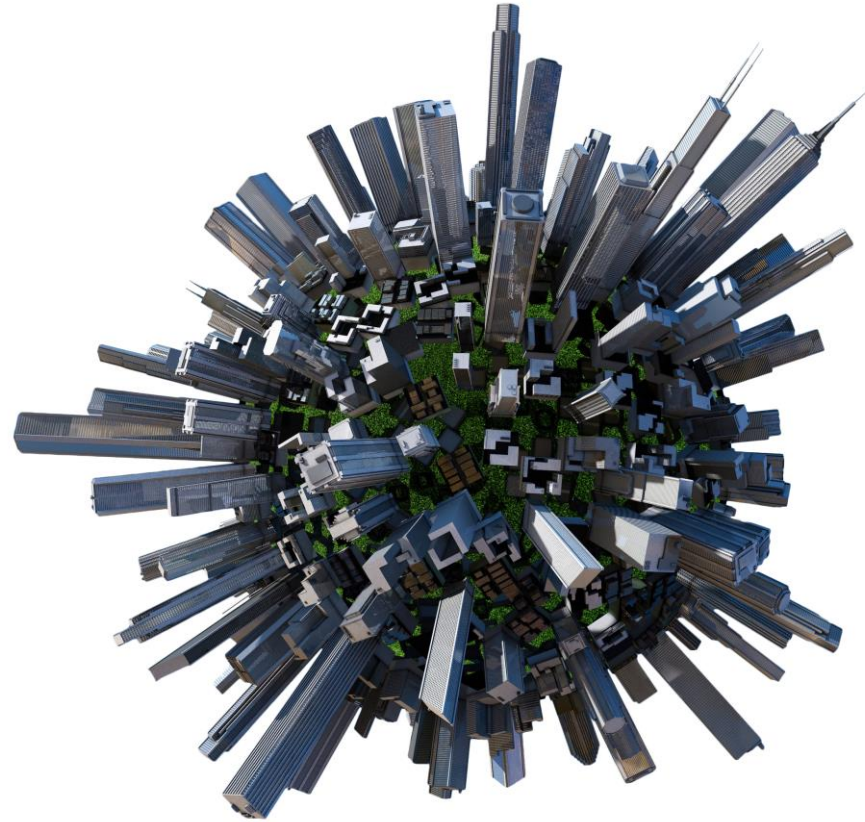




İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Birleşme İşlemi Kapsamında Uzman Kuruluş Raporu

İçindekiler

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 00

E-posta: galtun@deloitte.com

Alper Alkan

Müdür

Ofis tel: +90 (212) 366 60 00

E-posta: aalkan@deloitte.com

Önemli Uyarı

Bu rapor İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimleri tarafından değerlendirme tarihi itibarıyla tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Rapor, yalnızca İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimlerini ve hissedarlarını değerlendirme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İş Kuleleri Kule-2
Kat:10-11, 34330
Levent/İstanbul

TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Ömer Avni Mh., Meclisi Mebusan Cad.,
Molla Bayırı Sok. No:1, 34427
Beyoğlu/İstanbul

**DRT Kurumsal Finans
Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**

Deloitte Values House
Maslak No1
34398 İstanbul
Tel: +90 (212) 366 60 00
www.deloitte.com.tr

13 Haziran 2017

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurullarına,

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("İş GYO" veya "Devralan") ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("TSKB GYO" veya "Devrolunan") Yönetim Kurulları, (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), TSKB GYO'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün halinde İş GYO tarafından devralınması yoluyla İş GYO bünyesinde birleştirilmesine karar vermişlerdir.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte"), İş GYO ve TSKB GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Şirket birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarının tespitini gerçekleştirmek üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ("Tebliğ") kapsamında hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfa(lar)la birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu rapor Tebliğ'in 8'inci maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Bu raporun muhatabı İş GYO ve TSKB GYO olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi

Yönetici Özeti

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Yönetici Özeti | Raporun Amacı ve Kapsamı

Raporunun amacı, kapsamı ve kısıtlayıcı koşulları

Raporun Amacı ve Kapsamı

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte"), İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("İş GYO") ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("TSKB GYO") 31 Aralık 2016 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarının tespitini gerçekleştirmek üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.
- Bu rapor, Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak uluslararası kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak İş GYO ve TSKB GYO'nun gerçeğe uygun özsermaye değerlerinin tahmin edilmesi ve sonrasında birleşme oranlarını, seçilen yöntemlere göre değişim oranını ve birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarını tespit etmek amacıyla 13 Haziran 2017 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.
- Bu rapor, Deloitte ile birleşmeye taraf şirketler arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 19 Nisan 2017 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup, Deloitte'un birleşme ve değişim oranı ile ilgili bulgularını beyan etmektedir. Bu rapor, TSKB GYO'nun aktif ve pasifinin bir bütün halinde İş GYO'ya devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi ("Birleşme İşlemi") için birleşme ve değişim oranının belirlenmesi doğrultusunda görüş bildirmek dışında hiçbir amaca yönelik değildir.
- Bu raporda sunulan veriler Şirket Yönetimleri tarafından sunulmuş olup bu verilerin uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.
- Şirketimizin SPK'nın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen değerlendirme hizmetiyle ilgili hususlara uygunluğunu beyan ederiz. Beyanımız Ek 6'da yer almaktadır.

Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Raporumuz aşağıda belirtilen kısıtlayıcı koşullara dayanmaktadır:
- Raporda kullanılan veriler şirket yönetimi, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık verileri, S&P Capital IQ veritabanı, kamu kurumları, medya kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Raporda kullanılan mali tablolar Şirketler'in TMS/TFRS kapsamında denetimden geçmiş mali tablolarıdır. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya hatalı olması durumunda Deloitte sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Birleşme kararı uyarınca Şirketler'in 31 Aralık 2016 tarihli finansal tabloları esas alınmıştır. Değerleme tarihi ile rapor tarihi arasında gerçekleşen İş GYO'nun 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından karşılanmak üzere 63,750,000 TL nakit ve 63,750,000 TL bedelsiz pay şeklinde temettü dağıtılmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda 63,750,000 TL nakit temettü 28 Mart 2017 tarihinde dağıtılmıştır. Piyasa değeri yönteminde, net aktif değer yönteminde ve net finansal pozisyon hesaplamasında nakit temettü dağıtımına ilişkin düzeltme yapılmıştır. Ayrıca, İş GYO'nun çıkarılmış sermayesi de 27 Nisan 2017 tarihinde 63,750,000 TL artırılarak 913,750,000 TL'ye yükseltilmiştir. Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarı hesaplanırken İş GYO'nun rapor tarihi itibarıyla güncel çıkarılmış sermayesi dikkate alınmıştır.

Birleşme Kararı

- İş GYO ve TSKB GYO yönetim kurullarının 18 Nisan 2017 tarihinde birleşmeye ilişkin alınan kararları KAP'ta yayımlanmıştır. İlgili kararlar Ek 7'de yer almaktadır.

Yönetici Özeti | Seçilen Yöntemler

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

- SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliğinin ("Tebliğ") 7'nci maddesi kapsamında, İş GYO ve TSKB GYO'nun birleşme işleminde birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarı UDS'ye göre kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.
- Bu çerçevede piyasa yaklaşımı kapsamında piyasa değeri yöntemi, maliyet yaklaşımı kapsamında düzeltilmiş net aktif değer yöntemi ve gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımı yöntemi olmak üzere üç farklı yöntem uygulanmıştır.
- UDS'de pazar yaklaşımı, "gösterge niteliğindeki değerin, değerlendirme konusu varlıkla fiyat bilgisi mevcut olan aynı veya benzer varlıklar ile karşılaştırmalı olarak belirlenmesini sağlar" ifadesi kullanılmıştır. Birleşmeye taraf Şirketler'in her ikisinin payları Borsa İstanbul'da işlem görmektedir ve payların Borsa İstanbul'da alınıp satılması konusunda herhangi bir kısıtlama yoktur. Ancak piyasada oluşan fiyatlar spekülasyon olabilmektedir ve kısa dönemde dalgalanma gösterebilmektedir. Ve fakat, piyasada gerçekleşen ve doğrudan gözlemlenebilen işlemlere göre oluşan piyasa değerleri, Şirketler'in özsermayelerinin pazar değerinin tespitinde objektif bir yöntem olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle piyasa değeri yöntemine %40 ağırlık atanmıştır.
- Şirketler'in, SPK'nın II-14.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri uyarınca Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGGK") tarafından yayımlanan ve yürürlüğe girmiş olan Türkiye Muhasebe Standartları'na ("TMS") uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2016 tarihli finansal tabloları birleşmeye esas alınmıştır. Her iki şirket için geçerli olmak üzere aktif toplamının en büyük kalemi olan yatırım amaçlı gayrimenkuller TMS 40 "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" standardı çerçevesinde gerçeğe uygun değerleriyle ölçülmektedir. Bu durum Şirketler'in bilançolarında görülen özkaynaklarının gerçeğe uygun değerlerine en yakın değerle gösterildiğine dair bir göstergedir. Sonuç olarak UDS'ye göre maliyet yaklaşımı altında düzeltilmiş net aktif değer yöntemine %30 ağırlık verilmiştir.

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri (devamı)

- Üçüncü yöntem olarak gelir yaklaşımı altında yer alan indirgenmiş nakit akımı ("İNA") yöntemi seçilmiştir. Bu yöntem şirketin gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecekle ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir. Şirkete özel büyüme ve nakit akım tahminlerine dayalı bir yöntem olması sebebiyle yatırımcılar tarafından en sık tercih edilen yöntemdir.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkuller kira geliri elde etmenin yanında değer artışı beklentisiyle beraber portföylerde tutulmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller TMS uyarınca gerçeğe uygun değerleriyle ölçülmektedir ve değer artışı olması durumunda şirket gelir elde etmektedir. Ancak bu gelir nakit girişi yaratmayan bir gelirdir ve nakit girişi, ilgili gayrimenkulün satışına bağlıdır. İlgili gayrimenkule ilişkin satış tasarrufunun olup olmadığı ve bu tasarrufun ne zaman kullanılacağı konusunda belirsizlik bulunmaktadır ve bu konuda yapılan tahminler subjektivite içermektedir. Ayrıca, kira sözleşmelerinin uzun vadeli olması nedeniyle değer artışlarının kira gelirlerine yansımadaki gecikme de nakit akışlarının zamanlamasının tahmin edilmesini zorlaştıran bir başka unsurdur.
- İNA yönteminin yukarıda bahsedilen avantajları ve dezavantajları değerlendirilerek %30 ağırlık verilmiştir.

Yönetici Özeti | Değerleme Sonuçları

Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Yaklaşımı	Maliyet Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Sonuç
	Piyasa Değeri	Düzeltilmiş Net Aktif Değer	İNA	
Birleşme oranı	92.99%	94.14%	98.10%	95.08%
Özsermaye değeri - İş GYO	1,273,393,060	3,097,595,656	2,249,303,198	2,113,426,880
Özsermaye değeri - TSKB GYO	95,922,705	192,899,532	43,633,362	109,328,950
Birleşme sonrası sermaye	982,581,357	970,652,826	931,475,482	961,018,883
Ödenmiş sermaye - İş GYO	913,750,000	913,750,000	913,750,000	913,750,000
Ödenmiş sermaye - TSKB GYO	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000
Değişim oranı	0.45887571	0.37935217	0.11816988	0.31512588
Artırılacak sermaye	68,831,357	56,902,826	17,725,482	47,268,883
Yöntem ağırlığı	40%	30%	30%	100%

Hesaplama yöntemi

Birleşme oranı	=	$\frac{A}{A + B}$
Birleşme sonrası sermaye	=	$\frac{C}{\text{Birleşme oranı}}$
Artırılacak sermaye	=	$\text{Birleşme sonrası sermaye} - C$
Değişim oranı	=	$\frac{\text{Artırılacak Sermaye}}{D}$

- (A) Devralan ortaklığın özsermaye değeri
 (B) Devrolunan ortaklığın özsermaye değeri
 (C) Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi
 (D) Devrolunan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi

Değerleme Sonucu

- Tebliğ'in 7'nci maddesi gereğince, İş GYO ve TSKB GYO'nun birleşme işleminde birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarı UDS'ye göre kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.
- Gerekçeleri bir önceki sayfada anlatıldığı üzere piyasa değeri, düzeltilmiş net aktif değer ve İNA yöntemine sırasıyla %40, %30 ve %30 ağırlık atanmıştır. Bunun sonucunda nihai birleşme oranı %95.08 olarak hesaplanmaktadır.
- Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarı da 961,018,883 TL olarak hesaplanmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla 913,750,000 TL ödenmiş sermayeye sahip devralan şirket olan İş GYO tarafından artırılacak sermaye tutarı 47,268,883 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Birleşme sonrası artırılacak 47,268,883 TL'nin, toplam 150,000,000 TL ödenmiş sermayeye sahip TSKB GYO pay sahiplerine mevcut ortaklık payları oranında dağıtılmasını öngören değişim oranı da 0.31512588 olarak hesaplanmaktadır.
- Kullanılan üç değerlendirme yöntemi ve bu yöntemlere atanmış ağırlık oranlarıyla birlikte hesaplanan değişim oranının adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.

Ekonomik Göstergeler

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Ekonomik Göstergeler | Türkiye

EIU tahminlerine göre Türkiye'nin makroekonomik görünümü ve tahmini veriler

Makroekonomik Göstergeler

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Reel GSYİH artışı (%)	8.5%	11.2%	4.9%	8.5%	5.2%	6.0%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%	3.9%	3.8%
GSYİH (ABD milyar\$)	770	830	872	949	933	858	857	776	828	878	951	1,031
Nüfus (milyon)	72.3	73.5	74.9	76.2	77.5	78.7	79.6	80.4	81.1	81.7	82.3	82.8
Kişi başı GSYİH (ABD\$)	10,642	11,295	11,656	12,451	12,040	10,902	10,759	9,647	10,206	10,753	11,566	12,451
Döviz kuru TL/ABD\$ (ort.)	1.50	1.67	1.80	1.90	2.19	2.72	3.02	3.73	3.88	3.99	4.04	4.07
Döviz kuru TL/€ (ort.)	1.99	2.33	2.31	2.53	2.91	3.02	3.34	3.96	4.13	4.41	4.55	4.68
Tüketici fiyat endeksi, TL (ortalama, %)	8.6%	6.5%	8.9%	7.5%	8.9%	7.7%	7.8%	9.4%	7.6%	6.2%	5.7%	5.2%
Üretici fiyat endeksi, TL (ortalama, %)	8.5%	11.1%	6.1%	4.5%	10.2%	5.3%	4.3%	13.7%	7.0%	5.5%	5.0%	5.0%
Cari işlemler dengesi (% GSYİH)	(5.8%)	(9.0%)	(5.5%)	(6.7%)	(4.7%)	(3.7%)	(3.8%)	(4.6%)	(4.7%)	(5.3%)	(5.2%)	(5.2%)

Kaynak: Economist Intelligence Unit

GSYİH Büyümesi

- Potansiyel kur volatilitesi, FED'in para politikasında sıkılaşmaya gitmesinden sonra Türkiye'ye sermaye girişinin zayıflaması, yüksek işsizlik oranı ve endüstriyel üretim sektöründe görülen durgunluk kısa dönemde ekonomik büyümenin üzerinde baskı yaratmaktadır. Buna ek olarak EIU, projeksiyon döneminde TL'nin değer kaybetmesinin de etkisiyle mal ve hizmet ihracatındaki büyümenin ithalattaki büyümeyi geride bırakacağını öngörmektedir.

Enflasyon

- Enflasyon, merkez bankasının orta vadeli enflasyon hedefi olan %5'in üstünde seyretmeye devam etmektedir. 2014 yıl ortasından itibaren global ham petrol fiyatlarındaki düşüşün deflasyonist etkisine rağmen, büyük oranda TL'nin ABD Dolarına karşı değer kaybetmesinden dolayı enflasyonda hedef seviyelerine ulaşamamıştır. EIU, 2016 yılında gerçekleşen asgari ücretteki keskin artış, 2017 yılından itibaren petrol ve diğer emtia fiyatlarında öngörülen kısmi toparlanma ve TL'nin ABD Dolarına karşı değer kaybetmesinin devam etmesi beklentisinden dolayı enflasyonun 2020 yılına kadar hedeflenen %5 seviyesinin üzerinde seyretmesini beklemektedir.

