek döneminde ise Ekim ayı verilerine göre tüketicilerin konut satın alma eğilimi yeniden gerilemektedir.

Konut Satışları Adet				
DÖNEMLER	TÜRKİYE GENELİ	İSTANBUL	ÜÇ BÜYÜK İL	DİĞER İLLER
2010 Q1	85.857	18.994	40.380	45.477
2010 Q2	90.270	21.485	42.313	47.957
2010 Q3	83.697	16.320	34.754	48.643
2010 Q4	97.517	20.922	42.202	55.315
2011 Q1	91.071	18.768	39.501	51.570
2011 Q2	107.308	22.343	46.432	60.876
2011 Q3	101.754	18.494	40.445	61.309

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

**Tüketicilerin konut satın alma eğilimi 2011 yılında çok kuvvetli seyretmektedir.** Merkez Bankasının gerçekleştirdiği tüketici güven endeksi içinde yer alan tüketicilerin konut satın alma eğilimi 10.42 puan ile kriz sonrası en yüksek seviyesine çıkmıştır. 2010 yılsonunu 7.46 puandan kapatan eğilim, yılın ilk çeyreğinde yaklaşık üç puan arttırmış, ancak ikinci çeyreğinde 9.47 puan ile gerilediği gözlenmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde Ağustos ayı itibariyle tüketicilerin konut satın alma eğiliminde yeniden bir artış yaşanmaktadır.

Tüketicilerin Konut Satın Alma ya da İnşa Ettirme Eğilimi	
DÖNEMLER	TÜKETİCİLERİN KONUT SATIN ALMA EĞİLİMİ
2010 Q1	9.30
2010 Q2	8.31
2010 Q3	8.98
2010 Q4	7.46
2011 Q1	10.42
2011 Q2	9.47
2011 Q3	10.61
2011 Q4(*)	8.86

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

(\*)Ekim itibariyle

Mevcut konut fiyatlarında artış eğilimi sürmektedir. Üçüncü çeyrekte mevcut konutların satış fiyatları endeksi 2 puan daha yükselmiştir. Dördüncü çeyrekte de sınırlı artış eğilimi korunmaktadır. Türkiye genelinde konut fiyatları endeksi 2011 yılında 10 aylık süreçte 5.7 puan artarak 99.2'ye ulaşmıştır. Ancak konut fiyatları halen 2007 yılsonu fiyatlarının altında kalmaktadır.

Konut Satış Fiyatları Endeksi 2007 = 100				
DÖNEMLER	TÜRKİYE	İSTANBUL	ANKARA	İZMİR
2010 Q1	92.0	89.9	89.1	100.2
2010 Q2	92.1	91.2	89.2	96.7
2010 Q3	92.6	91.3	89.4	96.8
2010 Q4	93.5	93.3	90.3	97.5
2011 Q1	95.2	95.6	93.8	97.7
2011 Q2	96.4	96.5	94.2	97.8
2011 Q3	98.4	99.0	96.7	101.7
2011 Q4(*)	99.2	99.9	97.3	103.2

KAYNAK: GARANTİ MORTGAGE REIDİN EMLAK ENDEKSİ

(\*)Ekim itibariyle

#### 4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler<sup>4</sup>,

**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,-km<sup>2</sup>'dir.

**Esenyurt;** İstanbul'un Büyükçekmece ilçesinin semtlerinden biriyken, 2008 yılında Kırac beldesi ile birleştirilerek ilçe olmuştur. Namık Kemal Mahallesi, Atatürk Mahallesi, İstiklal Mahallesi, Çakmaklı Mahallesi, İncirtepe Mahallesi, Saadetdere Mahallesi, İnönü Mahallesi, Fatih Mahallesi, Örnek Mahallesi, Talatpaşa Mahallesi, Mehterçeşme Mahallesi, Pınar Mahallesi, Sanayii Mahallesi, Esenkent Mahallesi, Güzelyurt Mahallesi, Cumhuriyet Mahallesi, Ardiçievler Mahallesi, Yenikent Mahallesi, Yeşilkent Mahallesi ve Merkez Mahallesi olmak üzere yirmi mahalleden oluşmaktadır.



Esenyurt yerleşim yeri bütünü, Marmara bölgesinin Trakya alt bölgesinde, İstanbul Metropolitan alan sınırları içerisinde yer almaktadır. Bu bölgenin doğusunda Küçükçekmece Gölü, batısında Büyükçekmece, kuzeyinde Hoşdere köyü ve TEM Karayolu, güneyinde Firuzköy ve E-5 Karayolu bulunmaktadır. Esenyurt İlçesi, İstanbul İli Deprem Haritasına göre 1. Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

2010 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre, İstanbul İli, Esenyurt İlçesi'nin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Toplam	Erkek	Kadın
Esenyurt	446.777	229.458	217.319
<b>İSTANBUL</b>	<b>13.255.685</b>	<b>6.655.094</b>	<b>6.600.591</b>

