

# PASİFİK GYO

**PASİFİK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI  
ANONİM ŞİRKETİ**

**FİYAT TESPİT RAPORU**

**01.12.2021**

## İÇİNDEKİLER

1. YÖNETİCİ ÖZETİ.....	3
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER.....	5
3. SINIRLAYICI KOŞULLAR.....	6
4. YETKİNLİK BEYANI.....	6
5. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ.....	7
5.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler .....	7
5.1.1. Faaliyet Konusu .....	8
5.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı .....	9
5.3. Yönetim Kurulu .....	9
5.4. Sektör Bilgileri .....	10
5.5. Finansal Bilgiler .....	18
5.5.1. Bilanço .....	18
5.5.2. Gelir Tablosu.....	24
5.5.3 Nakit Akış Tablosu.....	25
5.5.4 Karşılıklar ve Teminat, Rehin, İpotek ve Kefaletler (“TRİK”).....	27
5.5.5 Borçluluk ve Likidite Rasyoları.....	27
6. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR.....	28
6.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler.....	28
6.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar .....	28
7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR.....	29
8. SONUÇ.....	48

## 1. YÖNETİCİ ÖZETİ

01.12.2021 tarihli bu rapor Kızılırmak Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı Next Level Blok No:3A Çankaya/ANKARA adresinde mukim Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ile Eski Büyükdere Caddesi, No:9 İz Plaza Giz Kat:11 Maslak/İstanbul adresinde mukim Tera Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi arasında imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi gereği Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

### Raporu Hazırlayan:

**Ethem Umut BEYTORUN (Kurumsal Finansman Müdürü):** Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden mezun olan Ethem Umut BEYTORUN, 1998-2012 yılları arasında bankacılık kariyeri sonrasında Aracı kurumların; Satış, Araştırma, Eğitim ve Kurumsal Finansman departmanlarında yönetici olarak görev almıştır. Kurumsal Finansman alanında, Halka Arz, Sermaye Artırımı, Borçlanma Aracı İhracı gibi birçok projede görev almıştır. Sermaye Piyasaları Türev Araçlar (Belge No: 306110) ve Düzey 3 (Belge No: 907361) Lisanslarına sahiptir.

**Hüseyin Emre TAVACI (Araştırma Uzmanı):** 2013 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası bölümünden mezun olmuştur. Aracı kurumların araştırma ve kurumsal finansman departmanlarında deneyimi bulunan Hüseyin Emre TAVACI, birçok sermaye artırımı, halka arz ve tahvil ihracı gibi projelerde yer almıştır. Sermaye Piyasaları Düzey 3 (SPK Düzey 3 Lisans Belge No: 210409) Lisansına sahiptir.

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş için hazırlanan değerlendirme çalışmasında; SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III.62-1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ve aşağıdaki etik ilkeler dikkate alınarak hesaplamalara ulaşılmıştır.

### Etik İlkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar müşteriye ve Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini yapabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme görevi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına ya da değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler tarafımıza Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından sağlanmış bilgiler ile, Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan Proje Değerleme Raporları ve Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan Özel Bağımsız Denetim Raporundan alınmıştır.

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- Net Aktif Değeri Analizi (NAD)
- Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Değerlendirmemizde yer alan veriler, Şirket adına Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31.12.2020 ve 30.09.2021 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporu ve Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan proje değerlendirme raporları ile kamuya açık kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin analizlerine dayanmaktadır. Veri platformu olarak Finnet Analiz Expert Veri Platformu kullanılmıştır.

Tera Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tera Yatırım, kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Tera Yatırım, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari/hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt etmemektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan tüm finansal bilgiler özel bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesinde tüm tahminler Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliği tespit etmek mümkün değildir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin değerlemesinde Net Aktif Değeri Analizi, kullanılmış olup, 4.094.751.145 TL sermaye değerine ulaşmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 200.000.000 TL'ye göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 20,47 TL'ye karşılık gelmektedir. Buna göre, Şirketin %20 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 3.276.000.00 TL ve halka arz pay başına değer 16,38 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye arttırımı yoluyla gerçekleşmesi planlanan halka arzın büyüklüğü 1.105.650.000 TL, halka açıklık oranı ise %25,23'tür. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortakların paylarından toplam halka arz edilen payların %20'sine tekabül eden 13.500.000 TL nominal değerli payın dağıtımına tabii tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplam 81.000.000 TL nominal değerli 81.000.000 adet payın halka arzı gerçekleşecektir. Bu durumda halka arzın büyüklüğü 1.326.780.000 TL, halka açıklık oranı ise %30,28 olacaktır.