Döviz Kurları

- EIU, küresel finansal belirsizlikleri ve Türkiye'nin içinde bulunduğu politik gerginliğin yatırımcı güvenine etkisini döviz kuru beklentilerini etkileyen önemli risk unsurları olarak görmektedir. 2013 yıl ortasından itibaren keskin bir şekilde değer kaybeden TL'nin 2016 yılında da hem reel hem nominal olarak değer kaybetmesi sonucu ortalama TL/ABD Dolar kuru 3.02 olarak gerçekleşmiştir. 2017-2021 döneminde reel olarak TL/ABD Dolar kurunun stabil devam etmesi ve fakat nominal olarak TL'nin değer kaybetmesi öngörülmektedir. 2021 yılında ortalama TL/ABD Dolar kurunun 4.07 seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Cari Açık

- EIU, Türkiye'nin tahmin dönemlerinde, cari açık/GSYİH oranının ortalama %5.6 olduğu 2010-2016 döneminden daha az cari açık vereceğini beklemektedir. Cari açık/GSYİH oranının 2017-21 yıllarında ortalama %5 olacağı beklenmektedir.

Sektör Hakkında

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

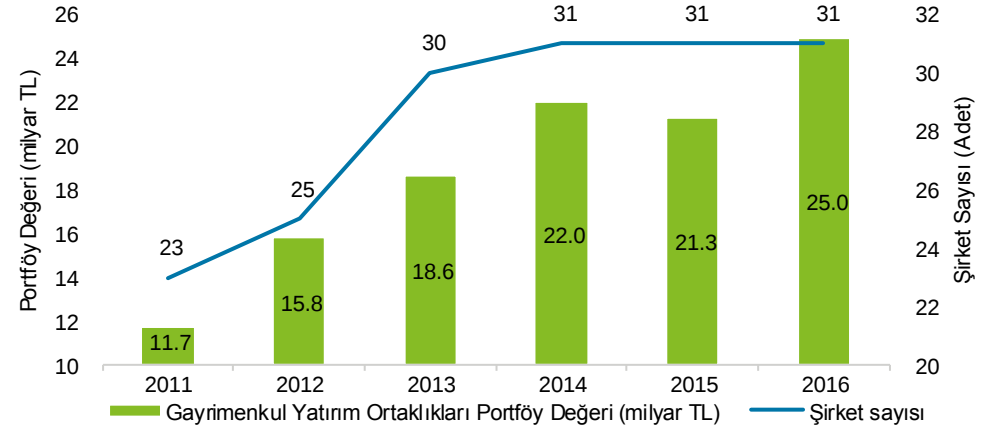
Sektör Hakkında | Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü

Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörüne ilişkin genel görünüm

Gayrimenkul Sektörüne Genel Bakış

- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektöründe 2011 yılında 23 şirket varken bu sayı 2016 yılında 31'e ulaşmıştır.
- Aynı zamanda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının toplam portföy değeri 2011 yılında 11.7 milyar TL iken, 2016 yılında %113 artarak 25 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2011-2016 yılları arası gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy değeri %16.3 yıllık bileşik büyüme oranıyla artmıştır.
- Şirket başına düşen ortalama portföy değeri 2011 yılında 509 milyon TL iken 2016 yılında bu değer 805 milyon TL seviyesine yükselirken yıllık bileşik büyüme oranı da %9.6 olarak gerçekleşmiştir.

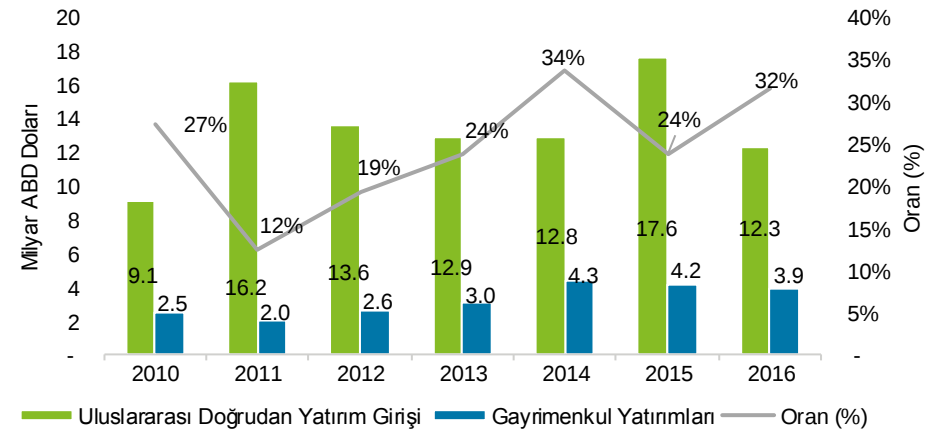
Türkiye GYO Piyasası



Gayrimenkul Sektöründe Yabancı Yatırımları

- 2015 yılında 17.6 milyar ABD Doları seviyesinde olan uluslararası doğrudan yatırım girişi, 2016 yılında %29.9 oranında azalışla 12.3 milyar ABD Doları seviyesine gerilemiştir.
- Aynı zamanda yabancılar tarafından yapılan gayrimenkul yatırımları 2015 yılında toplam uluslararası doğrudan yatırım girişlerinin %24'ünü (4.2 milyar ABD Doları) oluştururken, 2016 yılında %32'sini (3.9 milyar ABD Doları) oluşturmaktadır.
- Yabancılar tarafından yapılan konut satış sayıları 2013 yılında 12,181 adet olmakla birlikte 2016 yılında 18,189 adet olarak gerçekleşmiştir.

Yabancı Yatırımları



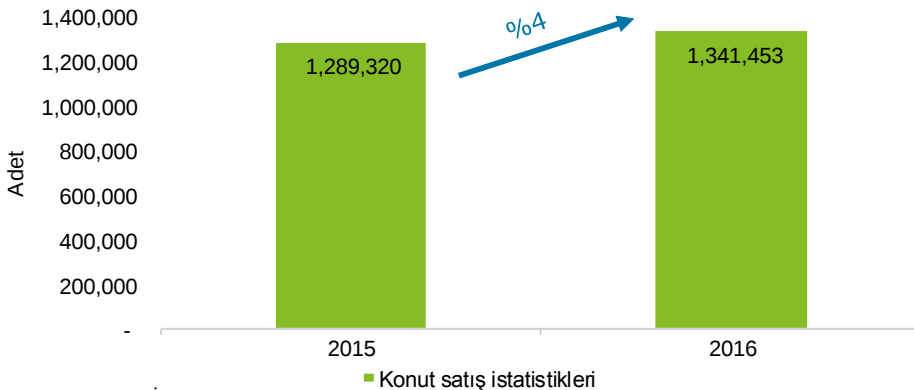
Sektör Hakkında | Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü

Konut, ofis, AVM ve otel piyasasına ilişkin genel görünüm

Konut Piyasası

- Türkiye’de ve dünyada yaşanan gelişmeler 2016 yılında her sektörü olumsuz etkilemesine rağmen, konut satışları bu durumlardan en az etkilenen alanlardan biri olmuştur.
- Konut satışlarının bu olumsuz atmosferden en az etkilenen alanlardan birisi olmasının arkasında çeşitli sebepler bulunmaktadır. Bu sebepler başlıca şunlardır:
 - Yüksek talep seviyesi
 - Gayrimenkul şirketlerinin ilgi çekici kampanyalar yaratması
 - Konut kredisi faizlerinde yapılan indirim
 - Çeşitli teşvik ve destekler (KDV indirimi, konut kredisi/finansman oranının yükseltilmesi)
- Son 2 yılın konut satışlarına bakıldığında 2015 yılında 1,289,320 adet olan toplam konut satışı 2016 yılında %4 artışla 1,341,453 adete ulaşmıştır.

Konut Satış İstatistikleri



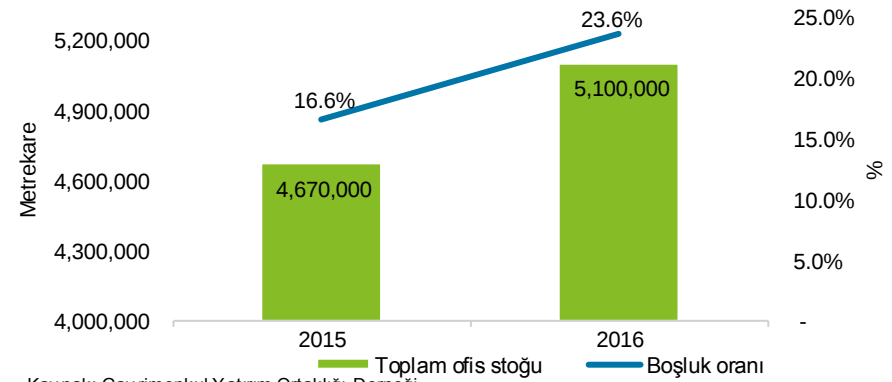
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

İş GYO ve TSKB GYO Birleşme Kapsamında Uzman Kuruluş Raporu

Ofis, AVM ve Otel Piyasası

- Ofis piyasasına bakıldığında piyasanın çok büyük bir kısmını İstanbul’daki ofislerin oluşturduğu görülmektedir.
- İstanbul ofis piyasası 2016 yılının son çeyreğinde tamamlanan çok sayıdaki yeni proje ile popülerliğini sürdürmektedir.
- 2016 yılının 4. çeyreğinde İstanbul’da 300,000 metrekarelik yeni ofis alanının pazara girmesiyle birlikte genel boşluk oranı %23.6’ya yükselmiştir. Bu oran 2015 yılının 4. çeyreğinde %16.6 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Aynı zamanda 2015 yılının son çeyreğinde 4.7 milyon metrekare olan toplam stok, 2016 yılının son çeyreğinde 5.1 milyon metrekare olmuştur.
- AVM piyasasına bakıldığında 2016 yıl sonu itibarıyla Türkiye’deki AVM sayısı 387’ye ulaşmıştır. Bunların 123’ü (%31.8) İstanbul’da, 35’i (%9) Ankara’da bulunmaktadır.
- Otel piyasasına bakıldığında ise 2016 yılı Ocak-Ekim ayları arası Türkiye geneli otel doluluk oranı %50 olarak gerçekleşmiştir. İstanbul’daki otel doluluk oranları ise 2015 yılında %62.7’den 2016 yılında %50.4 seviyesine inmiştir.

Ofis Piyasası



Kaynak: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği

Şirket Hakkında

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Şirket Hakkında | İş GYO

İş GYO hakkında genel bilgiler

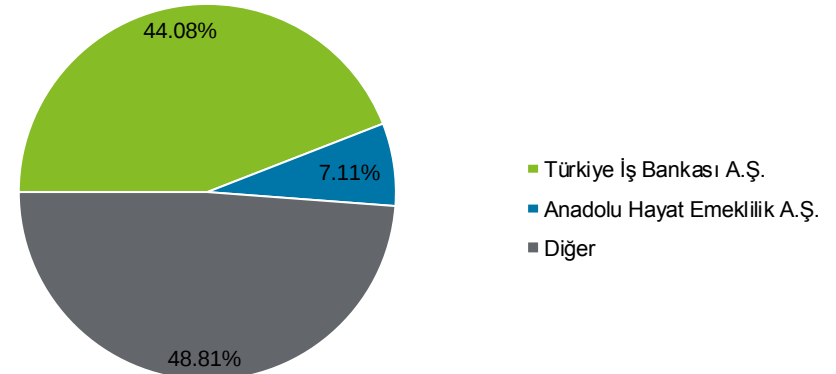
İş GYO Hakkında Genel Bilgiler

- İş GYO, 6 Ağustos 1999 tarihinde İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin, Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'yi devralarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesiyle kurulmuştur.
- Şirket payları "ISGYO" koduyla 9 Aralık 1999 tarihinden beri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.
- İş GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla ortaklık yapısına bakıldığında %44.08'i Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin, %7.11'i Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.'nin ve %48.81'i ise halka açık hisseleri de içeren diğerden oluşmaktadır. Şirketin fiili dolaşımdaki pay oranı da %47.34'tür.
- İş GYO'nun iştiraklerine bakıldığında, 6 Ekim 2004 tarihinde İş GYO ve Eczacıbaşı Holding'in %50-%50 ortaklığıyla kurulan Kanyon Yönetim İşletim ve Pazarlama Limited Şirketi görülmektedir. Kanyon, 1 Haziran 2015 tarihinde anonim şirket statüsüne dönüştürülmüştür.
- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla İş GYO 1.3 milyar TL'lik piyasa değeriyle GYO sektörünün yaklaşık %5.4'ünü oluşturmaktadır.

Pay Grupları ve İmtiyazlar

- İş GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla sermayesi 850 milyon TL'dir. 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından 63.75 milyon TL'nin bedelsiz pay şeklinde dağıtılmasına ilişkin olarak İş GYO'nun çıkarılmış sermayesi 913.75 milyon TL'ye yükselmiştir.
- Sermayenin yaklaşık 1.3 milyon TL tutarı nama yazılı A grubu ve yaklaşık 912.4 milyon TL tutarı nama yazılı B grubu paylardan oluşmaktadır.
- A grubu payların tamamına T. İş Bankası A.Ş. sahiptir. Dokuz yönetim kurulu üyesinin biri B grubu, diğerlerinin tamamı A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilir. Bunun dışında başka bir imtiyaz söz konusu değildir.

Ortaklık Yapısı (31.12.2016)



Kaynak: İş GYO Yönetimi

Pay Grubu (31.12.2016)	Bin TL	%
A Grubu	1,214	0.14%
Türkiye İş Bankası A.Ş.	1,214	0.14%
B Grubu	848,786	99.86%
Türkiye İş Bankası A.Ş.	373,445	43.93%
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	60,421	7.11%
Diğer	414,919	48.81%
Toplam	850,000	100.00%

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

Pay Grubu (Rapor Tarihi İtibarıyla)	Bin TL	%
A Grubu	1,305	0.14%
B Grubu	912,445	99.86%
Toplam	913,750	100.00%

Kaynak: Kamu Aydınlatma Platformu

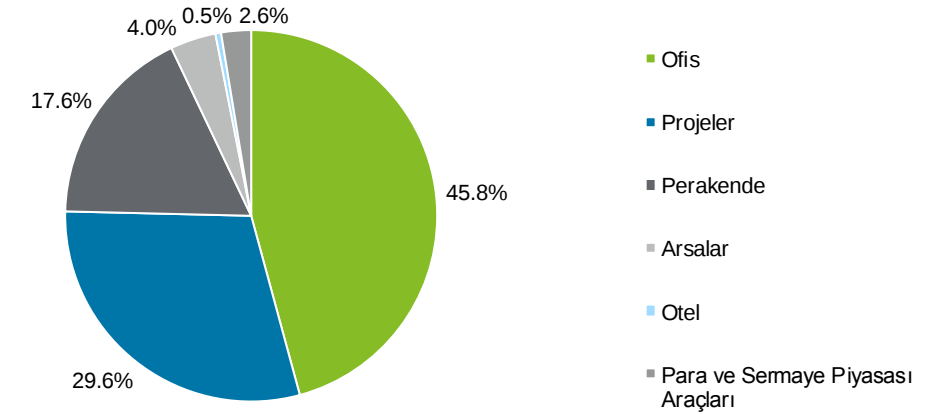
Şirket Hakkında | İş GYO

İş GYO hakkında genel bilgiler

İş GYO Portföyü Hakkında Genel Bilgiler

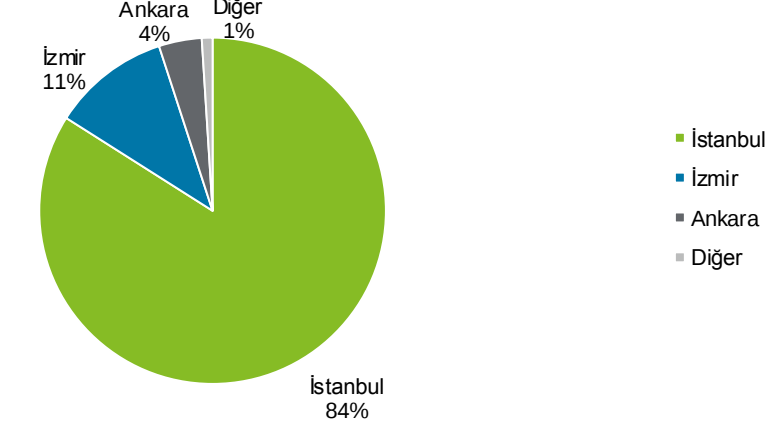
- İş GYO'nun toplam portföy değeri yaklaşık 4.89 milyar TL'dir ve portföyün %97.4'ü (4.76 milyar TL) gayrimenkullerden, %2.6'sı (127 milyon TL) ise para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır.
- İş GYO portföyünün %45.8'i (2.24 milyar TL) ofislerden, %29.6'sı (1.45 milyar TL) konut, ofis ve AVM projelerden (Ege Perla, Manzara Adalar, İnistanbul ve İstanbul Finans Merkezi Projesi), %17.6'sı (859 milyon TL) perakende yatırımlarından oluşmaktadır.
- Gayrimenkul portföy değerinin coğrafi dağılımına bakıldığında portföyün %84'ünün İstanbul'da, %11'inin İzmir'de, %4'ünün Ankara'da ve %1'inin diğer çeşitli illerde bulunan gayrimenkullerden oluştuğu görülmektedir.
- Kira gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde ise %94 ile İstanbul ilk sırada yer almaktadır. İstanbul'un ardından %5 ile Ankara ve %1 ile Antalya gelmektedir.
- Ofis sektörü içinde en yüksek kira getirisine sahip projeler yıllık 61.5 milyon TL kira geliriyle Tuzla Teknoloji & Operasyon Merkezi ("TUTOM") projesi ve 44.9 milyon TL ile İş Kuleleri Kompleksi'dir.
- Perakende sektörü içinde ise en yüksek kira gelirini 34.6 milyon TL ile Kanyon AVM oluşturmaktadır.
- Perakende sektörü içinde diğer gelirler ise sırasıyla 14.9 milyon TL yıllık üst hakkı gelirleriyle Marmara Park ve 6.9 milyon TL kira geliriyle İstanbul Esenyurt Hipermarket Binası'dır.
- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin detaylı listesi Ek 4'te görülmektedir.