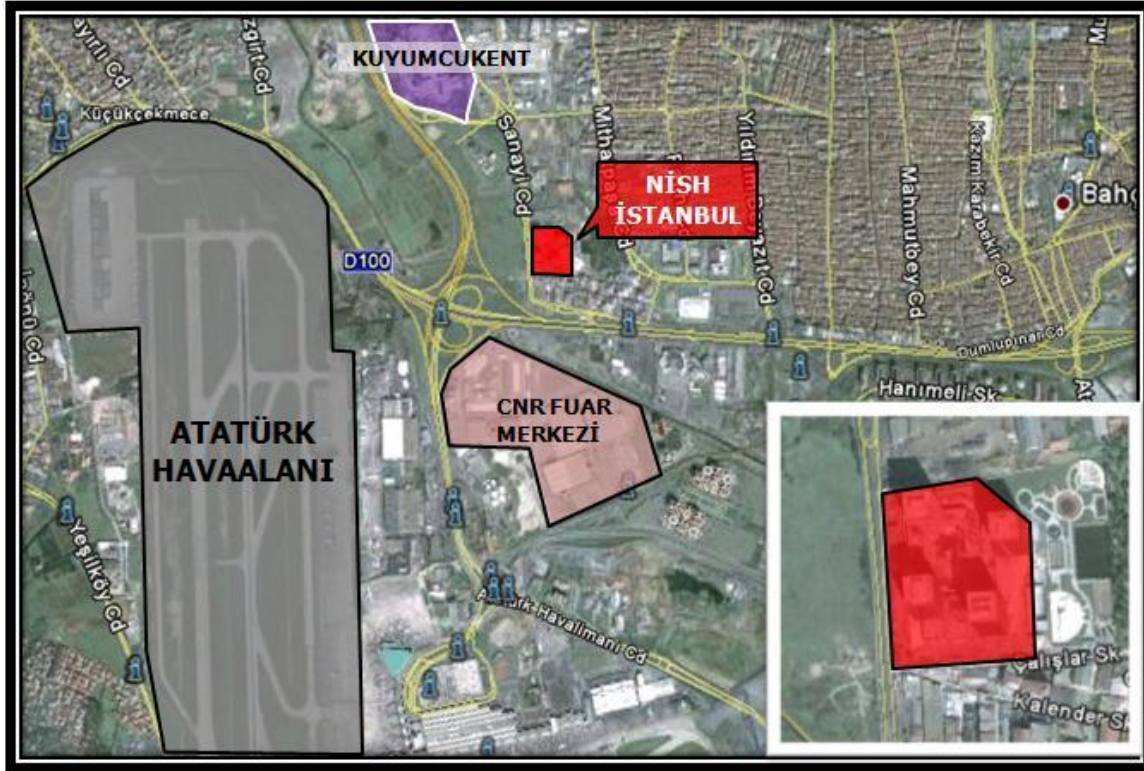
<sup>4</sup> Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

## 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

### 5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler

#### 5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusubağımsız bölümlerin yer aldığı **ana gayrimenkul**, tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 blokluk kargir apartman vasıflı "**Nish İstanbul**"dur.



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı ana gayrimenkul olan **Nish İstanbul**, Sanayi Caddesi ile Çalışkan Sokağın kesiştiği köşe parsel üzerinde konumlanmıştır. Ana gayrimenkulün yakın çevresinde, Atatürk Havaalanı, CNR Fuar Merkezi, Dünya Ticaret Merkezi ve birçok konut alanları yer almaktadır.

#### 5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu Nish İstanbul (ana gayrimenkul), A, B, C ve D olmak üzere dört bloktan oluşmaktadır.

Nish İstanbul;

- A blok, işyeri vasıflı 81 adet bağımsız bölüm,
- B blok, işyeri + konut vasıflı 212 adet bağımsız bölüm,
- C blok, işyeri + konut vasıflı 206 adet bağımsız bölüm,
- D blok ise, işyeri + konut vasıflı 201 adet bağımsız bölüm,

olmak üzere toplam 118 adet işyeri ve 582 adet konuttan oluşmaktadır.

**33.889,90 m<sup>2</sup> arsa** üzerinde konumlanmış olan Nish İstanbul, Yapı Kullanma İzin Belgelerine göre, toplam **135.128,15 m<sup>2</sup>** kapalı alanlıdır. Bloklar bazında kapalı alan dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Blok	Niteliği	Bağımsız Bölüm Sayısı	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
A Blok	İşyeri	81	38.866,47
B Blok	İşyeri + Konut	212	31.736,18
C Blok	İşyeri + Konut	206	30.503,39
D Blok	İşyeri + Konut	201	34.022,11
<b>TOPLAM</b>		<b>700</b>	<b>135.128,15</b>

Ana gayrimenkulde yer alan, **değerleme konusu bağımsız bölümlerin** detayı aşağıda verilmiştir.

➤ **A Blok,**

- 3 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 4 bağımsız bölüm numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 5 bağımsız bölüm numaralı, 280/230760 arsa paylı, işyeri
- 6 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 9 bağımsız bölüm numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- 10 bağımsız bölüm numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- 11 bağımsız bölüm numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- 16 bağımsız bölüm numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 17 bağımsız bölüm numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- 18 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- 20 bağımsız bölüm numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- 21 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 22 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 23 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 24 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 49 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 50 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 51 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 52 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri

➤ **B Blok,**

- 4 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 5 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 6 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri

➤ **D Blok,**

- 7 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 8 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- 9 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- 10 bağımsız bölüm numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- 11 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- 12 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- 13 bağımsız bölüm numaralı, 1080/230760 arsa paylı, işyeri
- 94 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, 2+1, konut
- 130 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, 2+1, konut
- 169 bağımsız bölüm numaralı, 175/230760 arsa paylı, 1+1, konut

**Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait, ancak Müşteri Şirket ile hasılat paylaşım sözleşmesi bulunan;**

- 17 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- 18 bağımsız bölüm numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- 19 bağımsız bölüm numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- 20 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- 21 bağımsız bölüm numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

### 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

ANA GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ (*)							
İli	İstanbul						
İlçesi	Bahçelievler						
Mahallesi/Köyü	Yenibosna						
Mevki	Köyaltı						
Pafta No	243DS3A						
Ada No	338						
Parsel No	3						
Yüzölçümü,m <sup>2</sup>	32.889,90						
Niteliği	4 Bloklü Kargir Apartman						
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	01.04.2010/457 (*)						
Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.						
BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	ARSA PAYI		CİLT NO	SAHİFE NO
3	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1145	230760	382	37751
4	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1495	230760	382	37752
5	A	ZEMİN	İŞYERİ	280	230760	382	37753
6	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1145	230760	382	37754
9	A	ZEMİN	İŞYERİ	755	230760	382	37757
10	A	ZEMİN	İŞYERİ	585	230760	382	37758
11	A	ZEMİN	İŞYERİ	695	230760	382	37759
16	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1430	230760	382	37764
17	A	ZEMİN	İŞYERİ	575	230760	382	37765
18	A	ZEMİN	İŞYERİ	615	230760	382	37766
20	A	1	İŞYERİ	690	230760	382	37768
21	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37769
22	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37770
23	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37771
24	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37772
49	A	9	İŞYERİ	715	230760	382	37797
50	A	9	İŞYERİ	715	230760	382	37798
51	A	9	İŞYERİ	715	230760	382	37799
52	A	9	İŞYERİ	715	230760	382	37800
4	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37833
5	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37834
6	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37835
7	D	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	387	38254
8	D	ZEMİN	İŞYERİ	615	230760	387	38255
9	D	ZEMİN	İŞYERİ	595	230760	387	38256
10	D	ZEMİN	İŞYERİ	1450	230760	387	38257
11	D	ZEMİN	İŞYERİ	615	230760	387	38258
12	D	ZEMİN	İŞYERİ	595	230760	387	38259
13	D	ZEMİN	İŞYERİ	1080	230760	387	38260
94	D	8	2+1 KONUT	290	230760	388	38341
130	D	11	2+1 KONUT	290	230760	388	38377
169	D	14	1+1 KONUT	175	230760	388	38416