## **2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER**

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları bağlamında yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hakim ortağına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

### 3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Tera Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirketin hakim ortağının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

### 4. YETKİNLİK BEYANI

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin pay başı fiyat tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen işbu 01.12.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı doğrultusunda gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmetine ilişkin gerekli olan;

- *"Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,*
- *Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip,*
- *Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürleri bulunan,*
- *Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,*
- *Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,*
- *Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,*
- *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında sözleşmesi bulunan,*
- *Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,*

niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yaptığımızı beyan ederiz.

## 5. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

### 5.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, “Pasifik Grup Gayrimenkul Yatırım Anonim Şirketi” unvanı ile ilk olarak Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 453963 sicil numarası ile kurulmuş ve 11.12.2020 tarihinde tescil edilmiştir. Kuruluşa ilişkin esas sözleşme 14.12.2020 tarih ve 10223 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’nde ilan edilmiştir.

25.03.2021 tarihli Genel kurul kararı ile Şirket, sermaye artırımına giderek, kuruluşunda 50.000 TL olan ödenmiş sermayesini 49.450.000 TL’ye yükseltmiştir. Sermaye artırımı 29.03.2021 tarih 1097 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’nde ilan edilmiştir.

Şirket, 26.03.2021 tarihli Yönetim Kurulu Kararı çerçevesinde Pasifik İnşaat Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş.’nin aktifinde kayıtlı Pasifik Merkez Ankara Adi Ortaklığı’nı kısmi bölünme işlemi ile devir alma süreci başlatılmıştır. Söz konusu devir alma işlemi ile Pasifik İnşaat Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. aktifinde kayıtlı bulunan Pasifik Merkez Ankara Adi Ortaklığının %49,10 oranındaki hissesi kısmi bölünme yoluyla Şirket’e devredilirken, 5.010 TL olan sermayesinin de eklenmesiyle Şirket’in sermayesi 49.455.010 TL olmuştur.

Şirket, 08.04.2021 tarihinde yapmış olduğu Olağanüstü Genel Kurul’unda almış olduğu karar ile müşterek faaliyeti durumunda olan Pasifik Merkez Adi Ortaklığı’nın kalan %50,10 hissesinin Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş.’den kısmi bölünme yoluyla devralınmasına karar verilmiştir. Böylece Şirket Pasifik Merkez Ankara Adi Ortaklığı’nın %99’u oranında payına sahip olmuştur.

Şirket, 23 Nisan 2021 tarihli Yönetim Kurul Kararı ile sermayesini ortaklar tarafından nakden ödenmesi yoluyla bir kez daha arttırarak, 200.000.000 TL’ye çıkartmıştır. Söz konusu değişiklik 3 Mayıs 2021 tarih ve 10321 sayılı Türkiye Sicil Gazetesi’nde yayınlanmıştır.

Şirket, “Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.” unvanı ile gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Gayrimenkul yatırım ortaklığının dönüşümün de yer aldığı esas sözleşme değişikliği Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü tarafından 10.09.2021 tarihinde tescil edilerek 13.09.2021 tarih 10407 sayılı nüshasında ilan edilmiştir. Bu esas sözleşme değişikliğinden sonra Şirket “Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.” unvanı ile faaliyetlerine devam etmektedir.

Şirket, Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğüne 453963 sicil numarasıyla kayıtlıdır. Şirketin merkez adresi: Kızılırmak Mahallesi Dumlupınar Bulvarı Next Level Blok No:3A Çankaya/Ankara’dır.

Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu’na belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli anonim ortaklıktır.

### 5.1.1. Faaliyet Konusu

Şirket'in Esas Sözleşmesi'nin "Şirket'in Amaç ve Konu" başlıklı 3. Maddesi uyarınca; Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzerinde kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli halka açık anonim ortaklıktır.

Şirket'in mevcut durumda devam eden, Merkez Ankara ve Next Level İstanbul projeleri, hasılat paylaşımı modeline göre Emlak Konut GYO A.Ş. tarafından gerçekleştirilen ihaleye katılım sağlanarak üstlenilmiştir.