İş GYO Portföy Dağılımı (Portföy Büyüklüğüne Göre)



Kaynak: İş GYO Yönetimi

Portföy Değeri - Bölge Dağılımı (%)



Kaynak: İş GYO Yönetimi

Şirket Hakkında | İş GYO

Bilanço

Bilanço

TL '000	2014	2015	2016
Nakit ve nakit benzerleri	123,909	123,908	127,262
Finansal yatırımlar	15,127	-	-
Ticari alacaklar	39,615	21,821	28,770
Diğer alacaklar	5	3,814	1,212
Türev araçlar	-	15	1
Stoklar	4,245	174,215	91,612
Peşin ödenmiş giderler	52,342	43,565	74,067
Diğer dönen varlıklar	16,382	92,537	26
Dönen Varlıklar	251,626	459,875	322,950
Ticari alacaklar	7,402	-	-
Türev araçlar	42	-	-
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	1,607	1,599	1,564
Stoklar	63,129	344,641	715,506
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	2,584,039	3,291,629	3,714,669
Maddi duran varlıklar	953	27,037	28,559
Maddi olmayan duran varlıklar	145	419	473
Diğer duran varlıklar	-	-	103,299
Duran Varlıklar	2,657,317	3,665,325	4,564,070
Toplam Varlıklar	2,908,943	4,125,201	4,887,020

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Bilançonun Aktif Kısmı Hakkında Açıklamalar

- 2016 yılı itibarıyla nakit ve nakit benzerlerinin %97.6'sını 124.2 milyon TL ile vadeli mevduatlar oluşturmaktadır. 2015 yılında ise vadeli mevduatların oranı %74.4 (92.2 milyon TL) seviyesindedir.
- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla dönen varlıklarda sınıflanan stoklar içerisinde yalnızca İzmir Ege Perla konut projesi yer almaktadır.
- Duran varlıklarda sınıflanan stoklarda Kartal Manzara Adalar Projesinin konut kısmı, Topkapı İn İstanbul projesi ve Tuzla Arsası bulunmaktadır. Kartal Manzara Adalar projesine Aralık 2014'te başlanmış olup 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla 552 adet taşınmaz için satış vaadi sözleşmesi imzalanmıştır. Topkapı İn İstanbul projesine ise Mayıs 2015'te başlanmış olup 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla imzalanmış sözleşme sayısı 2,241'dir.
- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerleri 2016 yılı itibarıyla 3.7 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin %83.3'ü faal olan yatırım amaçlı gayrimenkullerden, %16.7'si ise yapılmakta olan ve diğer yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşmaktadır.
- İş GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihindeki yatırım amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değerleri, İş GYO'nun ilişkili tarafı olmayan üç bağımsız değerlendirme şirketi tarafından 2016 yılının Kasım ve Aralık aylarında elde edilmiştir. Söz konusu gayrimenkul değerlendirme raporları Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapılan değerlendirme yöntemlerine göre gerçekleştirilmiş ve İş GYO'nun denetlenmiş mali tablolarına yansıtılmıştır.

Şirket Hakkında | İş GYO

Bilanço

Bilanço

TL '000	2014	2015	2016
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	57,154	313,512	121,420
Uzun vadeli finansal kiralama borçlarının k.v.k	-	11,360	10,915
Ticari borçlar	5,392	60,227	34,199
Diğer borçlar	483	1,472	623
Ertelenmiş gelirler	1,709	160,060	6,198
Kısa vadeli karşılıklar	250	287	12,576
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2,068	9,090	2,522
Kısa Vadeli Yükümlülükler	67,056	556,007	188,453
Uzun vadeli borçlanmalar	420,373	375,592	921,629
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	-	10,127	696
Diğer borçlar	35,990	35,990	35,990
Ertelenmiş gelirler	124,125	355,877	577,681
Uzun vadeli karşılıklar	832	973	1,225
Uzun Vadeli Yükümlülükler	581,320	778,558	1,537,221
Toplam Yükümlülükler	648,376	1,334,566	1,725,675
Ödenmiş sermaye	680,400	746,000	850,000
Sermaye düzeltme farkları	240,146	240,146	240,146
Paylara ilişkin primler (İskontolar)	424	424	424
Yeniden sınıflandırılma, birik, diğ, kap, gel,/(gid,)	179	21,943	24,362
Yeniden sınıflandırılma, Birik, diğ, kap, gel,/(gid,)	-	-	-
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	24,678	28,241	36,305
Geçmiş yıllar karları veya zararları	986,306	1,197,949	1,589,597
Net dönem karı veya zararı	328,433	555,933	420,511
Özkaynaklar	2,260,567	2,790,635	3,161,346
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	2,908,943	4,125,201	4,887,020

Kaynak: 2014,2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Bilançonun Pasif Kısmı Hakkında Açıklamalar

- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla 121.4 milyon TL tutarında olan kısa vadeli banka kredilerinin %64.6'sı (78.4 milyon TL) Türk Lirası, %28'i (34 milyon TL) ABD Doları ve %7.4'ü (9 milyon TL) Avro bazlıdır.
- 2015 yılında çıkarılmış tahviller kaynaklı uzun vadeli borçlanma bulunmazken 2016 yılında toplam uzun vadeli borçlanmaların %43.6'si (402.1 milyon TL) çıkarılmış tahvillerden meydana gelmektedir.
- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla 519.6 milyon TL olan uzun vadeli banka kredilerinin %58.9'u (306.3 milyon TL) Türk Lirası, %35.9'u (186.3 milyon TL) ABD Doları ve %5.2'si (27 milyon TL) Avro cinsindendir.
- İş GYO 2013 yılından beri her yıl bedelsiz sermaye artırımını yapmaktadır. 24 Mart 2016 tarihinde yapılan Olağan Genel Kurul toplantısında alınan kararla birlikte arttırılacak sermaye tutarının 2015 yılı karından karşılanmak üzere toplam 104 milyon TL tutarında bedelsiz artırılarak 850 milyon TL'ye çıkartıldığı görülmektedir.
- 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından 63.75 milyon TL'nin bedelsiz pay şeklinde dağıtılmasına ilişkin olarak Şirket'in çıkarılmış sermayesi 913.8 milyon TL'ye yükseltmiştir.
- İş GYO'nun 2014 yılında 986.3 milyon TL olan geçmiş yıllar karları 2016 yılında yaklaşık 1.6 milyar TL'ye yükselirken bu tutara 2016 yılı net dönem karı eklendiğinde toplam 2 milyar TL'lik birikmiş kar olduğu görülmektedir.

Şirket Hakkında | İş GYO

Gelir tablosu

Gelir Tablosu

TL'000	2014	2015	2016
Hasılat	234,079	222,012	404,533
Satışların maliyeti	(119,336)	(62,091)	(209,729)
Brüt Kar/(Zarar)	114,742	159,921	194,804
Genel yönetim giderleri	(14,617)	(15,195)	(18,413)
Pazarlama giderleri	(3,560)	(21,302)	(18,706)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler)	236,635	468,787	336,772
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	333,201	592,210	494,457
Özkaynak Yönt. değ. yatırımların K/Z'dan paylar	828	(8)	674
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	334,029	592,203	495,132
Finansman gelirleri	-	3,490	-
Finansman giderleri	(5,596)	(39,759)	(74,620)
Vergi Öncesi Karı	328,433	555,933	420,511
Vergi gideri	-	-	-
Dönem Karı/(Zararı)	328,433	555,933	420,511

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Hasılat

- İş GYO'nun hasılatları, gayrimenkul gelirleri ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır.
- Gayrimenkul gelirlerini oluşturan kalemlere bakıldığında kira gelirleri, konut satış gelirleri, yatırım amaçlı gayrimenkul satış gelirleri, üst hakkı gelirleri, aidat ve hizmet gelirleri ve diğer gelirler görülmektedir.
- 2016 yılında 404.5 milyon TL hasılat tutarının %97.7'si (395 milyon TL) gayrimenkul gelirlerinden, %2.3'ü ise faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Bu durum 2015 yılında %96.4 gayrimenkul ve %3.6 faiz gelirleri şeklindedir.
- Gayrimenkul gelirleri kendi içinde incelendiğinde ise 2016 yılında kira gelirleri toplam gayrimenkul gelirlerinin %44.8'ini (177 milyon TL) oluşturmaktayken 2015 yılında %58.5'ini (125 milyon TL) oluşturmaktadır.
- 2016 yılında toplam gayrimenkul gelirlerindeki artışın en önemli sebeplerinden biri konut satış gelirleridir. 2015 yılında Tuzla Çınarlı Bahçe'den 4.7 milyon TL değerinde konut satış geliri elde edilmişken 2016 yılında İzmir Ege Perla projesinde 156.9 milyon TL konut satış geliri elde edilmiştir.
- Banka mevduatı, ters repo, borçlanma araçları faiz gelirleri ile menkul kıymet alım-satım karından oluşan gelirler incelendiğinde 2015 yılında 3.6 milyon TL olan mevduat faiz gelirleri 2016 yılında 8.5 milyon TL seviyesine ulaşması dikkat çekmektedir. 2015 yılında menkul kıymet alım satım karı mevcutken 2016 yılında mevduat ağırlıklı yatırım yapıldığı görülmektedir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler

- Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler tutarı yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artış/azalışları ve kur farkı gelir/giderlerinden oluşmaktadır.
- 2016 yılı itibarıyla faal olan yatırım amaçlı gayrimenkullerin Tuzla Karma projesi hariç hepsi değer kazanmıştır.
- Faal olan yatırım amaçlı gayrimenkullerin nominal değer artışlarına bakıldığında 123.6 milyon TL değer artışıyla ile İstanbul İş Kuleleri kompleksi ilk sırada yer alırken bunu 86.6 milyon TL değer artışıyla TUTOM projesi ve 39.6 milyon TL değer artışıyla Kanyon AVM takip etmektedir.

Şirket Hakkında | İş GYO

Gelir tablosu

Gelir Tablosu

TL'000	2014	2015	2016
Hasılat	234,079	222,012	404,533
Satışların maliyeti	(119,336)	(62,091)	(209,729)
Brüt Kar/(Zarar)	114,742	159,921	194,804
Genel yönetim giderleri	(14,617)	(15,195)	(18,413)
Pazarlama giderleri	(3,560)	(21,302)	(18,706)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler)	236,635	468,787	336,772
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	333,201	592,210	494,457
Özkaynak Yönt. değ. yatırımların K/Z'dan paylar	828	(8)	674
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	334,029	592,203	495,132
Finansman gelirleri	-	3,490	-
Finansman giderleri	(5,596)	(39,759)	(74,620)
Vergi Öncesi Karı	328,433	555,933	420,511
Vergi gideri	-	-	-
Dönem Karı/(Zararı)	328,433	555,933	420,511

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Satışların Maliyeti

- Satışların maliyeti kalemi konut satış maliyeti, yatırım amaçlı gayrimenkul satış maliyeti, işletme giderleri, vergi resim ve harç giderleri, sigorta giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır.
- 2016 yılında 209.7 milyon TL olan satışların maliyeti tutarının %65.5'i (137 milyon TL) konut satış maliyetlerinden, %22.4'ü (47 milyon TL) ise yatırım amaçlı gayrimenkul satış maliyetlerinden oluşmaktadır. 2015 yılında ise %7 konut satış maliyetleri ve %54 yatırım amaçlı gayrimenkul satış maliyetleri şeklindedir.
- 2016 yılında satışların maliyetlerinde yaşanan artışın başlıca sebebi 2015 yılında 4.3 milyon TL olan konut satış maliyetlerinin 2016 yılında 137.4 milyon TL seviyesine yükselmesidir.

Faaliyet Giderleri

- Genel yönetim giderlerinin büyük bir kısmını oluşturan kalemler personel ücret ve giderleri, dışarıdan sağlanan fayda ve diğer hizmetler, amortisman ve itfa payları, vergi, resim ve harç giderleri ve diğer giderlerdir.
- Personel ücret ve giderleri 2015 yılında 7.7 milyon TL iken 2016 yılında 9.1 milyon TL olmuştur.
- Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler ise 2015 ve 2016 yıllarında yaklaşık 5.5 milyon TL seviyelerindedir.
- Pazarlama giderleri ise reklam ve tanıtım giderleri, danışmanlık giderleri, satış ofisi giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır.
- Reklam ve tanıtım giderleri, pazarlama giderlerinin en büyük kalemi olmakla birlikte 2016 yılında toplam pazarlama giderlerinin %71.4'ünü oluşturmaktadır.

Finansman ve Vergi Giderleri

- 2014 yılında 5.6 milyon TL olan finansman giderleri 2015 yılında kur farkı giderlerindeki artış sebebiyle 39.8 milyon TL olmuştur.
- Finansman giderlerinde 2016 yılında yaşanan artışın başlıca sebebi ise kredi faiz giderlerinin 1.7 milyon TL'den 30.3 milyon TL'ye yükselmesidir.
- Şirket'in kurum kazancı, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesi gereğince Kurumlar Vergisi'nden istisna olduğundan dönem vergi gideri bulunmamaktadır.

Şirket Hakkında | TSKB GYO

TSKB GYO hakkında genel bilgiler

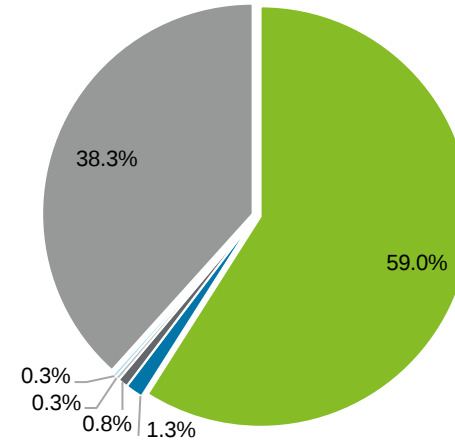
TSKB GYO Hakkına Genel Bilgiler

- TSKB GYO, 2006 yılında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") bir iştiraki olarak kurulmuştur.
- Şirket payları "TSGYO" koduyla 9 Nisan 2010 tarihinden beri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.
- TSKB GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla ortaklık yapısına bakıldığında %59'u TSKB, %2.7'si çeşitli şirketlerin ve %%38.3'ü ise halka açıktır. Şirketin filli dolaşımdaki pay oranı %22.82'dir.
- Halka açık paylardan sahip olunanlar dahil olmak üzere TSKB'nin sermayedeki toplam payı 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla %70,84'tür.
- TSKB GYO 99 milyon TL'lik piyasa değeriyle GYO sektörünün yaklaşık %0.41'ini oluşturmaktadır.