(\*) Bağımsız Bölümlerin edinme tarihi ve yevmiye numarası 14.12.2011 tarihli yazılı tapu takyidatına göre yazılmıştır.  
(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

ANA GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ (*)							
İli	İstanbul						
İlçesi	Bahçelievler						
Mahallesi/Köyü	Yenibosna						
Mevki	Köyaltı						
Pafta No	243DS3A						
Ada No	338						
Parsel No	3						
Yüzölçümü,m <sup>2</sup>	32.889,90						
Niteliği	4 Bloklü Kargir Apartman						
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	19.07.2011/17938 (*)						
Malik	Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.						
BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	ARSA PAYI		CİLT NO	SAHİFE NO
17	D	1	İŞYERİ	1035	230760	387	38264
18	D	1	İŞYERİ	620	230760	387	38265
19	D	1	İŞYERİ	760	230760	387	38266
20	D	1	İŞYERİ	1035	230760	387	38267
21	D	1	İŞYERİ	2220	230760	387	38268

(\*) Bağımsız Bölümlerin edinme tarihi ve yevmiye numarası 29.12.2011 tarihli yazılı tapu takyidatına göre yazılmıştır.

Müşteri Şirket'ten edinilen bilgi ve 28.01.2009 tarihli "Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı Sözleşmesi"nin 18. Maddesinde belirtildiği üzere; "Proje çerçevesinde yapılacak inşaatlar satılıp elde edilen hasılatın %31'lik kısmı önceki arsa malikine yada onun haleflerine ödendikten sonra kalan hasılatın %60'ı Torunlar GYO A.Ş.'ye %40'ı da Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti. ait olacaktır." Hükmü gereği kat irtifakının tesisinin ardından taraflar arasında bağımsız bölümler bazında paylaşım gerçekleştirilmiş, ancak **yukarıda Tapu bilgileri verilen D Blok, 17, 18, 19, 20 ve 21 bağımsız bölüm numaralı gayrimenkuller "09.12.2010 tarihli Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı İcra Kurulu Toplantı ve Karar Tutanağı"(Ek:3: Toplantı ve Karar Tutanağı)nda belirtildiği üzere, hasılatın %60 Torunlar GYO, %40 Özyazıcı 'ya ait olmak üzere satışa sunulmuştur.**

## 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

14.12.2011 ve 29.12.2011 tarihleri itibari ile Bahçelievler Tapu Sicil Müdürlüğü ve Bahçelievler 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 ana gayrimenkulün bağımsız bölümleri; 01.04.2010 tarih ve 457 yevmiye numarası ile satış işleminden Torunlar GYO A.Ş. adına tescil edilmiş olup, 19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye numarası ile kat mülkiyeti tesis işleminden tapuya tescil edilmiştir.

### 5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

**Değerleme konusu bağımsız bölümlerin tamamı üzerinde aşağıda detayları belirtilen takyidatlar mevcuttur.**

#### Beyanlar Bölümü:

- 15.10.2007 tarih ve 13256 yevmiye numarası ile 2007/12484 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yabancı uyruklu gerçek ve tüzel kişilere satışı yasaklanmıştır.
- Yönetim Planı: 02.06.2009 (02.06.2009 tarih ve 8802 yevmiye no ile)
- Yönetim Planı Değişikliği: 04.02.2010 (08.02.2010 tarih ve 1541 yevmiye no ile)
- Kat mülkiyetine çevrilmiştir. (19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye no ile)

#### Şerhler Bölümü:

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (BEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL'den 31331-31332 nolu trafo merkezi ve kablo geçiş güzergahı için 99 yıl süre ile) (Başlama Tarihi: 09.04.2009, Süre:99 Yıl)

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin konumlu olduğu 338 ada, 3 numaralı parsel, 21.06.2009 onay tarihli Bahçelievler Revizyon Uygulama İmar Planı paftasında "**Ticaret + Hizmet Alanı**" içerisinde kalmaktadır.

Yapılaşma Koşulları;

- Ticaret+Hizmet alanlarında; büro, çarşı, konaklama, sergi, teşhir, lokanta v.b. tesisler yapılabilir.
- KAKS(Emsal)=2,50
- Yan bahçe çekme mesafesi: 5 m
- Yol cephesi çekme mesafesi: 10 m

Şeklinde belirlenmiştir.

**Mimari Proje;** 27.03.2009 tarih ve 2009/2889 numara ile onaylanmıştır.

**Yapı Kullanma İzin Belgeleri;** A, B, C ve D Bloklar için ayrı ayrı 17.03.2011 tarih ve 3471 belge numarası ile alınmıştır.

(EK : 5 : Gayrimenkullere Ait Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(EK : 6 : Gayrimenkullere Ait İmar Paftası)

### 5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

Değerleme konusu ana gayrimenkulün, yapı denetimi Tekin Yapı Denetim A.Ş. tarafından yapılmıştır.

## 6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

### 6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

Değerleme konusu gayrimenkuller ile ilgili değerlendirme işlemini olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan her hangi bir faktör bulunmamaktadır.

### 6.2. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

Değerleme konusu gayrimenkullere 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 gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satım / kiralama konu olmuş ofis/konut emsal araştırmalarına yer verilmiştir.

Ayrıca, Piyasa Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

### 6.4. Piyasa Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti

#### 6.4.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Değerleme konusu gayrimenkullerin konumlandığı bölgede son yıllarda birçok konut projesi hayata geçirilmiştir. Bölgede yer alan bazı konut projelerinin özellikleri, konumları, satış bedelleri ve m<sup>2</sup> satış bedelleri aşağıda sunulmuştur.