Pasifik GYO A.Ş. kurulmadan önce, Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. yıllar içerisinde, Ankara'da inşaat sektörünün bakış açısını değiştiren, sektöre yön veren projelere imza atmıştır. Bu projelerden en önemlisi Ankara'nın ilk karma projesi olan Next Level Ankara Projesi olup; sektörde yer alan aktörlere örnek olmuş ve tamamlandığı günden beri prestijin merkezi haline gelmiştir.

Şirket bugüne kadar yapmış olduğu faaliyetleri, müşterilerine verdiği güven, taahhütlerini zamanında tamamlaması, güçlü ekonomik yapısı ile yıllar içerisinde sektördeki önde gelen aktörlerden biri haline gelmiştir.

Şirket'in üstlendiği projelerinin konum itibariyle emsallerinin olmaması, Merkez Ankara Projesi'nin adından da anlaşılacağı üzere Ankara'nın merkezinde eşsiz bir konumda yer alması, geniş bir müşteri kitlesine hitap ediyor olması, projenin hemen karşısına Ankara'nın en büyük parkının yapılmış olması, Şirket'in başlıca avantajlarını oluşturmaktadır.

Şirket'in diğer projesi olan Next Level İstanbul Projesi'nin de İstanbul'un en önemli akslarından birinde, üst gelir grubuna hitap edecek bir lokasyonda yer alıyor olması, çoğunlukla ofis ve ticari yapıların yer aldığı bir bölgede lüks konut ihtiyacına cevap verecek konumda bulunması ve her iki projenin de Emlak Konut GYO A.Ş. - Pasifik GYO A.Ş. güvencesi ile pazarlanıyor olması da Şirket'e avantaj sağlamaktadır.

Genç nüfusa sahip ülkemizin konut ihtiyacı dönemsel olarak değişmektedir. Ancak her daim konuta talep olmakta ve sektör ülke ekonomisinin en önemli bileşenleri arasında yer almaktadır. Pasifik GYO A.Ş., üstlenmiş olduğu projelerde oldukça seçici davranmaktadır. Bundan sonraki üstlenecek olduğu projelerde de seçici olmayı sürdürecektir. Özel lokasyonlarda, detaylı pazar araştırması, müşteri analizi, maliyet fizibilitesi yapılarak üstlenilen projelerin, kendi bölgelerinde rakipsiz olması kaçınılmaz olmaktadır.



## 5.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in tescil edilmiş sermayesi beheri 1 TL değerinde 200.000.000 adet paydan oluşmaktadır. Şirket sermayesinin pay dağılımını gösteren tablo aşağıdaki gibidir.

Adı Soyadı/Unvanı	Pay Adedi	(%)
Fatih ERDOĞAN	66.666.667	33,34
Mehmet ERDOĞAN	66.666.666	33,34
Abdülkerim FIRAT	66.666.667	33,34
<b>Toplam</b>	<b>200.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Şirket

## 5.3. Yönetim Kurulu

Şirket esas sözleşmesinin 14. maddesi gereği Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin idaresi, üçüncü kişilere karşı temsil ve ilzamu, TTK ve sermaye piyasası mevzuat hükümleri çerçevesinde genel kurul tarafından en çok 3 (üç) yıl için seçilen TTK ve sermaye piyasası mevzuatında belirtilen şartları haiz en az 5 (beş) en fazla 9 (dokuz) üyeden oluşan bir yönetim kuruluna aittir.

Yönetim Kurulu'nu gösteren tablo aşağıdaki gibidir.

Adı Soyadı	Görevi	Son 5 yılda İhraçta Üstlendiği Görevler	Görev Süresi / Kalan Görev Süresi
Fatih ERDOĞAN	Yönetim Kurulu Başkanı	Yönetim Kurulu Başkanı	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Abdülkerim FIRAT	Yönetim Kurulu Başkan Vekili	Yönetim Kurulu Başkan Vekili	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Mehmet ERDOĞAN	Yönetim Kurulu Üyesi	Yönetim Kurulu Üyesi	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Mehmet Ömür ÖZÜPEK	Yönetim Kurulu Üyesi	Genel Müdür Yardımcısı	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Fatih Nusret DUR	Yönetim Kurulu Üyesi	Yönetim Kurulu Üyesi	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Cem Tayfun YILMAZ	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız)	Yönetim Kurulu Üyesi	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay
Murat ÖZGÜMÜŞ	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız)	Yönetim Kurulu Üyesi	3 Yıl / 2 Yıl 2 Ay