Pay Grupları ve İmtiyazlar

- TSKB GYO'nun sermayesi 10 milyon TL tutarında nama yazılı A grubu ve yaklaşık 4.1 milyon TL tutarında nama yazılı B grubu ile yaklaşık 135.9 milyon TL tutarında hamiline yazılı C grubu paylardan oluşmaktadır.
- A ve B grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin biri B grubu, geriye kalan altısı ise A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilir.
- Sermaye artırımlarında; A Grubu paylar karşılığında A Grubu, B Grubu paylar karşılığında B Grubu, C Grubu paylar karşılığında C Grubu yeni pay çıkarılır. Ancak, Yönetim Kurulu pay sahiplerinin yeni pay alma hakkını kısıtladığı takdirde çıkarılacak yeni payların tümü C Grubu ve hamiline yazılı olarak çıkarılır.

Ortaklık Yapısı (31.12.2016)



Kaynak: TSKB GYO Yönetimi

- Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
- TSKB Mensupları Munzam Sosyal Güvenlik ve Yardımlaşma Vakfı
- TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.
- TSKB Memur ve Müstahdemleri Yardım ve Emeklilik Vakfı
- Halka açık

Pay Grubu (31.12.2016)

	Bin TL	%
A Grubu	10,000	6.67%
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	10,000	6.67%
B Grubu	4,091	2.73%
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	4,091	2.73%
C Grubu	135,909	90.61%
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	74,409	49.61%
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.	2,000	1.33%
TSKB Mensupları Munzam Sosyal Güvenlik ve Yardımlaşma Vakfı	1,150	0.77%
TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	450	0.30%
TSKB Memur ve Müstahdemleri Yardım ve Emeklilik Vakfı	400	0.27%
Diğer ortaklar	-	-
Halka açık	57,500	38.33%
Toplam	150,000	100.00%

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

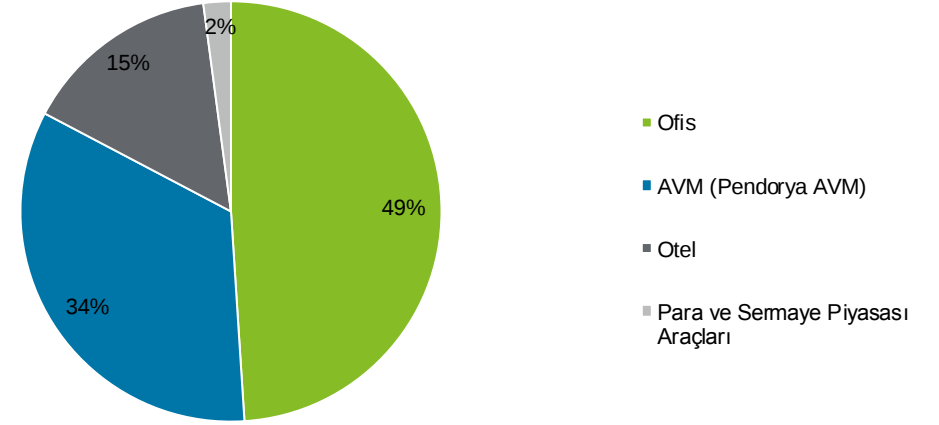
Şirket Hakkında | TSKB GYO

TSKB GYO hakkında genel bilgiler

TSKB GYO Portföyü Hakkında Genel Bilgiler

- TSKB GYO'nun toplam portföy değeri yaklaşık 425.9 milyon TL'dir ve portföyün %98'i (416.9 milyon TL) yatırım amaçlı gayrimenkullerden, %2'si (9 milyon TL) ise para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır.
- TSKB GYO gayrimenkul portföyünün %50'si (208.6 milyon TL) ofislerden, %34'ü (143.7 milyon TL) perakende sektöründen, %15'i (64.6 milyon TL) otel yatırımlarından oluşmaktadır
- TSKB GYO'nun 2016 yılı toplam kira ve üst hakkı gelirlerinin %52.1'ini perakende sektörü, %44.9'unu ofis sektörü ve %3'ünü turizm sektörü oluşturmaktadır.
- Ofis sektörü içindeki kira gelirlerinin çok büyük bir kısmını 7.7 milyon TL yıllık kira geliri ile Fındıklı Binaları oluşturmaktadır. 2016 yılında Tahir Han ofis binasından 35 bin TL kira geliri elde edilmiştir.
- Perakende sektörü içinde Şirketin tek yatırımı olan Pendorya AVM'den 2016 yılında 6.8 milyon TL kira geliri ve 2.2 milyon genel yansıtma geliri elde edilmiş olup bu tutar toplam kira gelirlerinin %52.1'ine denk gelmektedir.
- Turizm sektöründe ise Divan Adana Oteli yatırımı bulunan TSKB GYO, bu yatırımdan 2016 yılında 507 bin TL kira geliri elde etmiştir. Bu tutar gayrimenkul getirilerinin %3'üne denk gelmektedir.

TSKB GYO Portföy Dağılımı



Kaynak: TSKB GYO Yönetimi

Gayrimenkuller	Türü	Yıllık Kira ve Üst Hakkı Gelirleri - 2016 (TL milyon)	Ekspertiz Değeri - 2016 (TL milyon)
Divan Adana Oteli	Otel	0.5	64.6
Fındıklı Binaları	Ofis	7.7	185.6
Tahirhan Binası	Ofis	0.03	23.0
Pendorya AVM	Perakende	9.0	143.7
Toplam		17.2	416.9

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

Şirket Hakkında | TSKB GYO

Bilanço

Bilanço

TL '000	2014	2015	2016
Nakit ve nakit benzerleri	7,601	4,365	8,973
Ticari alacaklar	1,129	925	918
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	1,129	925	918
Diğer dönen varlıklar	2,979	3,169	3,529
Dönen Varlıklar	11,709	8,458	13,419
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	-	298	3
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	348,665	403,653	416,878
Maddi duran varlıklar	14	105	433
Maddi olmayan duran varlıklar	15	21	13
Diğer duran varlıklar	6,390	9,151	6,909
Duran Varlıklar	355,083	413,227	424,235
Toplam Varlıklar	366,792	421,685	437,654

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Bilançonun Aktif Kısmı Hakkında Açıklamalar

- 2016 yılı nakit ve nakit benzerleri tutarının %96.2'si (8.6 milyon TL) vadeli mevduatlardır. 2015 yılında bu oran %66.9 (2.9 milyon TL) seviyesindedir.
- Nakit ve nakit benzerlerini oluşturan kalemlerden bir diğeri de ters repo işlemlerinden alacaklardır. 2015 yılında ters repo işlemlerinden alacaklar 1.5 milyon TL tutarında iken 2016 yılında ters repo işlemlerinden alacaklar bulunmamaktadır.
- 31 Aralık 2016 ve 31 Aralık 2015 tarihleri itibarıyla, kısa vadeli ticari alacakların tamamı kira ve Pendorya AVM ortak gider yansıtma alacaklarından oluşmaktadır.
- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri ise 2016 yılında 2013 yılına göre %9.3 artarak 416.9 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.
- 2015 yılı için yatırım amaçlı gayrimenkullerin nominal olarak değer değişikliklerine bakıldığında Fındıklı binalarının toplam 37.8 milyon TL değer kazandığı, Pendorya AVM'nin ise 12.7 milyon TL değer kaybettiği görülmektedir.
- 2016 yılında ise Fındıklı binalarının toplam 23.2 milyon TL değer kazandığı, Pendorya AVM'nin ise 13.5 milyon TL değer kaybettiği görülmektedir.

Şirket Hakkında | TSKB GYO

Bilanço

Bilanço

TL '000	2014	2015	2016
Kısa vadeli banka kredileri	-	164,484	66,856
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	35,741	3,919	12,978
Ticari borçlar	990	892	838
Kısa vadeli karşılıklar	195	2,478	208
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	425	363	372
Kısa Vadeli Yükümlülükler	37,351	172,137	81,251
Uzun vadeli borçlanmalar	118,239	27,287	159,527
Uzun vadeli karşılıklar	66	84	102
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	623	2,629	3,874
Uzun Vadeli Yükümlülükler	118,929	30,001	163,503
Toplam Yükümlülükler	156,279	202,138	244,755
Ödenmiş sermaye	150,000	150,000	150,000
Paylara ilişkin primler/(İskontolar)	593	593	593
Yeniden sınıflandırılma. birik. diğ. kap. gel./(gid.)	-	(10)	(12)
Yeniden sınıflandırılma. birik. diğ. kap. gel./(gid.)	(7)	-	153
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	153	153	-
Geçmiş yıllar karları veya zararları	58,231	59,775	68,811
Net dönem karı veya zararı	1,543	9,036	(26,645)
Özkaynaklar	210,513	219,547	192,900
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	366,792	421,685	437,654

Kaynak: 2014,2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Bilançonun Pasif Kısmı Hakkında Açıklamalar

- 2015 yılında toplam kısa vadeli finansal borçlanmalar 168.4 milyon TL iken 2016 yılında bu tutar 79.8 milyon TL seviyesine inmiştir.
- 2016 yılında kısa vadeli finansal borçların %83.7'si (66.9 milyon TL) kısa vadeli banka kredilerinden, %16.3'ü (13 milyon TL) uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarından meydana gelmektedir.
- Bu oranlar 2015 yılında %97.7 kısa vadeli banka kredisi, %2.3 uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları şeklindedir.
- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla toplam 79.9 milyon TL tutarında olan kısa vadeli finansal borçlanmaların %4.6'sı (3.7 milyon TL) ABD doları bazlı iken %95.4'ü (76.1 milyon TL) Avro bazlı kredilerdir.
- Kısa vadeli ticari borçlar ise sigortacılık hizmeti, danışmanlık hizmetleri, reklam hizmetleri, güvenlik hizmetleri, bakım ve onarım hizmetleri, temizlik hizmetleri ve diğer hizmetlere ilişkin borçlardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla toplam 159.5 milyon TL tutarında olan uzun vadeli finansal borçlanmaların %17.1'i (27.3 milyon TL) ABD doları iken %82.9'u (132.3 milyon TL) Avro bazlı kredilerdir.

Şirket Hakkında | TSKB GYO

Gelir tablosu

Gelir Tablosu

TL'000	2014	2015	2016
Hasılat	16,634	16,590	17,631
Satışların maliyeti	(5,793)	(6,107)	(6,622)
Brüt Kar/(Zarar)	10,841	10,483	11,009
Faaliyet giderleri	(3,481)	(3,731)	(3,646)
Genel yönetim giderleri	(2,791)	(2,915)	(3,156)
Pazarlama giderleri	(690)	(815)	(490)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler)	(94)	39,737	12,654
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	7,267	46,490	20,017
Özkaynak yönt. değ. yatırımların K/Z'dan paylar	(307)	(3,352)	(1,504)
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	6,960	43,138	18,512
Finansman gelirleri	312	33	27
Finansman giderleri	(5,729)	(34,135)	(45,184)
Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	1,543	9,036	(26,645)
Vergi gideri	-	-	-
Dönem Karı/(Zararı)	1,543	9,036	(26,645)

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Hasılat

- TSKB GYO'nun hasılat kalemi, gayrimenkul gelirleri ve faiz gelirleri olmak üzere iki ana kısımdan oluşmaktadır.
- Gayrimenkul gelirlerini oluşturan kalemlere bakıldığında kira gelirleri ve genel gider yansıtma gelirlerinden oluştuğu görülmektedir.
- Faiz gelirleri, vadeli mevduat ve ters repo işlemlerinden elde edilen faiz gelirlerinden oluşmaktadır.
- 2016 yılında 17.6 milyon TL hasılat tutarının %97.4'ü (17.1 milyon TL) gayrimenkul gelirlerinden, %2.6'sı (453.5 bin TL) ise faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Bu durum 2015 yılında %97.3 gayrimenkul gelirleri ve %2.7 faiz gelirleri şeklindedir.

Satışların Maliyeti

- Satışların maliyeti, güvenlik giderleri, vergi ve harç giderleri, temizlik giderleri, yönetim hizmet giderleri, elektrik giderleri, bakım ve onarım giderleri, işletme hizmet giderleri, sigorta giderleri, su giderleri, yemek giderleri, ulaşım giderleri, malzeme giderleri, danışmanlık giderleri, doğalgaz giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır.
- 2016 yılı itibarıyla güvenlik giderleri 1.1 milyon TL ile toplam satışların maliyeti içinde ilk sırada yer alırken 0.9 milyon TL ile vergi ve harç giderleri ikinci sırada yer almaktadır.

Faaliyet Giderleri

- 2016 yılında genel yönetim giderleri 3.16 milyon TL, pazarlama giderleri ise 490 bin TL'dir.
- 2016 yılı itibarıyla personel giderleri %60.8 (1.9 milyon TL) oranıyla toplam genel yönetim giderlerinin en büyük kalemidir.
- Pazarlama giderleri ise sadece reklam giderlerinden oluşmaktadır.

Şirket Hakkında | TSKB GYO

Gelir tablosu

Gelir Tablosu

TL'000	2014	2015	2016
Hasılat	16,634	16,590	17,631
Satışların maliyeti	(5,793)	(6,107)	(6,622)
Brüt Kar/(Zarar)	10,841	10,483	11,009
Faaliyet giderleri	(3,481)	(3,731)	(3,646)
Genel yönetim giderleri	(2,791)	(2,915)	(3,156)
Pazarlama giderleri	(690)	(815)	(490)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/(giderler)	(94)	39,737	12,654
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	7,267	46,490	20,017
Özkaynak yönt. değ. yatırımların K/Z'dan paylar	(307)	(3,352)	(1,504)
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	6,960	43,138	18,512
Finansman gelirleri	312	33	27
Finansman giderleri	(5,729)	(34,135)	(45,184)
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	1,543	9,036	(26,645)
Vergi gideri	-	-	-
Dönem Karı/(Zararı)	1,543	9,036	(26,645)

Kaynak: 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ait Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler

- 2016 yılı itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışı 12 milyon TL olmakla birlikte 12.7 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler tutarının en büyük kalemidir.
- Ayrıca, 2015 yılında yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışının TSKB GYO'nun ilgili dönemde net kar elde edebilmesindeki önemi dikkat çekmektedir.

Finansman Giderleri

- 2016 yılında 45.2 milyon TL tutarında olan finansman giderlerinin 33.9 milyon TL'sini kur farkı gideri, 11.2 milyon TL'sini finansal borçlardan kaynaklanan faiz giderleri oluşturmaktadır.
- Şirket'in borçlarının tamamı döviz cinsinden oluşması yüksek finansman giderlerinin en önemli sebebidir.

Vergi Giderleri

- Şirket'in kurum kazancı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesi gereğince Kurumlar Vergisi'nden istisna olduğundan dönem vergi gideri bulunmamaktadır.