Emsal Projeler					
Proje Adı	Lokasyon	Daire Tipi	Satış Bedeli, TL	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, TL	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$
Avrupa Residence	Halkalı	1+1 (86,-m <sup>2</sup> )	328.000,-TL 434.000,-TL	3.800,-TL 5.050,-TL	2.000,-ABD\$ 2.660,-ABD\$
		1+1 (94,-m <sup>2</sup> - 96,-m <sup>2</sup> )	410.000,-TL 471.000,-TL	4.350,-TL 4.900,-TL	2.289,-ABD\$ 2.578,-ABD\$
		2+1 (119,-m <sup>2</sup> - 120,-m <sup>2</sup> )	419.000,-TL 556.000,-TL	3.500,-TL 4.650,-TL	1.840,-ABD\$ 2.450,-ABD\$
Avrupa Konutları TEM	Halkalı	1+1 (63,70m <sup>2</sup> - 78,03m <sup>2</sup> )	200.000,-TL 275.000,-TL	3.150,-TL 3.500,-TL	1.660,-ABD\$ 1.840,-ABD\$
		2+1 (112,75m <sup>2</sup> - 114,-m <sup>2</sup> )	320.000,- TL 365.000,-TL	2.800,-TL 3.200,-TL	1.475,-ABD\$ 1.685,-ABD\$
		3+1 (136,60m <sup>2</sup> - 137,23m <sup>2</sup> )	476.000,-TL 580.000,-TL	3.500,-TL 4.250,-TL	1.840,-ABD\$ 2.240,-ABD\$
		4+1 ( 168,-m <sup>2</sup> )	510.000,-TL 675.000,-TL	3.550,-TL 4.000,-TL	1.870,-ABD\$ 2.105,-ABD\$
Avrupa Konutları, Atakent 3	Küçükçekmece	1+1 (83,24m <sup>2</sup> - 93,28m <sup>2</sup> )	261.000,-TL 387.900,-TL	3.135,-TL 4.158,-TL	1.650,-ABD\$ 2.190,-ABD\$
		2+1 (120,83m <sup>2</sup> - 165,77m <sup>2</sup> )	300.000,-TL 548.950,-TL	2.480,-TL 3.310,-TL	1.305,-ABD\$ 1.740,-ABD\$
		3+1 (134,98m <sup>2</sup> - 177,23m <sup>2</sup> )	398.600,-TL 665.450,-TL	2.950,-TL 3.760,-TL	1.550,-ABD\$ 1.978,-ABD\$
		4+1 (162,36m <sup>2</sup> - 191,28m <sup>2</sup> )	541.900,-TL	3.350,-TL	1.762,-ABD\$

			694.200,-TL	3.650,-TL	1.920,-ABD\$
Çınar Olimpia Park	Bağcılar	2+1 (117,09 m <sup>2</sup> )	215.000,-TL	1.850,-TL	973,-ABD\$
		3+1 (137,05m <sup>2</sup> )	255.000,-TL	1.900,-TL	1.000,-ABD\$
		4+1 (150,-m <sup>2</sup> )	360.000,-TL	2.400,-TL	1.263,-ABD\$
Divan Residence	Halkalı	1+1 (57m <sup>2</sup> - 75,-m <sup>2</sup> )	175.000,-TL	3.070,-TL	1.615,-ABD\$
		2+1 (90,-m <sup>2</sup> - 111,46m <sup>2</sup> )	270.000,-TL	3.600,-TL	1.895,-ABD\$
Güneş Park Evleri	Halkalı	3+1 (134,-m <sup>2</sup> )	300.000,-TL	3.300,-TL	1.736,-ABD\$
		4+1 (180,-m <sup>2</sup> )	370.000,-TL	3.350,-TL	1.762,-ABD\$
İkebana Evleri	Yenibosna	3+1 (145,-m <sup>2</sup> )	445.000,-TL	2.750,-TL	1.447,-ABD\$
		2+1 (90,-m <sup>2</sup> )	620.000,-TL	4.275,-TL	2.250,-ABD\$
			350.000,-TL	3.890,-TL	2.047,-ABD\$

Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ **1+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin 3.070,-TL ile 5.050,-TL (1.615,-ABD\$ ile 2.657,-ABD\$)**
- ✓ **2+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin 2.480,-TL ile 4.650,-TL (1.317,-ABD\$ ile 2.470,-ABD\$),**
- ✓ 3+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin 2.750,-TL ile 4.275,-TL (1.447,-ABD\$ ile 2.250,-ABD\$),
- ✓ 4+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin 2.500,-TL ile 3.560,-TL (1.315,-ABD\$ ile 1.873,-ABD\$),

Olduğu tespit edilmiş olup, bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu; konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin yapısal özellikleri, konumlandıkları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> satış bedellerinin **4.500,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır. Bağımsız bölümlerin değeri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

B.B. No	Daire Tipi	Kat	Brüt Alan, m <sup>2</sup>	m <sup>2</sup> Satış Değeri, TL	B.B Değeri, TL
94	2+1	8	112	4.500	504.000,-
130	2+1	11	112	4.500	504.000,-
169	1+1	14	67	4.500	301.500,-
<b>TOPLAM</b>					<b>1.309.500,-</b>

Sonuç olarak; Müşteri mülkiyetinde yer alan konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerindeğerleri yukarıdaki tabloda verilmek üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 1.309.500,-TL** olarak kabulünün uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

#### 6.4.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Niş İstanbul içerisinde yer alan Ofis / Mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümler için, bölgede tespit edilen emsaller aşağıda yer almaktadır.