Kaynak: Şirket

## 5.4. Sektör Bilgileri

### Temel Ekonomik Veriler

2021 ikinci çeyreğinden itibaren dünya genelinde Covid-19 salgınının hız kesmesinde devam eden aşılama çalışmalarının etkili olduğu görülmektedir. Bununla birlikte bazı ülkelerde delta varyantı kaynaklı olarak vaka sayılarının artışı hızlanırken, bazı ürünlerin üretiminde aksamalar yaşanmaktadır. Öte yandan yılın ikinci çeyreğinde küresel ölçekte artan enflasyonist riskler gelişmekte olan ekonomilerin para politikası faizlerinde normalleşmeyi getirmiştir. Bazı gelişmekte olan ekonomilerde faizler artırılırken piyasalarda belirsizliklerin azalmasına bağlı oynaklıklar gerilemiştir.

Ekonomideki yavaşlamanın sınırlı olduğuna işaret eden öncü verilerden yurt içi sanayi üretimi verisi Ağustos ayında %13,8 oranında artarken son açıklanan Eylül ayı sanayi üretimi yıllık bazda %8,9 oranında artmıştır. Aynı dönemde perakende satışlar verisi ise sırasıyla %15 ve %15,9 olarak gerçekleşmiştir. Ülkemizde devam eden aşılama sürecine bağlı olarak işgücü piyasasında salgın ve kısıtlama tedbirlerine rağmen iyileşme görülmektedir.

Yılbaşından beri döviz kurunda yaşanan yükselişler ve küresel emtia fiyatlarının tetiklediği birikimli maliyetler ile enflasyonda yükselen bir seyir gözlenmiştir. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) yıllık enflasyonu Ekim ayında %19,89'a yükselirken aynı dönemde üretici fiyatları endeksi (TÜFE) yıllık enflasyonu %46,31 oranında gerçekleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde maliyet unsurlarının yanında kamu fiyat ayarlamaları, birikimli maliyetler ve yüksek beklentiler enflasyonda yukarı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

### Türk Gayrimenkul Sektörü

Gayrimenkul sektörü ticari gayrimenkul, AVM ve perakende sektörü, turizm ve otel sektörü, konut sektörünü de içinde barındıran ülke ekonomisinin önde gelen sektörlerinden biridir. Sektörün GSYH içindeki payı %6,2 olmakla birlikte birçok alt sektör üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır.

Ülkemizde inşaat ve gayrimenkul sektörünün en önemli göstergelerden birisi olan 'konut satış' rakamlarına baktığımızda 2021 yılının ilk on ayında 1.086.539 adedine ulaşılmıştır. Bu rakam geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yüzde 15,2 oranında azalış anlamına gelmektedir.

### Konut Satış İstatistikleri

TÜİK verilerine göre 2018 yılında 1.375.398 adet, 2019 yılında 1.348.729 adet, 2020 yılında ise 1.499.316 adet konut satışı gerçekleşmiştir. 2020 yılında ortaya çıkan Covid-19 salgını nedeniyle çoğu sektörde ciddi üretim kısıtlamaları yaşanmasına rağmen yıl içerisinde yapılan teşvikler ve kamu bankaları öncülüğünde konut kredisi faiz oranlarının %0,64 seviyesine kadar indirilmesi sonucunda konut satışları 2018 ve 2019 yılının üzerinde gerçekleşmiştir.

Son açıklanan TÜİK verilerine göre konut satışları Ocak-Ekim 2021 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,2 oranında azalarak 1.086.539 adet olmuştur.

Aylar	2018	2019	2020	2021
Ocak	97.019	72.937	113.615	70.587
Şubat	95.953	78.450	118.753	81.222
Mart	110.905	105.046	108.670	111.241
Nisan	103.087	96.071	42.783	95.863
Mayıs	119.655	91.937	50.936	59.166
Haziran	119.413	61.355	190.012	134.731
Temmuz	123.878	102.236	229.357	107.785
Ağustos	105.154	110.538	170.408	141.400
Eylül	127.327	146.903	136.744	147.143
Ekim	146.536	142.810	119.574	137.401
Kasım	89.626	138.372	112.483	
Aralık	136.845	202.074	105.981	
<b>Toplam</b>	<b>1.375.398</b>	<b>1.348.729</b>	<b>1.499.316</b>	<b>1.086.539</b>

**Kaynak: TÜİK**

### İpotekli Konut Satış İstatistikleri

İpotekli konut satış satışlarında 2018, 2019 ve 2020 yılları itibariyle artış ivmesi görülmektedir. 2020 yılındaki artışta Haziran ayı ve sonrasında uygulanan uygun konut kredisi faiz koşulları ve destekleyici politikalar etkili olurken 2021 yılında ise yüksek seyreden faizler nedeniyle ilk ve ikinci el satış rakamlarında ciddi gerilemeler yaşanmaktadır.