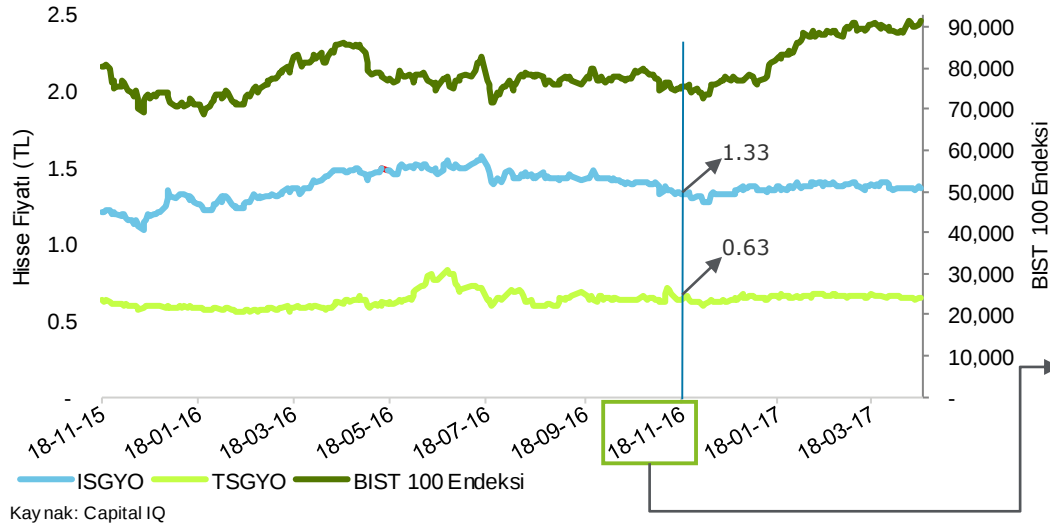
Piyasa Yaklaşımı

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Piyasa Yaklaşımı | Piyasa Değeri

Piyasa değeri metodolojisi

İş GYO & TSKB GYO - Düzeltilmiş Günlük Hisse Kapanış Fiyatı



Piyasa Değeri Metodolojisi

- Piyasa değeri, payların BİST'te oluşan birim fiyatının toplam hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır.
- Birleşmeye taraf olan İş GYO ve TSKB GYO, SPK düzenlemelerine tabi olup; hisseleri sırasıyla 9 Aralık 1999 ve 9 Nisan 2010 tarihinde borsada işlem görmeye başlamıştır. Değerleme tarihi itibarıyla İş GYO ve TSKB GYO'nun fiili dolaşımdaki pay oranları sırasıyla %47.34 ve %22.82'dir.
- Soldaki grafikte İş GYO ve TSKB GYO'nun birleşme KAP ilan tarihi olan 18 Kasım 2016 tarihinden 12 ay öncesini ve 5 ay sonrasını kapsayan düzeltilmiş günlük hisse kapanış fiyatlarıyla birlikte BIST 100 endeksi gösterilmiştir.
- Birleşme KAP ilan tarihi itibarıyla İş GYO'nun düzeltilmiş hisse kapanış fiyatı 1.33 TL, TSKB GYO'nun hisse kapanış fiyatı ise 0.63 TL'dir.
- İş GYO'nun birleşme KAP ilan tarihi öncesi 12 aylık süreçte düzeltilmiş günlük hisse kapanış fiyatlarının aritmetik ortalaması 1.38 TL iken TSKB GYO için bu değer 0.63 TL'dir.
- Aynı şekilde birleşme KAP ilan tarihi sonrası 5 aylık süreçte düzeltilmiş günlük hisse kapanış fiyatlarının aritmetik ortalaması İş GYO için 1.36 TL iken TSKB GYO için 0.65 TL'dir.
- Birleşme oranı, birleşme ilan tarihi öncesindeki 12 aylık süreç için %93.44 olarak hesaplanmaktayken birleşme ilan tarihi sonrasındaki 5 aylık süreç için %93.01 olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa Yaklaşımı | Piyasa Değeri

Piyasa değeri metodolojisi

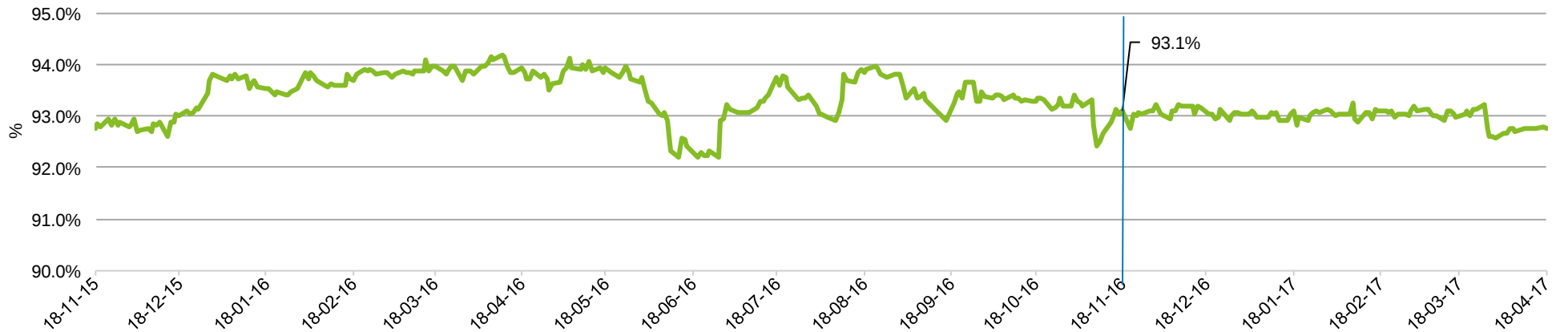
	Birleşme Oranı (%)	Piyasa Değeri (TL'm)	
		İş GYO	TSKB GYO
Önceki 12 ay	93.44%	1,341.1	94.1
Önceki 3 ay	93.35%	1,351.4	96.3
Önceki 1 ay	93.12%	1,319.0	97.4
Birleşme İlan Tarihi 18.11.2016	93.10%	1,275.0	94.5
Sonraki 1 ay	93.09%	1,261.2	93.6
Sonraki 3 ay	93.05%	1,296.8	96.8
Sonraki 5 ay	93.01%	1,297.5	97.5

Kaynak: Capital IQ

Birleşme Oranı

- Piyasa değeri yöntemine göre ortalama piyasa değerleri üzerinden son 1 aylık, 3 aylık ve 12 aylık hesaplanan birleşme oranları ve Şirketler'in piyasa değerleri soldaki tabloda görülmektedir.
- Birleşme KAP ilan tarihi olan 18 Kasım 2016 tarihinde gerçekleşen piyasa değerlerine göre oluşan birleşme oranı %93.10'dur.
- Birleşme oranı, birleşme KAP ilan tarihinden sonraki 1 ay, 3 ay ve 5 ay kontrol amaçlı olarak incelenmiş ve birleşme oranlarında ciddi bir değişiklik gözlenmemiştir.
- Aşağıdaki grafikte ise birleşme KAP ilan tarihinden önceki 12 aylık dönem ve sonraki 5 aylık dönemde oluşan birleşme oranları günlük bazda detaylı şekilde gösterilmiştir.

Birleşme Oranı



Kaynak: Capital IQ

Piyasa Yaklaşımı | Piyasa Değeri

Son 1 aylık, 3 aylık ve 12 aylık ortalamalara göre birleşme oranları

Piyasa Değeri (Son 1 Aylık Ortalama)

TL	İş GYO	TSKB GYO
Ödenmiş sermaye	913,750,000	150,000,000
Özsermaye değeri (I)	1,318,977,785	97,434,783
Düzeltilmeler (II)	(63,750,000)	-
Nakit temettü dağıtımı	(63,750,000)	-
Birleşmeye esas değer (I+II)	1,255,227,785	97,434,783

Piyasa Değeri (Son 3 Aylık Ortalama)

TL	İş GYO	TSKB GYO
Ödenmiş sermaye	913,750,000	150,000,000
Özsermaye değeri (I)	1,351,357,913	96,250,000
Düzeltilmeler (II)	(63,750,000)	-
Nakit temettü dağıtımı	(63,750,000)	-
Birleşmeye esas değer (I+II)	1,287,607,913	96,250,000

Piyasa Değeri (Son 12 Aylık Ortalama)

TL	İş GYO	TSKB GYO
Ödenmiş sermaye	913,750,000	150,000,000
Özsermaye değeri (I)	1,341,093,483	94,083,333
Düzeltilmeler (II)	(63,750,000)	-
Nakit temettü dağıtımı	(63,750,000)	-
Birleşmeye esas değer (I+II)	1,277,343,483	94,083,333

Birleşme Oranı

Piyasa değeri yöntemi (son 1 aylık ortalama)

Birleşme oranı	$= \frac{1,255,227,785 (A)}{1,352,662,568 (A+B)} = 92.80\%$
Birleşme sonrası sermaye	$= \frac{913,750,000 (C)}{92.80\%} = 984,678,188$
Artırılacak sermaye	$= \frac{984,678,188 - 913,750,000}{913,750,000} = 70,928,188$
Değişim oranı	$= \frac{70,928,188}{150,000,000} = 0.47285459$

Birleşme Oranı

Piyasa değeri yöntemi (son 3 aylık ortalama)

Birleşme oranı	$= \frac{1,287,607,913 (A)}{1,383,857,913 (A+B)} = 93.04\%$
Birleşme sonrası sermaye	$= \frac{913,750,000 (C)}{93.04\%} = 982,053,741$
Artırılacak sermaye	$= \frac{982,053,741 - 913,750,000}{913,750,000} = 68,303,741$
Değişim oranı	$= \frac{68,303,741}{150,000,000} = 0.45535827$

Birleşme Oranı

Piyasa değeri yöntemi (son 12 aylık ortalama)

Birleşme oranı	$= \frac{1,277,343,483 (A)}{1,371,426,816 (A+B)} = 93.14\%$
Birleşme sonrası sermaye	$= \frac{913,750,000 (C)}{93.14\%} = 981,052,685$
Artırılacak sermaye	$= \frac{981,052,685 - 913,750,000}{913,750,000} = 67,302,685$
Değişim oranı	$= \frac{67,302,685}{150,000,000} = 0.44868457$

Son 1 aylık, 3 aylık ve 12 aylık ortalamalara göre sonuçlar

- Değerleme tarihi ile rapor tarihi arasında gerçekleşen İş GYO'nun 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından karşılanmak üzere 63,750,000 TL nakit temettü 28 Mart 2017 tarihinde dağıtılmıştır. Bu kapsamda İş GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihli özsermaye değeri üzerine nakit temettü dağıtımına ilişkin düzeltme yapılmıştır.
- Son 1 aylık, 3 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değeri ve İş GYO için nakit temettü dağıtımına ilişkin düzeltme dikkate alınarak hesaplanan birleşme oranları sırasıyla %92.80, %93.04 ve %93.14, birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarı sırasıyla 984,678,188 TL, 982,053,741 TL ve 981,052,685 TL'dir.
- Artırılacak sermaye tutarları ise sırasıyla 70,928,188 TL, 68,303,741 TL ve 67,302,685 TL olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa Yaklaşımı | Piyasa Değeri

Piyasa değeri yönteminin sonucu

Piyasa Değeri Sonucu

TL	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık	Sonuç
Birleşme oranı	92.80%	93.04%	93.14%	92.99%
İş GYO Özsermaye değeri	1,255,227,785	1,287,607,913	1,277,343,483	1,273,393,060
TSKB GYO Özsermaye değeri	97,434,783	96,250,000	94,083,333	95,922,705
Birleşme sonrası sermaye	984,678,188	982,053,741	981,052,685	982,581,357
İş GYO Ödenmiş sermaye	913,750,000	913,750,000	913,750,000	913,750,000
TSKB GYO Ödenmiş sermaye	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000
Değişim oranı	0.47285459	0.45535827	0.44868457	0.45887571
Artırılacak sermaye	70,928,188	68,303,741	67,302,685	68,831,357
Yöntem ağırlığı	33.3%	33.3%	33.3%	100.0%

Piyasa Değeri Yönteminin Sonucu

- Şirketler'in birleşme oranı, birleşme KAP ilan tarihi olan 18 Kasım 2016 öncesindeki son 1 aylık, 3 aylık ve 12 aylık ortalama piyasa değerlerine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır.
- Piyasa değeri yöntemi nihai sonucu hesaplanırken yukarıda bahsedilen 3 farklı sonuca eşit oranda ağırlık verilmiştir.
- Böylece piyasa değeri yöntemine göre hesaplanan birleşme oranı %92.99, birleşme sonrası ulaşılacak sermaye tutarı 982,581,357 TL, değişim oranı 0.45887571 ve artırılacak sermaye ise 68,831,357 TL'dir.

Maliyet Yaklaşımı

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Maliyet Yaklaşımı | Düzeltilmiş Net Aktif Değer

Düzeltilmiş net aktif değer yönteminin sonucu

Düzeltilmiş Net Aktif Değer

TL	İş GYO	TSKB GYO
Ödenmiş sermaye	913,750,000	150,000,000
Özsermaye değeri (I)	3,161,345,656	192,899,532
Nakit temettüye ilişkin düzeltme (II)	(63,750,000)	-
Birleşmeye esas değer (I+II)	3,097,595,656	192,899,532

Birleşme Oranı

Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi

Birleşme oranı	= $\frac{3,097,595,656 \text{ (A)}}{3,290,495,188 \text{ (A+B)}}$	= 94.14%
Birleşme sonrası sermaye	= $\frac{913,750,000 \text{ (C)}}{94.14\%}$	= 970,652,826
Artırılacak sermaye	= 970,652,826 - 913,750,000	= 56,902,826
Değişim oranı	= $\frac{56,902,826}{150,000,000}$	= 0.37935217

Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yönteminin Sonucu

- Şirketler'in, SPK'nın II-14.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri uyarınca Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGK") tarafından yayımlanan ve yürürlüğe girmiş olan Türkiye Muhasebe Standartları'na ("TMS") uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2016 tarihli finansal tabloları birleşmeye esas alınmıştır.
- Her iki şirket için geçerli olmak üzere aktif toplamının en büyük kalemi olan yatırım amaçlı gayrimenkuller TMS 40 "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" standardı çerçevesinde gerçeğe uygun değerleriyle ölçülmektedir.
- İş GYO ve TSKB GYO bünyesinde bulunan varlık ve yükümlülükler gerçeğe uygun değerleriyle finansal tablolara yansıtıldığından, düzeltilmiş net aktif değer yöntemi kapsamında İş GYO ve TSKB GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihli finansal tablolarında yer alan özsermaye tutarları dikkate alınmıştır.
- Değerleme tarihi ile rapor tarihi arasında gerçekleşen İş GYO'nun 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından karşılanmak üzere 63.75 milyon TL nakit temettü dağıtılmasına karar verilmiştir. 63.75 milyon TL nakit temettü 28 Mart 2017 tarihinde dağıtılmıştır. Bu kapsamda nakit temettü dağıtımına ilişkin düzeltme yapılmıştır.
- 27 Nisan 2017 tarihli 63.75 milyon TL bedelsiz sermaye artırımını, toplam özsermaye tutarında bir değişikliğe yol açmadığından bedelsiz sermaye artırımına ilişkin düzeltme yapılmamıştır.
- Düzeltilmiş net aktif değer yöntemine göre hesaplanan birleşme oranı %94.14, birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarı 970,652,826 TL ve değişim oranı 0.37935217 olarak hesaplanmaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Gelir Yaklaşımı | İŞ GYO

Değerleme çalışmasına konu olan varsayımlar

Varsayımlar	Açıklamalar
Projeksiyonlar	- Çalışma kapsamında kullanılan 2017-2021 yıllarını kapsayan projeksiyonlar İŞ GYO yönetimi tarafından temin edilmiştir. - Projeksiyonlar 2017-2021 yıllarını kapsamakta olup para birimi olarak Türk Lirası ("TL") kullanılmıştır.
Gelir ve Gider Projeksiyonları	- İŞ GYO'nun mevcut ve prospektif projeleri birbirinden farklı özellikler taşıması nedeniyle, projeksiyon çalışması kapsamında İŞ GYO tarafından projeler için farklı gelir ve gider varsayımları kullanılmıştır. - Kira gelir projeksiyonlarında kullanılan metrekare kira artış oranları EIU'nun rapor tarihli Üretici Fiyat Endeksi ("ÜFE") ve Tüketici Fiyat Endeksi ("TÜFE") tahminlerine dayanmaktadır. EIU'nun ÜFE ve TÜFE tahminleri sayfa 9'da yer almaktadır. - Gelir ve gider projeksiyonlarına ilişkin detaylı açıklamalar devam eden sayfada bulunmaktadır.
İşletme Sermayesi	İŞ GYO Yönetimi tarafından paylaşılan projeksiyonların nakit bazlı olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca serbest nakit akımları hesaplamalarında işletme sermayesi hesaplanmamıştır.
Ödenecek KDV	İŞ GYO'nun değerleme tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan yaklaşık 103.3 milyon TL devreden KDV tutarının, Şirket'in yatırım harcamalarının devam etmesi nedeniyle 2019 yılına kadar artmaya devam ederek 191.4 milyon TL'ye yükselmesi ve 2020 yılından itibaren bu tutarın azalmaya başlayacağı öngörülmektedir.
Yatırımlar	Mevcut projeler için gerçekleştirilmesi planlanan yatırım harcamalarının proje başlangıç tarihinde yapılacağı öngörülmüştür.
Vergi	5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu madde 5/1(d) (4)'e göre, gayrimenkul yatırım ortaklığından elde edilen kazançlar Kurumlar Vergisi'nden istisna tutulmuştur. Bu istisna ayrıca ara dönem Geçici Vergi için de uygulanmaktadır.
Devam Eden Değer	- Devam eden değer hesaplamasında, İŞ GYO'nun faaliyetlerini gelecekte süresiz bir şekilde devam ettireceği varsayılmıştır. Bu nedenle, devam eden değer hesaplamalarında kira gelirlerinin devam eden büyüme oranıyla; işletme giderleri ve yenileme yatırımlarının enflasyon oranıyla artacağı; proje satış gelirlerinin ise İŞ GYO yönetimi öngörülerine istinaden 2021 yılından sonraki dönemde yıllık olarak ortalama 142.5 milyon TL seviyesinde devam edeceği varsayılmıştır. - Proje yatırım harcamalarının İŞ GYO yönetimi tarafından yapılan açıklamalar neticesinde projeksiyon döneminin ötesinde İŞ GYO'nun 4 yılda bir yaklaşık 200 milyon TL tutarında arsa, 250 milyon TL tutarında ise geliştirme ve inşaat yatırımı yapacağı öngörülmüştür. Dört yılda bir gerçekleşmesi beklenen toplam yatırım tutarının devam eden değer hesaplaması çerçevesinde yıllık ortalama 112.5 milyon TL seviyesinde olacağı öngörülmüştür. - Kira gelirlerinin ve gayrimenkul değer artışlarının uzun vadede enflasyonun üzerinde reel getiri yaratması beklendiğinden devam eden büyüme oranı hesaplanırken EIU'nun uzun vadeli enflasyon oranı ve reel GSYİH büyüme oranı beklentileri dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı | İNA - İŞ GYO