Satılık Ofisler					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	Satış Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, TL
İstanbul Vizyon Park	C1-C2 Blok, Zemin	184,23	632.500,00	3.433,21	6.525,84
	C1-C2 Blok, 4. kat	184,23	397.000,00	2.154,92	4.096,06
	C1-C2 Blok, 4. kat	164,84	432.000,00	2.620,72	4.981,47
	C1-C2 Blok, 5. kat	164,84	443.000,00	2.687,45	5.108,31
	C1-C2 Blok, 5. kat	327,46	722.000,00	2.204,85	4.190,98
	C1-C2 Blok, 10. kat	263,47	759.000,00	2.880,78	5.475,79
	A1 Blok, 2. Kat	147,69	516.620,00	3.498,00	6.649,00
	A1 Blok, 8. Kat	143,24	522.253,00	3.646,00	6.930,32
	A1 Blok, 9. Kat	140,73	514.650,00	3.657,00	6.951,23
Kuyumcukent	Ofis, Havaalanı Cepheli	56,00	140.000,00	2.500,00	4.752,00
	Atölye Bloğu, 3. Kat	33,00	95.000,00	2.878,79	5.472,00
	Atölye Bloğu, 5. Kat	30,00	105.000,00	3.500,00	6.652,80
	Ofis, 1. Kat	86,00	300.000,00	3.488,37	6.630,70
	Ofis, 5. Kat	112,00	400.000,00	3.571,43	6.788,57

Satılık Mağazalar					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	Satış Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, TL
İstanbul Vizyon Park	A1 Blok, Zemin	1.154,70	5.107.000,00	4.422,79	8.406,85
	B2 Blok, Zemin	316,36	1.400.000,00	4.425,34	8.411,68
	B2 Blok, Zemin	323,64	1.432.000,00	4.424,67	8.410,41
	B2 Blok, Zemin	747,76	3.307.000,00	4.422,54	8.406,37
	B3 Blok, Zemin	387,68	1.715.000,00	4.423,75	8.408,67
Kuyumcukent	AVM, Zemin	30,00	250.000,00	8.333,33	15.840,00
	AVM, Zemin	60,00	365.000,00	6.083,33	11.563,20
	AVM, Zemin	117,00	600.000,00	5.128,21	9.747,69
	Yan Hizmetler, 1. kat	113,00	600.000,00	5.309,73	10.092,74
	Yan Hizmetler, 1. kat	60,00	250.000,00	4.166,67	7.920,00

Yukarıda yer alan ofis / mağaza emsallerinin irdelenmesi sonucunda;

- İstanbul Vizyon Park'ta yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> satış bedelleri **4.050,-TL ile 6.890,-TL** aralığında;
- Kuyumcukent'te yer alan ofislerin ise özellikleri göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> satış bedelleri **4.700,-TL ile 6.700,-TL** aralığında
- İstanbul Vizyon Park'ta yer alan mağazaların, kapalı alanları ve cepheleri göz önünde bulundurularak ortalama m<sup>2</sup> satış bedelleri **8.320,-TL**,
- Kuyumcukent'te yer alan mağazaların ise buldukları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> satış bedelleri **7.850,-TL ile 15.680,-TL** aralığında
- Yukarıda verilen satış bedellerinin deklare satış bedelleri olduğu ve pazarlık payını içerdiği,

Alım satım konu olduğu tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca, Nish İstanbul için piyasadan edinilen bilgiler aşağıda sunulmuştur.

- ✓ Nish İstanbul, A Blok, 1. Katta konumlu, 260,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı ofis 1.650.000,-TL bedelle satılıktır. (**m<sup>2</sup> Satış Bedeli: 6.346,-TL**)
- ✓ Nish İstanbul, A Blok, 10. Katta konumlu, 270,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı ofis 2.000.000,-TL bedelle satılıktır. (**m<sup>2</sup> Satış Bedeli: 7.407,-TL**)
- ✓ Nish İstanbul, A Blok, 14. Katta konumlu, 270,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı ofis 1.800.000,-TL bedelle satılıktır. (**m<sup>2</sup> Satış Bedeli: 6.667,-TL**)

**Bu tespitler sonucu; Torunlar Mülkiyetinde bulunan ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, konumlandığı kat dikkate alınarak ve tutucu bir yaklaşımla takdir edilen m<sup>2</sup> satış bedelleri ve bağımsız bölüm toplam bedelleri aşağıda sunulmuştur.**

BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	BRÜT ALAN, M <sup>2</sup>	M <sup>2</sup> SATIŞ DEĞERİ, TL	B.B DEĞERİ, TL
3	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	260,00	6.500,00	1.690.000
4	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	340,00	6.500,00	2.210.000
5	A	ZEMİN	İŞYERİ	63,00	6.500,00	409.500
6	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	260,00	6.500,00	1.690.000
9	A	ZEMİN	İŞYERİ	172,00	6.500,00	1.118.000
10	A	ZEMİN	İŞYERİ	133,00	6.500,00	864.500
11	A	ZEMİN	İŞYERİ	158,00	6.500,00	1.027.000
16	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	325,00	6.500,00	2.112.500
17	A	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	6.500,00	845.000
18	A	ZEMİN	İŞYERİ	140,00	6.500,00	910.000
20	A	1	İŞYERİ	260,00	4.500,00	1.170.000
21	A	2	İŞYERİ	270,00	4.500,00	1.215.000
22	A	2	İŞYERİ	270,00	4.500,00	1.215.000
23	A	2	İŞYERİ	270,00	4.500,00	1.215.000
24	A	2	İŞYERİ	270,00	4.500,00	1.215.000
49	A	9	İŞYERİ	270,00	5.500,00	1.485.000
50	A	9	İŞYERİ	270,00	5.500,00	1.485.000
51	A	9	İŞYERİ	270,00	5.500,00	1.485.000
52	A	9	İŞYERİ	270,00	5.500,00	1.485.000
4	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	6.500,00	845.000

5	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	6.500,00	845.000
6	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	6.500,00	845.000
7	D	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	6.500,00	845.000
8	D	ZEMİN	İŞYERİ	140,00	6.500,00	910.000
9	D	ZEMİN	İŞYERİ	135,00	6.500,00	877.500
10	D	ZEMİN	İŞYERİ	330,00	6.500,00	2.145.000
11	D	ZEMİN	İŞYERİ	140,00	6.500,00	910.000
12	D	ZEMİN	İŞYERİ	135,00	6.500,00	877.500
13	D	ZEMİN	İŞYERİ	245,00	6.500,00	1.592.500
<b>TOPLAM</b>						<b>35.539.000</b>

Sonuç olarak; Müşteri mülkiyetinde yer alan ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin değerleri yukarıdaki tabloda verilmek üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 35.539.000,-TL** olarak kabulünün uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

#### 6.4.3. Özyazıcı Mülkiyetinde yer alan, hasılat paylaşımına konu Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

**Özyazıcılar Mülkiyetinde bulunan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, konumlandığı katlar dikkate alınarak ve tutucu bir yaklaşımla takdir edilen m<sup>2</sup> satış bedelleri ve bağımsız bölüm toplam bedelleri aşağıda sunulmuştur.**

BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	BRÜT ALAN, M <sup>2</sup>	m <sup>2</sup> Satış Değeri, TL	B.B Değeri, TL
17	D	1	İŞYERİ	235,00	4.500	1.057.500
18	D	1	İŞYERİ	141,00	4.500	634.500
19	D	1	İŞYERİ	173,00	4.500	778.500
20	D	1	İŞYERİ	235,00	4.500	1.057.500
21	D	1	İŞYERİ	505,00	4.500	2.272.500
<b>TOPLAM</b>						<b>5.800.500</b>
<b>TORUNLAR GYO PAYI (%60)</b>						<b>3.480.300</b>

Sonuç olarak; Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin değerleri yukarıdaki tabloda verilmek üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 5.800.500,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

Rapor'un 5.1.3 bölümünde detayları verilen "hasılat paylaşımı" hükümleri gereği, konu gayrimenkullerden Torunlar GYO (müşteri şirket) payına düşen kısmın, bağımsız bölüm bazında yukarıdaki tabloda verilen değerlerin %60'ı olmak üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 3.480.300,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

## 6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

### 6.5.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup değerlendirme konusu olan bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda türetilen kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Piyasa Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

Bu çalışmada; iki husus önem arz etmektedir.

- **İskonto Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir.
- **Büyüme Oranı:** Bu oran, 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.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmada TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, analizlerin ABD Doları bazlı yapılması uygun görülmüştür.

**İskonto oranı belirlenmesinde;**

- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde, İNA analiziyle elde edilen değerlerin mevcut piyasa koşulları ve emsal kira bedelleri dikkate alındığında, gayrimenkul değeri/kira geliri ilişkisinin rasyonel olarak kurulmadığı,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Index) olan %3 ile risksiz reel getiri beklentisini de içeren %5 civarında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabildiği,

Hususları dikkate alınmak suretiyle, konutlar için piyasa koşullarına uygun oran aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

**İskonto Oranı**

Risksiz Getiri Oranı(\*)

Piyasa Risk Primi

Sektör Risk Primi

(\*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.

**% 8,5**

% 6,2

% 1,8

%0,5

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin olarak değerlendirme konusu gayrimenkullerin konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırması sonuçları aşağıda sunulmuştur.

KİRALIK KONUT EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	KİRA DEĞERİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup>	\$	\$/m <sup>2</sup>	
Emsal#1 Nish İstanbul'da, 2+1, 8. katta konumlu, 112,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	112,00	2.500,00	22,32	1.315,24	11,74	
Emsal#2 Nish İstanbul'da, 2+1, 8. katta konumlu, mobilyalı, 112,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	112,00	3.000,00	26,79	1.578,28	14,09	
Emsal#3 Nish İstanbul'da, 2+1, 7. katta konumlu, 112,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	112,00	2.300,00	20,54	1.210,02	10,80	
Emsal#4 Nish İstanbul'da, 2+1, 4. katta konumlu, 112,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	112,00	2.200,00	19,64	1.157,41	10,33	
Emsal#5 Nish İstanbul'da, 1+1, 8. katta konumlu, mobilyalı, 87,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	87,00	1.800,00	20,69	946,97	10,88	
Emsal#6 Nish İstanbul'da, 1+1, 7. katta konumlu, mobilyalı, beyaz eşyalı, 87,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire kiralıktır.	87,00	2.250,00	25,86	1.183,71	13,61	

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ Nish İstanbul'da konumlu olan, farklı katlarda yer alan 1+1 dairelerin m<sup>2</sup> kira bedellerinin 10,90-ABD\$ ile 13,60ABD\$
- ✓ Nish İstanbul'da konumlu olan, farklı katlarda yer alan 2+1 dairelerin m<sup>2</sup> kira bedellerinin 10,33ABD\$ ile 14,10ABD\$

aralığında olduğu tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu konut fonksiyonlu bağımsız bölümler için bağımsız bölümler ve metraj hususunda bir ayrıma gitmeksizin, m<sup>2</sup> kira bedelinin **12,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanatine varılmış ve bu birim değer esas alınmak suretiyle gerçekleştirilmiş İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNA ANALİZİ, ABD \$	
Kiralanabilir Alanı, m <sup>2</sup>	291
Birim Kira, ABD \$/m <sup>2</sup> /ay	12
Aylık Kira, ABD \$	3.492
<b>Yıllık Kira, ABD \$</b>	<b>41.904</b>
İskonto Oranı	0,085
Büyüme Oranı	0,03
<b>Bağımsız Bölümlerin Σ Değeri, ABD \$</b>	<b>761.891</b>
ABD \$/TL	1,9008
<b>Bağımsız Bölümlerin Σ Değeri, TL</b>	<b>1.448.202</b>

Sonuç olarak, Müşteri mülkiyetinde yer alan, konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, İNA Analizi doğrultusunda toplam değeri **1.448.202,-TL** olarak tespit edilmiştir.

#### 6.5.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda ulaşılan kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Piyasa Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

- **İskonto Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir.
- **Büyüme Oranı:** Bu oran, 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.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmada TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, analizlerin ABD Doları bazlı yapılması uygun görülmüştür.

İskonto 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.

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

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin olarak gayrimenkullerin konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları aşağıda detaylı bir şekilde verilmiştir.