İŞ GYO – Gelir ve gider varsayımları

Gelir Projeksiyonları

TL'000	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2017-21 YBBO (%)
Kira gelirleri toplamı	200,308	237,465	295,647	320,439	365,975	16.3%
Mevcut Portföy Kira Gelirleri	190,318	216,752	251,296	267,022	279,008	10.0%
Ege Perla AVM Kira Geliri	9,990	17,573	20,654	22,306	24,090	24.6%
Kartal Kira Gelirleri	-	3,140	18,239	24,289	28,538	-
İstanbul Finans Merkezi Kira Gelirleri	-	-	-	-	27,552	-
Kadıköy Otel Kira Gelirleri	-	-	5,459	6,822	6,787	-
Projeler satış gelirleri	358,439	581,977	454,296	460,590	325,706	(2.4%)
Ege Perla Konut/Ofis Satışları	19,294	30,624	25,772	25,697	31,329	12.9%
Kartal Konut Satış Gelirleri (Brüt)	84,475	285,340	74,520	66,172	97,318	3.6%
Topkapı Konut/Ticari Satışları	159,457	146,998	79,744	7,078	726	(74.0%)
Tuzla Konut/Ticari Satış Gelirleri	75,413	67,453	152,642	237,993	136,412	16.0%
Altunizade Konut Satış Gelirleri	19,800	51,563	121,619	123,649	59,921	31.9%
Hasılat	558,747	819,442	749,943	781,029	691,680	5.5%

Gider Projeksiyonları

TL'000	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2017-21 YBBO (%)
İşletme giderleri	33,751	49,549	47,435	42,997	46,726	8.5%
Vergi resim ve harç	7,257	7,940	8,689	9,511	10,413	9.4%
Sigorta	2,930	3,195	3,484	3,800	4,145	9.1%
Toplam işletme giderleri	43,938	60,683	59,608	56,308	61,284	8.7%
Toplam genel yönetim giderleri	19,026	20,928	23,021	25,323	27,855	10.0%
İşletme ve faaliyet giderleri	62,964	81,612	82,629	81,631	89,140	9.1%

Satışlar

- İŞ GYO yönetimi tarafından hazırlanan nakit bazlı gelir ve gider projeksiyonları yanda sunulmaktadır.
- İŞ GYO gelir projeksiyonları kira ve proje satış gelirlerinden oluşmaktadır.
- Kira gelirleri içerisinde yer alan “Mevcut portföy kira gelirleri” İŞ GYO bünyesinde faal olan mevcut projeleri kapsamaktadır. Portföye ait kira gelir projeksiyonları Ek 3’te bulunmaktadır.
- Yapılmakta olan yatırıma amaçlı gayrimenkullere ilişkin kira gelir projeksiyonları, İŞ GYO bünyesinde yapılmış fizibilite çalışmalarına dayanmaktadır. Projelerin tahmini bitiş tarihleri, doluluk oranları gibi faktörler göz önüne alınarak yapılmaktadır.
- Proje satış gelirleri ise projelerin satış varsayımları göz önüne alınarak İŞ GYO’nun fizibilite çalışmaları neticesinde hesaplanmaktadır.

İşletme ve Faaliyet Giderleri

- İŞ GYO’nun projeksiyon dönemi boyunca tahmini işletme ve faaliyet giderleri yandaki tabloda gösterilmiştir.
- Konut satış maliyetleri ve yatırım amaçlı gayrimenkul satış maliyetleri, satışların maliyetleri içerisinde gösterilmemiştir. Projeksiyon çalışmasının nakit esasına dayalı olması neticesinde söz konusu maliyetler, proje harcamaları / yatırımlar kalemi altında gösterilmektedir.

Gelir Yaklaşımı | İNA - İş GYO

İş GYO - Değerleme sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı

TL'000	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	Devam ed. değer
Hasılat	558,747	819,442	749,943	781,029	691,680	537,753
İşletme ve faaliyet giderleri	(62,964)	(81,612)	(82,629)	(81,631)	(89,140)	(93,775)
Net Faaliyet Karı	495,783	737,831	667,314	699,397	602,541	443,978
Yatırımlar	(579,655)	(583,277)	(456,694)	(133,633)	(65,862)	(117,900)
Ödenecek vergiler	(91,168)	(27,526)	(56,616)	15,845	58,524	-
Serbest nakit akımı	(175,040)	127,028	154,004	581,610	595,202	326,078
Devam eden serbest nakit akımları						5,022,325
Devam eden büyüme oranı	8.0%					
İskonto yıl sayısı	1	2	3	4	5	5
İskonto faktörü	14.5%	0.8734	0.7629	0.6663	0.5820	0.5083
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	(152,883)	96,905	102,612	338,472	302,537	2,552,810

Değerleme Sonuçları

TL'000	
İNA toplamı	687,642
Devam eden değer	2,552,810
Şirket Değeri	3,240,452
Net finansal pozisyon	(991,149)
Özsermaye Değeri	2,249,303

Duyarlılık Analizi

TL'000	AOSM			
		13.5%	14.5%	15.5%
Devam eden büyüme	7.0%	2,362,999	1,884,102	1,516,956
	8.0%	2,878,142	2,249,303	1,787,033
	9.0%	3,622,616	2,747,484	2,140,306

İNA Sonucu – İş GYO

- Açıklanan varsayımlar ve beklentiler dahilinde İş GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri 2,249,303 bin TL'dir.
- Uygulanan iskonto oranı ve devam eden büyüme oranının +/- %1 puan değişimine göre duyarlılık çalışması oluşturulmuştur.
- Net finansal pozisyon hesaplamaları Ek 5'te sunulmaktadır.
- Devam eden serbest nakit akımlarının hesaplamasına ilişkin açıklamalar Ek 2'te yer almaktadır.
- AOSM (iskonto oranı) hesaplamasına ilişkin detaylar sayfa 41'de yer almaktadır.

Gelir Yaklaşımı | TSKB GYO

Değerleme çalışmasına konu olan varsayımlar

Varsayımlar	Açıklamalar
Projeksiyonlar	- Çalışma kapsamında kullanılan 2017-2021 yıllarını kapsayan projeksiyonlar TSKB GYO yönetimi tarafından temin edilmiştir. - Projeksiyonlar 2017-2021 yıllarını kapsamakta olup para birimi olarak TL kullanılmıştır.
Gelir ve Gider Projeksiyonları	- TSKB GYO'nun mevcut projeleri birbirinden farklı özellikler taşıması nedeniyle, projeksiyon çalışması kapsamında TSKB GYO tarafından projeler için farklı gelir ve gider varsayımları kullanılmıştır. - Kira gelir projeksiyonları enflasyon artışı, doluluk oranları ve projelerin değer artışları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. TSKB GYO Yönetimi tarafından şirket portföyünde yer alan Tahir Han ofis binasının 2018 yılında satılacağı varsayılmaktadır. Pendorya AVM'deki ilave alanlara yapılacak konut projesiyle birlikte 2018 yılından itibaren satış gelirleri elde edilmesi beklenmektedir. - Gelir ve gider projeksiyonlarına ilişkin detaylı açıklamalar devam eden sayfada bulunmaktadır.
Yatırımlar	Pendorya AVM için 2017 yılında 1 milyon TL ve ilave alanlara yapılacak konut projesi içinde 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 9 ve 14.5 milyon TL'lik yatırım yapılması planlanmaktadır.
İşletme Sermayesi	TSKB GYO Yönetimi tarafından paylaşılan projeksiyonların nakit bazlı olduğu belirtilmiştir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca serbest nakit akımları hesaplamalarında işletme sermayesi hesaplanmamıştır.
Ödenecek KDV	TSKB GYO'nun değerleme tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan 9.6 milyon TL devreden KDV tutarının, özellikle 2018 yılında beklenen yüksek hasılat nedeniyle 2 yıl içinde eriyeceği öngörülmektedir.
Vergi	5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu madde 5/1(d) (4)'e göre, gayrimenkul yatırım ortaklığından elde edilen kazançlar Kurumlar Vergisi'nden istisna tutulmuştur. Bu istisna ayrıca ara dönem Geçici Vergi için de uygulanmaktadır.
Devam Eden Değer	- Devam eden değer hesaplamasında, TSKB GYO'nun faaliyetlerini gelecekte süresiz bir şekilde devam ettireceği varsayılmıştır. Bu nedenle, hasılatın devam eden büyüme oranıyla; işletme ve faaliyet giderlerinin enflasyon oranıyla artacağı varsayılmıştır. - TSKB GYO Yönetimi tarafından Fındıklı-Kabataş hattında yapılmakta olan projelerin tamamlanmasıyla birlikte bölgedeki kira fiyatlarında enflasyon artışının dışında önemli yükselişlerin yaşanması öngörülmektedir. Bu çerçevede kira artışlarının, Fındıklı Binalarında kira sözleşmesinin 5 yıllık dönemler halinde yapılması nedeniyle 2022 yılında yansıtacağı varsayılmıştır. - TSKB GYO yönetimi tarafından yapılan açıklamalar neticesinde Şirketin projeksiyon döneminin ötesinde yatırım tutarının 279 bin TL seviyesinde olacağı öngörülmüştür. - Kira gelirlerinin ve gayrimenkul değer artışlarının uzun vadede enflasyonun üzerinde reel getiri yaratması beklendiğinden devam eden büyüme oranı hesaplanırken EIU'nun uzun vadeli enflasyon oranı ve reel GSYİH büyüme oranı beklentileri dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı | İNA - TSKB GYO

TSKB GYO – Gelir ve gider varsayımları

Gelir ve Gider Projeksiyonları

TL'000	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2016-21T %YBBO
Hasılat	20,121	59,355	52,601	45,596	34,791	15.2%
Pendorya	8,216	11,427	12,755	13,250	13,726	14.9%
Pendorya AVM ilave alan gelirleri		2,603	22,479	13,575	982	
Yansıtma Geliri	2,327	2,664	2,903	3,129	3,379	10.1%
Fındıklı	8,485	11,082	11,803	12,510	13,262	11.5%
Tahirhan	34	29,157	-	-	-	n/a
Divan Adana	1,059	2,422	2,662	3,133	3,443	46.7%
Satışların maliyeti	(7,715)	(8,301)	(8,744)	(9,242)	(9,723)	(8.0%)
Brüt Kar/(Zarar)	12,406	51,054	43,857	36,354	25,068	18.9%
Faaliyet giderleri	(3,180)	(3,468)	(3,768)	(3,983)	(4,190)	(2.8%)
Genel yönetim giderleri	(2,780)	(3,038)	(3,311)	(3,500)	(3,682)	(3.1%)
Pazarlama giderleri	(400)	(430)	(457)	(483)	(508)	(0.7%)
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	9,226	47,585	40,089	32,370	20,878	1.3%

Gelir ve Gider Projeksiyonları

- TSKB GYO yönetimi tarafından hazırlanan nakit bazlı gelir ve gider projeksiyonları yukarıda sunulmaktadır.
- Değerleme tarihi itibarıyla TSKB GYO mevcut portföyünde bulunan projelerden yalnızca kira geliri elde etmektedir. Projeksiyon dönemindeyse Pendorya AVM projesinde sahip olunan arsa üzerinde yapılacak konut projesiyle 2018 yılından itibaren konut satış geliri elde edileceği varsayılmaktadır.

İşletme ve Faaliyet Giderleri

- Satışların maliyetinin 2017 yılında %16.5, 2018 yılından itibaren ise EIU'nun beklenen enflasyon oranlarıyla artacağı öngörülmektedir.
- 2017 ve 2018 yıllarına genel yönetim gider projeksiyonlarının yaklaşık %9 oranında, geri kalan dönemlerde ise EIU'nun beklenen enflasyon oranları göz önüne alınarak 2020 yılında %5.7, 2021 yılında ise %5.2 oranında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Satışlar

- Pendorya AVM'ye ait kira gelir projeksiyonları incelendiğinde 2018 yılında 2017 yılına nazaran %39 oranında bir artış öngörülmektedir. Bu artışın en önemli nedenleri, AVM'nin doluluk oranının 2018 yılından itibaren %5 puan artarak %95 seviyesine yükseleceği ve döviz bazlı kira gelirlerinin döviz kurundaki öngörülen artış sebebiyle artacağı varsayımları bulunmaktadır.
- Şirket yönetimi, Tahir Han ofis binasıyla ilgili izale-i şuyu davasının 2018 yılında sonuçlanacağını ve binanın 2018 yılında satılacağını öngörmektedir.
- Fındıklı Binalarında yıllık ÜFE+%1 oranındaki artışı içeren kira kontratlarının 2017 yılının sonunda biteceği belirtilmiştir. 2018 yılında rayiç kira bedellerinin uygulanacağı beklentisiyle Fındıklı kira gelirlerinde yaklaşık %30.6 oranında bir artış öngörülmektedir.
- TSKB GYO Yönetimi tarafından Fındıklı-Kabataş hattında yapılmakta olan projelerin (Martı projesi, Galataport projesi, sahil metro hattı projesi, Kabataş sahil hattı araç trafiğinin yeraltına alınması ve yayalaştırma projesi, Üsküdar-Kabataş yeraltı bağlantı projesi gibi) tamamlanmasıyla bölgedeki kira fiyatlarında enflasyon artışının dışında önemli yükselişlerin yaşanması öngörülmektedir. Bu çerçevede kira artışlarının, Fındıklı Binalarında kira sözleşmesinin 5 yıllık dönemler halinde yapılması nedeniyle 2022 yılında yansıtacağı varsayılmıştır.
- Divan Adana Oteli'nin kira gelirlerinde 2017 ve 2018 yıllarında ciddi bir artış öngörülmektedir. Şirket yönetimince 2016 yılının Divan Adana otelinin faaliyet gösterdiği ilk tam yıl olması nedeniyle düşük olan doluluk oranının 2017 yılında %55, 2018 yılından itibaren %70 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı | İNA - TSKB GYO

TSKB GYO - Değerleme sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı

TL'000	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	Devam ed. değer
Hasılat	20,121	59,355	52,601	45,596	34,791	40,890
İşletme ve faaliyet giderleri	(10,895)	(11,770)	(12,512)	(13,226)	(13,913)	(14,637)
Net faaliyet karı / (zararı)	9,226	47,585	40,089	32,370	20,878	26,253
Yatırımlar	(1,000)	(9,260)	(14,718)	(252)	(266)	(279)
Devreden KDV değişimi	2,301	7,786	(36)	106	(168)	-
Serbest nakit akımı	10,527	46,112	25,336	32,224	20,444	25,974
Devam eden serbest nakit akımları						371,451
Devam eden büyüme oranı	8.0%					
İskonto yıl sayısı	1	2	3	4	5	5
İskonto faktörü	15.0%	0.8696	0.7562	0.6576	0.5719	0.4973
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	9,154	34,872	16,662	18,429	10,168	184,736

Değerleme Sonuçları

TL'000	
İNA toplamı	89,284
Devam eden değer	184,736
Şirket Değeri	274,021
Net finansal pozisyon	(230,387)
Özsermaye Değeri	43,633

Duyarlılık Analizi

TL'000		AOSM		
		14.0%	15.0%	16.0%
Devam eden büyüme	7.0%	52,526	19,180	(6,843)
	8.0%	86,330	43,633	11,509
	9.0%	133,675	76,248	35,110

İNA Sonucu – TSKB GYO

- Açıklanan varsayımlar ve beklentiler dahilinde TSKB GYO'nun 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanan özsermaye değeri 43,633 bin TL'dir.
- Uygulanan iskonto oranı ve devam eden büyüme oranının +/- %1 puan değişimine göre duyarlılık çalışması oluşturulmuştur.
- Net finansal pozisyon hesaplamaları Ek 5'te sunulmaktadır.
- Devam eden serbest nakit akımlarının hesaplamasına ilişkin açıklamalar Ek 2'te yer almaktadır.
- AOSM (iskonto oranı) hesaplamasına ilişkin detaylar sayfa 41'de yer almaktadır.