Kiralık Ofisler					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	Kira Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Kira Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Kira Bedeli, TL
İstanbul Vizyon Park	B2 Blok, 6. Kat	79,08	1.977,00	25,00	47,52
	B2 Blok, 6. Kat	76,79	1.920,00	25,00	47,53
	A2 Blok, 4. Kat	112,83	2.257,00	20,00	38,02
	A2 Blok, 4. Kat	118,03	2.361,00	20,00	38,02
	A2 Blok, 7. Kat	153,26	3.832,00	25,00	47,53
Kuyumcukent	Ofis, 1. Kat	86,00	1.800,00	20,93	39,78
	Ofis, 4. Kat	30,00	700,00	23,33	44,35
	Ofis, 2. Kat	57,00	1.000,00	17,54	33,35

Kiralık Mağazalar						
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	Kira Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Kira Bedeli, ABD\$	m <sup>2</sup> Kira Bedeli, TL	
İstanbul Vizyon Park	A1 Blok, Zemin	1.154,70	34.641,00	30,00	57,02	
	B2 Blok, Zemin	316,36	11.072,60	35,00	66,53	
	B2 Blok, Zemin	323,64	11.327,40	35,00	66,53	
	B2 Blok, Zemin	747,76	26.171,60	35,00	66,53	
Kuyumcukent	AVM, Zemin	30,00	1.500,00	50,00	95,04	
	AVM, Zemin	60,00	2.400,00	40,00	76,03	
	AVM, Zemin	117,00	5.265,00	45,00	85,54	

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda; konu gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan

- ✓ ofislerin konumlandıkları katlar göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> kira bedellerinin 17,5 ABD\$ ile 25,-ABD\$ aralığında
- ✓ mağazaların ise kapalı alanları göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> kira bedellerinin 30,-ABD\$ ile 50,-ABD\$ aralığında,
- ✓ Bu bedellerin deklare bedeller olduğu gerçekleşen kiralamaaların daha düşük bedellerden olacağı,
- ✓ Kuyumcukent'te konumlu mağaza/dükkanların küçük kapalı alanları nedeni ile yüksek bedelden kiralamaya konu edildiği,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda;

- A Blok 1 ve 2. Katta konumlu ofislerin **15,-ABD\$**
- A Blok 9. Katta konumlu ofislerin **20,-ABD\$**
- Mağazaların ise **25,-ABD\$**

bedel ile kiralamaya konu olabileceği kanaatine varılmıştır.

Müşteri mülkiyetinde yer alan bağımsız bölümlerin, yıllar itibariyle öngörülen doluluk oranları aşağıda sunulmuştur.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ofis / Mağaza Doluluk Oranı	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	0,98

Kira gelirlerinin her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda hazırlanan Gelirlerin kapitalizasyonu – İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2012	2013	2014	2015	2016	DED
<b>Toplam Satış Geliri , ABD\$</b>	<b>1.191.150</b>	<b>1.308.677</b>	<b>1.432.183</b>	<b>1.561.922</b>	<b>1.698.156</b>	<b>1.804.336</b>
Ofis Kira Geliri, ABD\$	375.300	412.330	451.243	492.121	535.044	568.499
Mağaza Kira Geliri	815.850	896.347	980.940	1.069.802	1.163.112	1.235.837
<b>Proje Net Nakit Akımı</b>	<b>1.191.150</b>	<b>1.308.677</b>	<b>1.432.183</b>	<b>1.561.922</b>	<b>1.698.156</b>	<b>24.057.812</b>
İskonto Oranı	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
İskonto Faktörü	1,105	1,221	1,349	1,491	1,647	1,820
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55
<b>Nakit Akımlarının NBD</b>	<b>1.077.964</b>	<b>1.071.785</b>	<b>1.061.480</b>	<b>1.047.636</b>	<b>1.030.781</b>	<b>13.215.465</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$</b>						<b>18.505.111</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>						<b>1,0512</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>						<b>19.452.384</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>						<b>36.975.091</b>

Sonuç olarak, Müşteri mülkiyetinde yer alan, ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, İNA Analizi doğrultusunda toplam değeri **36.975.091,-TL** olarak tespit edilmiştir.

### 6.5.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Alan, Hasılat Paylaşımına Konu Ofis Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Rapor'un 6.5.3'üncü bölümünde sunulan emsaller doğrultusunda;

- ✓ D Blok, 1. Katta konumlu ofislerin m<sup>2</sup> kira bedeli **15,-ABD\$**

Olacağı kanaatine varılmıştır.

Kira gelirlerinin her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan bağımsız bölümlerin, yıllar itibariyle doluluk oranı aşağıda şekilde öngörülmüştür.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ofis / Mağaza Doluluk Oranı	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	0,98

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda hazırlanan Gelirlerin kapitalizasyonu – İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2012	2013	2014	2015	2016	DED
<b>Ofis Kira Geliri, ABD\$</b>	<b>174.015</b>	<b>191.184</b>	<b>209.228</b>	<b>228.181</b>	<b>248.084</b>	<b>263.595</b>
<b>Proje Net Nakit Akımı</b>	<b>174.015</b>	<b>191.184</b>	<b>209.228</b>	<b>228.181</b>	<b>248.084</b>	<b>3.514.604</b>
İskonto Oranı	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
İskonto Faktörü	1,105	1,221	1,349	1,491	1,647	1,820
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55
<b>Nakit Akımlarının NBD</b>	<b>157.480</b>	<b>156.577</b>	<b>155.071</b>	<b>153.049</b>	<b>150.587</b>	<b>1.930.646</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$</b>						<b>2.703.410</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>						<b>1,0512</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>						<b>2.841.797</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>						<b>5.401.688</b>

Sonuç olarak, Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ve müşteri şirket ile hasılat paylaşımına konu, ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, İNA Analizi doğrultusunda toplam değeri **5.401.688,-TL** olarak tespit edilmiştir.

Rapor'un 5.1.3 bölümünde detayları verilen "hasılat paylaşımı" hükümleri gereği, konu gayrimenkullerden Torunlar GYO (müşteri şirket) payına düşen kısmın, bağımsız bölüm bazında yukarıdaki tabloda verilen değerlerin %60'ı olmak üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 3.241.013,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

## 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 mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

### 6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan Piyasa Yaklaşımı analizinde müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

### 6.6.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, bağımsız bölümlerin tamamı üzerinde;

#### **Beyanlar Bölümü:**

- 15.10.2007 tarih ve 13256 yevmiye numarası ile 2007/12484 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yabancı uyruklu gerçek ve tüzel kişilere satışı yasaklanmıştır.
- Yönetim Planı: 02.06.2009 (02.06.2009 tarih ve 8802 yevmiye no ile)
- Yönetim Planı Değişikliği: 04.02.2010 (08.02.2010 tarih ve 1541 yevmiye no ile)
- Kat mülkiyetine çevrilmiştir. (19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye no ile)

#### **Şerhler Bölümü:**

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (BEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL'den 31331-31332 nolu trafo merkezi ve kablo geçiş güzergahı için 99 yıl süre ile) (Başlama Tarihi: 09.04.2009, Süre:99 Yıl)

Takyidatları yer almaktadır.