Gelir Yaklaşımı | İNA Sonucu

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Sonucu

TL	İş GYO	TSKB GYO
Ödenmiş sermaye	913,750,000	150,000,000
Özsermaye değeri	2,249,303,198	43,633,362
Birleşmeye esas değer	2,249,303,198	43,633,362

Birleşme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemi

Birleşme Oranı	=	$\frac{2,249,303,198 \text{ (A)}}{2,292,936,560 \text{ (A+B)}}$	=	98.10%
Birleşme sonrası sermaye	=	$\frac{913,750,000 \text{ (C)}}{98.10\%}$	=	931,475,482
Artırılacak sermaye	=	$931,475,482 - 913,750,000$	=	17,725,482
Değişim oranı	=	$\frac{17,725,482}{150,000,000}$	=	0.11816988

İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Sonucu

- Gelir yaklaşımı kapsamında kullanılan indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre İş GYO'nun özsermaye değeri 2,249,303,198 TL, TSKB GYO'nun özsermaye değeri ise 43,633,362 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Böylece İNA yöntemine göre hesaplanan birleşme oranı %98.10, birleşme sonrası ulaşılacak sermaye tutarı 931,475,482 TL, değişim oranı 0.11816988 ve artırılacak sermaye ise 17,725,482 TL'dir.

Gelir Yaklaşımı | AOSM

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ilişkin açıklamalar

AOSM Hesaplaması

	Kod	İŞ GYO	TSKB GYO	Ref.
Sermaye maliyeti				
Risksiz yatırım getirisi	Rf	10.3%	10.3%	[a]
Sermaye yatırımları için ek getiri	Rm-Rf	6.0%	6.0%	[b]
Beta (kaldıraçlı)	β	0.68	0.68	[c]
Ek şirket risk primi	Rs	1.0%	1.5%	[b]
Sermaye maliyeti	Ke	15.3%	15.8%	
Borçlanma maliyeti				
Borçlanma baz oranı	Rf	10.3%	10.3%	[a]
Borç primi	S	2.5%	3.0%	[b]
Vergi oranı	t	-	-	[d]
Borçlanma maliyeti (vergi öncesi)	Kd	12.8%	13.3%	
Özsermaye Finansman payı	E / EnV	66.7%	66.7%	[c]
Borç Finansman payı	D / EnV	33.3%	33.3%	[c]
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		14.5%	15.0%	

Kaynak: Capital IQ, Deloitte Kaynakları

Kaynaklar

- [a] 24/02/2027 vadeli TL cinsinden T.C. devlet tahvili getirisi (Değerleme tarihi itibarıyla)
- [b] Deloitte girdisi
- [c] Türkiye GYO sektör ortalaması
- [d] Gayrimenkul yatırım ortaklığından elde edilen kazançlar Kurumlar Vergisi'nden istisna tutulmuştur.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

- Çalışmamızda iskonto oranı olarak, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli ("SVFM", "CAPM") kapsamında birleşmeye taraf şirketler için ayrı ayrı hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmıştır.
- AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:
 - Özsermayenin piyasa değerinin beklenen maliyet oranı
 - Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı
- AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$AOSM = (K_e \times E/EV) + (K_d \times (1-t) \times D/EV)$$

K_e	– özsermaye maliyeti
K_d	– borçlanma maliyeti (vergi öncesi)
$E/EV, D/EV$	– hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı
t	– marjinal vergi oranı

- Özsermaye maliyeti (" K_e ") CAPM baz alınarak hesaplanmıştır.

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

R_f	– risksiz yatırım getirisi
β	– beta
$R_m - R_f$	– hisse risk primi
R_s	– ek şirket risk primi

Sonuç

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45

Sonuç | Değerleme Sonucu

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

- SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliğinin ("Tebliğ") 7'nci maddesi kapsamında, İş GYO ve TSKB GYO'nun birleşme işleminde birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarı UDS'ye göre kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.
- Bu çerçevede piyasa yaklaşımı kapsamında piyasa değeri yöntemi, maliyet yaklaşımı kapsamında düzeltilmiş net aktif değer yöntemi ve gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımı yöntemi olmak üzere üç farklı yöntem uygulanmıştır.
- UDS'de pazar yaklaşımı, "gösterge niteliğindeki değerin, değerlendirme konusu varlıkla fiyat bilgisi mevcut olan aynı veya benzer varlıklar ile karşılaştırmalı olarak belirlenmesini sağlar" ifadesi kullanılmıştır. Birleşmeye taraf Şirketler'in her ikisinin payları Borsa İstanbul'da işlem görmektedir ve payların Borsa İstanbul'da alınıp satılması konusunda herhangi bir kısıtlama yoktur. Ancak piyasada oluşan fiyatlar spekülasyon olabilmektedir ve kısa dönemde dalgalanma gösterebilmektedir. Ve fakat, piyasada gerçekleşen ve doğrudan gözlemlenebilen işlemlere göre oluşan piyasa değerleri, Şirketler'in özsermayelerinin pazar değerinin tespitinde objektif bir yöntem olarak öne çıkmaktadır. Bu nedenle piyasa değeri yöntemine %40 ağırlık atanmıştır.
- Şirketler'in, SPK'nın II-14.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri uyarınca Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGGK") tarafından yayımlanan ve yürürlüğe girmiş olan Türkiye Muhasebe Standartları'na ("TMS") uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2016 tarihli finansal tabloları birleşmeye esas alınmıştır. Her iki şirket için geçerli olmak üzere aktif toplamının en büyük kalemi olan yatırım amaçlı gayrimenkuller TMS 40 "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" standardı çerçevesinde gerçeğe uygun değerleriyle ölçülmektedir. Bu durum Şirketler'in bilançolarında görülen özkaynaklarının gerçeğe uygun değerlerine en yakın değerle gösterildiğine dair bir göstergedir. Sonuç olarak UDS'ye göre maliyet yaklaşımı altında düzeltilmiş net aktif değer yöntemine %30 ağırlık verilmiştir.

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri (devamı)

- Üçüncü yöntem olarak gelir yaklaşımı altında yer alan indirgenmiş nakit akımı ("İNA") yöntemi seçilmiştir. Bu yöntem şirketin gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecekle ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir. Şirkete özel büyüme ve nakit akım tahminlerine dayalı bir yöntem olması sebebiyle yatırımcılar tarafından en sık tercih edilen yöntemdir.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkuller kira geliri elde etmenin yanında değer artışı beklentisiyle beraber portföylerde tutulmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkuller TMS uyarınca gerçeğe uygun değerleriyle ölçülmektedir ve değer artışı olması durumunda şirket gelir elde etmektedir. Ancak bu gelir nakit girişi yaratmayan bir gelirdir ve nakit girişi, ilgili gayrimenkulün satışına bağlıdır. İlgili gayrimenkule ilişkin satış tasarrufunun olup olmadığı ve bu tasarrufun ne zaman kullanılacağı konusunda belirsizlik bulunmaktadır ve bu konuda yapılan tahminler subjektivite içermektedir. Ayrıca, kira sözleşmelerinin uzun vadeli olması nedeniyle değer artışlarının kira gelirlerine yansımadaki gecikme de nakit akışlarının zamanlamasının tahmin edilmesini zorlaştıran bir başka unsurdur.
- İNA yönteminin yukarıda bahsedilen avantajları ve dezavantajları değerlendirilerek %30 ağırlık verilmiştir.

Sonuç | Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu

TL	Piyasa Yaklaşımı	Maliyet Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Sonuç
	Piyasa Değeri	Düzeltilmiş Net Aktif Değer	İNA	
Birleşme oranı	92.99%	94.14%	98.10%	95.08%
Özsermaye değeri - İş GYO	1,273,393,060	3,097,595,656	2,249,303,198	2,113,426,880
Özsermaye değeri - TSKB GYO	95,922,705	192,899,532	43,633,362	109,328,950
Birleşme sonrası sermaye	982,581,357	970,652,826	931,475,482	961,018,883
Ödenmiş sermaye - İş GYO	913,750,000	913,750,000	913,750,000	913,750,000
Ödenmiş sermaye - TSKB GYO	150,000,000	150,000,000	150,000,000	150,000,000
Değişim oranı	0.45887571	0.37935217	0.11816988	0.31512588
Artırılacak sermaye	68,831,357	56,902,826	17,725,482	47,268,883
Yöntem ağırlığı	40%	30%	30%	100%

Hesaplama yöntemi

Birleşme oranı	=	$\frac{A}{A + B}$
Birleşme sonrası sermaye	=	$\frac{C}{\text{Birleşme oranı}}$
Artırılacak sermaye	=	$\text{Birleşme sonrası sermaye} - C$
Değişim oranı	=	$\frac{\text{Artırılacak Sermaye}}{D}$

- (A) Devralan ortaklığın özsermaye değeri
 (B) Devrolunan ortaklığın özsermaye değeri
 (C) Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi
 (D) Devrolunan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi

Değerleme Sonucu

- Tebliğ'in 7'nci maddesi gereğince, İş GYO ve TSKB GYO'nun birleşme işleminde birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarı UDS'ye göre kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.
- Gerekçeleri bir önceki sayfada anlatıldığı üzere piyasa değeri, düzeltilmiş net aktif değer ve İNA yöntemine sırasıyla %40, %30 ve %30 ağırlık atanmıştır. Bunun sonucunda nihai birleşme oranı %95.08 olarak hesaplanmaktadır.
- Birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarı da 961,018,883 TL olarak hesaplanmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla 913,750,000 TL ödenmiş sermayeye sahip devralan şirket olan İş GYO tarafından artırılacak sermaye tutarı 47,268,883 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Birleşme sonrası artırılacak 47,268,883 TL'nin, toplam 150,000,000 TL ödenmiş sermayeye sahip TSKB GYO pay sahiplerine mevcut ortaklık payları oranında dağıtılmasını öngören değişim oranı da 0.31512588 olarak hesaplanmaktadır.
- Kullanılan üç değerlendirme yöntemi ve bu yöntemlere atanmış ağırlık oranlarıyla birlikte hesaplanan değişim oranının adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.



Ekler

Yönetici Özeti	4
Ekonomik Göstergeler	8
Sektör Hakkında	10
Şirket Hakkında	13
Piyasa Yaklaşımı	26
Maliyet Yaklaşımı	31
Gelir Yaklaşımı	33
Sonuç	42
Ekler	45



Ekler | Ek 1

Raporun Kapsamı ve Kapsam Sınırlamaları

Raporun Kapsamı

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte"), İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("İş GYO") ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ("TSKB GYO") 31 Aralık 2016 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla birleşme ve değişim oranı ile birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarının tespitini gerçekleştirmek üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.
- Bu rapor, Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak uluslararası kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak İş GYO ve TSKB GYO'nun gerçeğe uygun özsermaye değerlerinin tahmin edilmesi ve sonrasında birleşme oranlarını, seçilen yöntemlere göre değişim oranını ve birleşme sonrası ulaşılabilecek sermaye tutarını tespit etmek amacıyla 26 Mayıs 2017 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.
- Bu rapor, Deloitte ile birleşmeye taraf şirketler arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 19 Nisan 2017 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı olarak hazırlanmış olup, Deloitte'un birleşme ve değişim oranı ile ilgili bulgularını beyan etmektedir. Bu rapor, TSKB GYO'nun aktif ve pasifinin bir bütün halinde İş GYO'ya devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için birleşme ve değişim oranının belirlenmesi doğrultusunda görüş bildirmek dışında hiçbir amaca yönelik değildir.
- Bu raporda sunulan veriler Şirket Yönetimleri tarafından sunulmuş olup bu verilerin uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Kapsam Sınırlamaları

- Şirketler'in bu çalışmada dikkate alınan mali tabloları tarafımızca denetlenmemiş olup mali tablolarla ilgili herhangi bir görüş bildirmemekteyiz.
- Şirketler'in özsermaye değerleri hesaplanırken Şirketler'in hali hazırdaki ticaretine devam edeceği ve önemli müşterilerini koruyacağı varsayılmaktadır.
- Çalışmamız, belirli bir satış veya alış önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp yalnızca Birleşme İşlemi için bir değişim oranının tahmin edilmesi hususunda görüş bildirmeye yöneliktir.
- Prosedürlerimizin kapsamının, Şirketler'in hisselerinin herhangi bir alış veya satış amacına yönelik olarak yeterli olduğuna dair herhangi bir görüş bildirmemekteyiz ve özellikle belirtmek isteriz ki çalışmamız herhangi bir muhtemel alıcı/finansman sağlayıcı ve satıcının Şirket'in gerçek durumundan ve sahip olduğu potansiyelden emin olmak için yapılmasını gerekli göreceği bir mali durum tespit (due diligence) çalışması sorumluluğuyla eş değer değildir.



Ekler | Ek 2

Devam eden değ r

Devam Eden Değ r Hesaplaması

- Devam eden değ r görünen projeksiyon dönemi sonrasındaki yıllık nakit akımların değ rini tahmin etmek için kullanılmaktadır. Çalışmamız dahilinde devam eden değ r hesaplaması Gordon Growth Modeli'ne göre hesaplanmaktadır. Buna göre, projeksiyon dönemi sonundaki serbest nakit akımlar büyüme oranı ile büyütülmüş ve iskonto oranı ile devam eden büyüme oranı arasındaki farka bölünmüştür. Çalışmamız dahilinde kullanılan iskonto oranı hesaplaması sayfa 41'de gösterilmektedir.

$$Devam\ Eden\ Değ r(t) = \frac{Serbest\ Nakit\ Akım(t + 1)}{AOSM - g}$$



Ekler | Ek 3

İş GYO - Mevcut portföy kira gelirleri

İş GYO Mevcut Portföy Kira Gelirleri

TL '000	2017	2018	2019	2020	2021
İş Kuleleri Kompleksi	30,811	45,499	61,663	67,794	69,750
Kule çarşı AVM	2,913	3,276	3,568	3,568	4,134
Mallmarine AVM	817	877	928	978	1,027
Kanyon AVM	36,167	38,807	41,077	43,275	45,482
Ankara İş Kulesi	600	644	7,200	7,585	7,972
Maslak binası	5,376	5,769	6,106	6,433	6,761
Ankara Kızılay şubesi	3,777	4,053	4,290	4,519	4,750
Ankara Merkez şubesi (Ulus)	4,490	4,817	5,099	5,372	5,646
Antalya Merkez şube	1,896	2,034	2,153	2,268	2,384
Real hipermarket projesi	7,721	8,285	8,769	9,239	9,710
Lykia Lodge Kapadokya	-	300	300	300	300
Çınarlı Bahçe ticari alanlar	110	118	124	131	138
Topkapı ticari alanlar	-	-	2,111	2,345	2,465
MarmaraPark	10,808	11,249	11,557	11,710	11,809
Taksim Ofis Lamartine Kira Gelirleri	1,959	2,102	2,225	2,344	2,464
TUTOM Kira Geliri	67,180	72,084	76,301	80,383	84,482
Tuzla Karma Proje Ofis Kira Geliri	14,737	15,812	16,737	17,633	18,532
Tuzla Karma Proje AVM Kira Geliri	957	1,027	1,087	1,145	1,203
Toplam	190,318	216,752	251,296	267,022	279,008

Ekler | Ek 4

İş GYO - Yatırım amaçlı gayrimenkuller

31 Aralık 2016 Tarihi İtibarıyla Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Tür	Yıllık Kira ve Üst Hakkı Gelirleri (Milyon TL)	Ekspertiz Değeri (Milyon TL)
Faal Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
İstanbul İş Kuleleri Kompleksi	Ofis ve perakende	44.9	797.9
Ankara İş Kule Binası	Ofis	2.8	128.0
Maslak Binası	Ofis	4.8	101.1
İş Bankası Ankara Merkez Binası	Ofis	4.0	44.3
İş Bankası Ankara Kızılay Binası	Ofis	3.4	38.3
İş Bankası Antalya Merkez Binası	Ofis	1.7	22.0
İş Bankası Sirkeci*	Ofis	3.8	-
Ofis Lamartine	Ofis	1.8	48.9
Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi Projesi	Ofis	61.5	862.6
Tuzla Karma Proje	Ofis ve perakende	5.7	274.8
Kanyon Alışveriş Merkezi	Perakende	34.6	480.0
Mallmarine Alışveriş Merkezi	Perakende	0.7	12.3
Marmarapark	Perakende	14.9	146.6
Real Hipermarket Binası	Perakende	6.9	110.0
Kapadokya Lodge Otel	Otel	0.1	24.3
Tuzla Çınarlı Bahçe ticari üniteler	Ticari	0.1	2.6
Yapılmakta Olan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
İzmir Projesi	Konut, ofis ve perakende	0.0	279.4
İstanbul Finans Merkezi Arsası	Ofis ve ticari	-	169.6
Kartal Projesi	Konut, ofis ve ticari	-	128.3
Levent Arsası	Arsa	-	4.1
Üsküdar Arsası	Arsa	-	39.5
Toplam		191.8	3,714.7

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

*İş Bankası Sirkeci Binası 2016 yılının Aralık ayı içerisinde 45 milyon TL bedelle satmıştır.

Ekler | Ek 5

Net finansal pozisyon

Net Finansal Pozisyon - İş GYO

TL'000	Ara 16
Nakit ve nakit benzerleri	127,262
Kısa vadeli mali borçlar	(132,335)
Uzun vadeli mali borçlar	(922,326)
Düzeltilmeler	
Dağıtılan nakit temettü	(63,750)
Düzeltilmiş Net finansal pozisyon	(991,149)

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Pozisyon - TSKB GYO

TL'000	Ara 16
Nakit ve nakit benzerleri	8,973
Kısa vadeli mali borçlar	(79,834)
Uzun vadeli mali borçlar	(159,527)
Net finansal pozisyon	(230,387)

Kaynak: 31 Aralık 2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Pozisyon

- İş GYO ve TSKB GYO için net finansal pozisyon hesaplamaları 31 Aralık 2016 tarihli bilançolar baz alınarak hazırlanmıştır.
- Değerleme tarihi ile rapor tarihi arasında gerçekleşen İş GYO'nun 23 Mart 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısında onaylanan kar dağıtım tablosuna göre 2016 yılı karından karşılanmak üzere 63,750,000 TL nakit temettü 28 Mart 2017 tarihinde dağıtılmıştır. Bu kapsamda net finansal pozisyon hesaplamasında nakit temettü dağıtımına ilişkin düzeltme yapılmıştır.

Ekler | Ek 6

SPK'nın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında uyarınca beyanımız

Beyan

- SPK'nın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen hususlar çerçevesinde sunulan değerlendirme hizmetiyle ilgili olarak şirketimizin
 - ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne sahip olduğunu,
 - değerlendirme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu,
 - müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri ve benzeri dokümanlara sahip olduğunu,
 - değerlendirme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapıya sahip olduğunu,
 - değerlendirme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu,
 - değerlendirme çalışmasını talep eden taraflar ile aramızda değerlendirme hizmet sözleşmesinin imzalamış olduğunu,
 - değerlendirme çalışmasını talep eden taraflar ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığını ve halihazırda taraflara bağımsız denetim hizmeti sunmadığını

beyan ederiz.

Ekler | Ek 7

İş GYO - Birleşme kararı (1/2)



KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMU

İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. Birleşme İşlemlerine İlişkin Bildirim

Birleşme İşlemlerine İlişkin Bildirim

Özet Bilgi	Şirketimizin TSKB GYO A.Ş. ile birleşmesine ilişkin yönetim kurulu kararı
Yapılan Açıklama Güncelleme mi ?	Hayır
Yapılan Açıklama Düzeltme mi ?	Hayır
Yapılan Açıklama Ertelenmiş Bir Açıklama mı ?	Hayır
İlgili Şirketler	TSGYO

Yönetim Kurulu Karar Tarihi	18.04.2017
Birleşme Yöntemi	Devrinde Şeklinde Birleşme
Birleşmeye Esas Finansal Tablo Tarihi	31.12.2016
Para Birimi	TRY

Devrinde Şirket	Borsa'da İşlem Gören/Borsa'da İşlem Görmeyen	Pay Dağılım Oranı	Ortaklarına Verilecek Pay Grubu	Ortaklarına Verilecek Payların Nevi
TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	Borsa'da İşlem Gören			

Pay Grup Bilgileri	Mevcut Sermaye	Birleşme Nedeniyle Artırılacak Sermaye Tutarı (TL)	Azaltılacak Sermaye Tutarı (TL)	Ulaştırılacak Sermaye	Birleşme Nedeniyle Verilecek Menkul Kıymet ESN Bilgileri
A Grubu, İşlem Görmüyor, TRESG000018	1.234.285,679			1.234.285,679	
B Grubu, GYO, TRSGYO0003	848.785.714,321			848.785.714,321	

	Mevcut Sermaye	Birleşme Nedeniyle Artırılacak Sermaye Tutarı (TL)	Azaltılacak Sermaye Tutarı (TL)	Ulaştırılacak Sermaye
TOPLAM	850.000.000 TL	0 TL	0 TL	850.000.000 TL

Ek Açıklamalar

Yönetim Kurulumuzun 18 Nisan 2017 tarihinde yapılan toplantısında;

1. Kira gelirlerimizin artırılması ve portföyümüzün çeşitlendirilmesine yönelik yatırım stratejimiz doğrultusunda ve iki gayrimenkul yatırım ortaklığının birleşmesi sonucu yaratacak sinerji dikkate alınarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") izni ve Genel Kurul'un onayına tabi olmak üzere, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 134'üncü ve devamı ilgili maddeleri, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 18, 19 ve 20'nci maddeleri ile birleşme işlemine taraf şirketlerin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na ("SPKn") tabi şirketler olması ve paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de ("Borsa İstanbul") işlem görüyor olması nedeniyle SPKn'nun 23 ve 24'üncü maddeleri ile ilgili sair hükümleri ile SPKn'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ve II-

Ekler | Ek 7

İş GYO - Birleşme kararı (2/2)

23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği ve diğer ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde, TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün halinde Şirketimiz tarafından devralınması suretiyle, TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile Şirketimiz bünyesinde birleşmesine;

2. İlgili mevzuat hükümleri çerçevesinde TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifinin bir bütün halinde Şirketimiz tarafından devralınması suretiyle TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşilmesi işleminde ve söz konusu birleşme işlemine ilişkin yapılacak hesaplamalarda, hem devralan sıfatıyla Şirketimizin ve hem de devrolunan sıfatıyla TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin, SPK'n'a tabi şirketler olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması nedeniyle, SPK'nın II-14.1 sayılı Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayınlanan Türkiye Muhasebe Standartları ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na uygun olarak hazırlanan ve bağımsız denetimden geçirilmiş, Şirketimiz tarafından ilgili mevzuat dahilinde 27.01.2017 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") açıklanan 01.01.2016-31.12.2016 faaliyet dönemine ait 31.12.2016 tarihli yıllık finansal tablolarının ve dipnotlarının esas alınmasına;

3. İlgili mevzuat hükümleri çerçevesinde, TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifinin bir bütün halinde Şirketimiz tarafından devralınması suretiyle TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşilmesi işleminde, birleşme oranının, değişim oranının ve bunlarla uyumlu bir şekilde birleşme işlemi nedeniyle yapılacak sermaye artırım tutarının ve söz konusu sermaye artırım sonucunda ihraç edilecek Şirketimiz paylarından Şirketimize devrolacak TSKB Gayrimenkul Yatırım

Ortaklığı A.Ş.'nin pay sahiplerine tahsis edilecek pay adetlerinin, ilgili mevzuat hükümlerine uygun adil ve makul bir yaklaşımla tespitinde, her iki şirketin de SPK'n'a tabi olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması nedeniyle, söz konusu hesaplamalarda SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7'nci maddesine uygun olarak hazırlanacak uzman kuruluş raporunun esas alınmasına, birleşme işlemi kapsamında hazırlanacak birleşme sözleşmesi, birleşme raporu ve duyuru metni ile sair belgelerde de söz konusu uzman kuruluş raporunun esas alınmasına;

4. Türk Ticaret Kanunu'nun 145 ve 147'nci maddeleri uyarınca, birleşme sözleşmesi ve birleşme raporunun hazırlanmasına;

5. Türk Ticaret Kanunu'nun 149'uncu maddesi ve ilgili sermaye piyasası mevzuatı hükümleri uyarınca, gerekli tüm belgelerin hazırlanmasını takiben inceleme hakkı için gerekli ilanların yapılmasına;

6. İlgili mevzuat hükümleri çerçevesinde TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tüm aktif ve pasifinin bir bütün halinde Şirketimiz tarafından devralınması suretiyle TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşilmesi işleminde, Şirketimizin SPK'n'a tabi olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması nedeniyle, SPK'nın "Ayrılma Hakkı" başlıklı 24'üncü maddesi ve SPK'nın II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin "Ayrılma Hakkının Kullanımı" başlıklı 9'uncu maddesi kapsamında, söz konusu birleşme işleminin onaylanacağı Genel Kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanacak ve muhalefet perhini toplantı tutanağına işletecek pay sahiplerimizin veya temsilcilerinin, paylarını Şirketimize satarak ortaklıktan ayrılma hakkına sahip oldukları konusunda sermaye piyasası mevzuatında öngörülen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uygun olarak, işbu Yönetim Kurulu karar tarihi itibarıyla KAP'ta bilgilendirilmelerine;

7. Yukarıda 6'ncı maddede belirtilen ayrılma hakkının kullanılmasında, SPK'nın "Ayrılma Hakkı" başlığını taşıyan 24'üncü maddesi ve SPK'nın II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin "Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı" başlıklı 10'uncu maddesi hükümleri dahilinde, Şirketimizin toplam 1 TL (Bir Türk Lirası) nominal değerli 100 adet payına tekabül eden ayrılma hakkı kullanım fiyatının, Şirketimiz Yönetim Kurulu tarafından birleşme işlemine ilişkin görüşmelere başlanılması kararının ilk defa kamuya açıklandığı 18 Kasım 2016 tarihinden önceki, ilgili karar Borsa İstanbul ikinci seans kapanışından sonra kamuya duyurulduğu için 18 Kasım 2016 da dahil olmak üzere, otuz günlük dönem içinde (20.10.2016-18.11.2016 dönemi), Borsa İstanbul'da oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması alınarak hesaplanan fiyata, 23 Mart 2017 tarihli olağan Genel Kurul toplantısında alınan karar uyarınca dağıtılan nakit kar payı çerçevesinde Borsa İstanbul tarafından yapılan fiyat ayarlaması uygulanarak hesaplanan 1,4741 TL olarak belirlenmesine, söz konusu ayrılma hakkı kullanım fiyatının 23 Mart 2017 tarihli olağan Genel Kurul toplantısında alınan kar payının bedelsiz pay şeklinde dağıtılması karar çerçevesinde, bedelsiz pay ihraç ve dağıtım işlemleri kapsamında Borsa İstanbul tarafından yapılacak fiyat ayarlaması uygulanarak yeniden hesaplanmasına, güncellenmesine ve kamuya duyurulmasına;

8. SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği hükümlerine uygun olarak, bahsi geçen tebliğ ekinde (EK/1) belirtilen gerekli bilgi ve belgelerle birlikte SPK'ya ve gerekmesi halinde diğer resmi kurumlara başvuruda bulunulmasına;

9. Gerekli iş ve işlemlerin ifası ile gerekli izinlerin temini için Şirket yönetiminin yetkili ve görevli kılınmasına;

10. SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca birleşme işlemi kapsamında gerekli uzman kuruluş görüşlerinin sağlanması ve II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7'nci maddesine uygun olarak uzman kuruluş raporunun hazırlanması için DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin (Deloitte) görevlendirilmesine

toplantıya katılanların oy birliği ile karar verilmiş olup, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tamamı toplantıya katılmış ve karar lehine olumlu oy kullanmıştır.

Yukarıdaki açıklamaların, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yürürlükteki Özel Durumlar Tebliğinde yer alan esaslara uygun olduğunu, bu konuda/konularda tarafımıza ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığını, bilgilerin defter, kayıt ve belgelerimize uygun olduğunu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaları gösterdiğimizi ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olduğumuzu beyan ederiz.

Ekler | Ek 7

TSKB GYO - Birleşme kararı (1/2)



KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMU

TSKB GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. Devrolma İşlemlerine İlişkin Bildirim



MKK

Ekler | Ek 7

TSKB GYO - Birleşme kararı (1/2)

6. İlgili mevzuat hükümleri çerçevesinde Şirketimizin tüm aktif ve pasifinin bir bütün halinde İq Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ile birleşmesi işleminde, Şirketimizin SPK'nın tabii olması ve paylarının Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması nedeniyle, SPK'nın "Aynima Hakkı" başlıklı 24'üncü maddesi ve SPK'nın 8-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Aynima Hakkı Tebliği'nin "Aynima Hakkının Kullanımı" başlıklı 9'uncu maddesi kapsamında, söz konusu birleşme işleminin onaya sunulacağı Olağanüstü Genel Kurul toplantısına katılarak oylamaya oy kullanacak ve muhalefet pehlini toplantı tutanağına işleyecek pay sahiplerimizin veya temsilcilerinin, paylarını Şirketimize satarak ortaklıkten aynima hakkına sahip oldukları konusunda sermaye piyasası mevzuatında öngörülen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uygun olarak, İqbu Yönetim Kurulu karar tarihli itibarıyla KAP'ta bildirilmiştir;

7. Yukarıda 6'ncı maddede belirtilen aynima hakkının kullanılmasında, SPK'nın "Aynima Hakkı" başlığını taşıyan 24'üncü maddesi ve SPK'nın 8-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Aynima Hakkı Tebliği'nin "Aynima Hakkı Kullanım Fiyatı" başlıklı 10'uncu maddesi hükümleri dahilinde, Şirketimizin 1,00 Türk Lirası itibari değerli beher payı için aynima hakkı kullanım fiyatının, Şirketimiz Yönetim Kurulu tarafından birleşme işleminin görüşmelerine bağlanılması kararının ilk defa kamuya açıklandığı 16 Kasım 2016 tarihinden itibaren, ilgili karar Borsa İstanbul İkinci seans kapanışından sonra kamuya duyurulduğu için 16 Kasım 2016'da dahil olmak üzere, otuz gündük dönem içinde (20.10.2016-18.11.2016 dönemi), Borsa İstanbul'da oluşan diziye ilişkin ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması alınarak hesaplanan 0,6483 TL olarak belirlenmiştir;

8. 8-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği hükümlerine uygun olarak, bahsi geçen tebliğ ekinde (EK/1) belirtilen gerekli bilgi ve belgelerle ile birlikte SPK'ya ve gerekmesi halinde diğer resmi kurumlara başvurulmuştur;

9. Gerekli iş ve işlemlerin İktisadi Gerekli İşlemlerin temini için Şirket Yönetiminin yetkili ve görevli kılınması;

10. 8-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca birleşme işlemi kapsamında gerekli uzman kuruluş görüşlerinin sağlanması ve 8-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin "Uzman Kuruluş Görüşü" başlığını taşıyan 7'nci maddesine uygun olarak uzman kuruluş raporunun hazırlanması için DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin (Deloitte) görevlendirilmesine

toplantıya katılanların oybirliği ile karar verilmiş olup, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tamamı toplantıya katılmış ve karar lehine oylamaya oy kullanmıştır.

Yukarıdaki açıklamaların, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yürürlükteki Özel Durumlar Tebliği'nde yer alan esaslara uygun olduğunu, bu konuda/konularda tarafımıza ulaşan bilgileri tam olarak yansıttığını, bilgilerin defter, kayıt ve belgelerimize uygun olduğunu, konuyla ilgili bilgileri tam ve doğru olarak elde etmek için gerekli tüm çabaları gösterdiğimizizi ve yapılan bu açıklamalardan sorumlu olduğumuzu beyan ederiz.

Ekler | Terim ve Kısaltmalar

Terimler ve kısaltmalar

Şirketler	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İş GYO, "Devralan"	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
TSKB GYO, "Devrolunan"	TSKB Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ABD Doları	Amerikan Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BİST	Borsa İstanbul
CAPM, SVFM	Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
Deloitte	DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.
EIU	Economist Intelligence Unit
EUR	Avro
FAVÖK	Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
FED	Amerikan Merkez Bankası
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KDV	Katma Değer Vergisi
KGK	Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
NAD	Net Aktif Değer
PD	Piyasa Değeri
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
T	Tahmin

TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TL '000	Bin Türk Lirası
TL 'm	Milyon Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TUTOM	Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL ("Deloitte Global" olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk danışmanlığı, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150'den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte'un 245.000'i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, "Deloitte Network" olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.