## 7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Bu çalışmada, değerlendirme konusu gayrimenkulün fiili değerlendirme tarihi itibari ile adil piyasa değerinin belirlenmesi amacıyla Piyasa Yaklaşımı ve Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi kullanılmıştır.

**Piyasa (Emsal Değer) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satım / kiralama konu olmuş, emsal araştırmalarına yer verilmiştir.

Ayrıca, Piyasa Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Farklı yöntemler sonucu bulunan bağımsız bölümlerin toplam değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (Torunlar Mülkiyetinde Yer Alan Konut)		
	TL	ABD \$
<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>1.309.500</b>	<b>688.920</b>
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi</b>	1.448.202	761.891
ÖZET TABLO (Torunlar Mülkiyetinde Yer Alan Ofis/Mağaza)		
	TL	ABD \$
<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>35.539.000</b>	<b>18.696.864</b>
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi</b>	36.975.091	19.452.384
ÖZET TABLO (Özyazıcılar Mülkiyetinde Yer Alan Ofisler)		
	TL	ABD \$
<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>5.800.500</b>	<b>3.051.610</b>
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi</b>	5.401.688	2.841.797

#### Sonuç olarak;

##### ✓ Konut fonksiyonuna sahip mülklerde;

- Ticari fonksiyona sahip mülklerde satın alma kararının, mevcut piyasa risk ve getiri seviyelerine uygun kriterlerle belirleniyor olması sebebiyle, aynı kriterler esas alınarak yapılan analizlerin, emsal yaklaşımıyla bulunan değerlerle genel olarak tutarlı ve örtüşen sonuçlar verdiği,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Index) olan %3 ila risksiz reel getiri beklentisini de içeren %5 civarında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabildiği,
- Düşük faizli konut kredilerinin de yarattığı pozitif etkiyle, piyasa (emsal satış) değerlerinin yüksek olduğu, bu hususun mülk değeri/kira ilişkisini mülk değeri lehine bozmakta olduğunun görüldüğü,
- Açıklanan sebeplerle, konut değerlendirme çalışmalarında en güvenilir yöntem olarak kabul edilen Piyasa Yaklaşımı sonucunda bulunan değerlerin esas alınmasının uygun olacağı,

- Müşteri mülkiyetinde yer alan Konutların, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.4.1. bölümünde verildiği üzere, Piyasa yaklaşımıyla bulunan **~1.309.500,-TL toplam değerinin, gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabulünün uygun olacağı;**
- ✓ **Müşteri mülkiyetinde yer alan ofis/mağazaların**
  - Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerinin birbiri ile tutarlı olduğu,
  - Piyasa Yaklaşımı sonucu bulunan değer, gayrimenkullerin rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.4.2. bölümünde verildiği üzere, bu yöntem kullanılmak suretiyle bulunan **35.539.000,-TL** değer **gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı;**
- ✓ **Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ofislerin;**
  - Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerinin birbiri ile tutarlı olduğu,
  - Piyasa Yaklaşımı sonucu bulunan değer, gayrimenkullerin rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.4.3. bölümünde verildiği üzere, **bu yöntem kullanılmak suretiyle bulunan 5.800.500,-TL** değer **gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,**
  - Bu değerler ve mevcut hasılat paylaşımı sözleşmesi hükümleri dikkate alınmak suretiyle, Torunlar GYO'na düşen toplam **hasılat payının 3.480.300,-TL olarak kabulünün 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 bağımsız bölümlerin mevzuat gereğince bütün izinleri alınmıştır.

## **7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO 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;

- ✓ değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,
- ✓ üzerlerinde devri kısıtlayıcı herhangi bir takyidat bulunmadığı,
- ✓ GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı,

kanaatine varılmıştır.

## 8. SONUÇ

### 8.1. Nihai Değer Takdiri

**Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 bloklu kargir apartman vasıflı "Nish İstanbul"un Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan;

- ✓ A Blok, 3 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 5 bağımsız bölüm numaralı, 280/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 11 bağımsız bölüm numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 16 bağımsız bölüm numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 22 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 23 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 24 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 49 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 50 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 51 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 52 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 5 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 7 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 8 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 11 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 12 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 13 bağımsız bölüm numaralı, 1080/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 94 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 130 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 169 bağımsız bölüm numaralı, 175/230760 arsa paylı, konut

Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait ve Müşteri şirket ile hasılat paylaşımına konu;

- ✓ D Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 19 bağımsız bölüm numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

Vasıflı bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde** yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda;

- I. Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere, değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin **GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca olmadığı,**

- II.** Müşteri Şirket mülkiyetinde yer alan konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlere ilişkin değerlerin detayları Rapor'un 6.4'üncü bölümde bağımsız bölüm bazında detayları verildiği üzere, toplam **adil piyasa değerinin**, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- KDV Hariç **1.309.500,-TL**
  - KDV Dahil **1.322.595,-TL**
- III.** Müşteri Şirket mülkiyetinde yer alan ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlere ilişkin detayları Rapor'un 6.4'üncü bölümde verildiği üzere, **toplam adil piyasa değerinin**, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- KDV Hariç **35.539.000,-TL**
  - KDV Dahil **41.936.020,-TL**
- IV.** Özyazıcı mülkiyetinde yer alan ve Müşteri şirketle hasılat paylaşımına konu ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlere ilişkin detayları Rapor'un 6.4'üncü bölümünde verildiği üzere, **toplam adil piyasa değerinin**, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- KDV Hariç **5.800.500,-TL**
  - KDV Dahil **6.844.590,-TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla

Güner **ŞAN**  
Değerleme Uzmanı  
**SPK Lisans No.: 400288**

Yusuf Yaşar **TURAN**  
Sorumlu Değerleme Uzmanı  
**SPK 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 GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMEE İLİŞKİN BİLGİLER

Rapor'a konu gayrimenkullere ilişkin olarak Şirket tarafından daha önceki tarihlerde değerlendirme raporu hazırlanmamıştır.