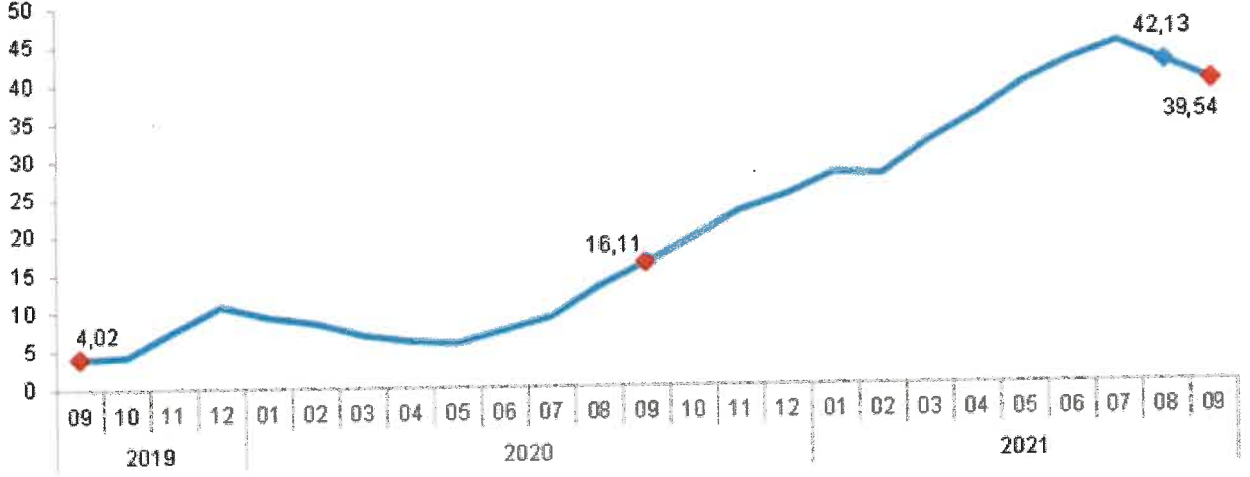
	2018		2019		2020		2021	
	İlk Satış	İkinci El Satış	İlk Satış	İkinci El Satış	İlk Satış	İkinci El Satış	İlk Satış	İkinci El Satış
Ocak	12.952	15.726	3.110	3.427	14.406	27.831	3.248	7.484
Şubat	12.268	15.648	3.874	5.016	14.748	28.985	4.034	10.635
Mart	14.130	18.656	9.410	13.352	14.092	29.237	5.862	15.953
Nisan	12.073	15.839	8.459	14.002	6.067	11.021	4.655	12.859
Mayıs	16.343	20.522	5.478	9.438	6.231	12.252	2.956	7.604
Haziran	21.549	26.099	2.490	4.829	32.412	69.092	7.459	21.419
Temmuz	13.479	16.926	4.365	8.699	39.252	91.469	5.245	15.308
Ağustos	5.726	7.017	11.538	22.610	24.274	51.745	7.106	20.269
Eylül	5.507	5.823	18.496	39.315	10.624	24.952	7.550	22.209
Ekim	4.712	3.353	16.031	34.380	8.137	17.429	7.324	20.725
Kasım	2.725	2.599	13.705	30.206	8.822	15.628		
Aralık	3.925	3.223	15.818	34.460	4.922	9.709		
<b>Toplam</b>	<b>125.389</b>	<b>151.431</b>	<b>112.774</b>	<b>219.734</b>	<b>183.987</b>	<b>389.350</b>	<b>55.439</b>	<b>154.465</b>
<b>İpotekli Satışlar Toplamı</b>	<b>276.820</b>		<b>332.508</b>		<b>573.337</b>		<b>209.904</b>	

**Kaynak: TÜİK**

## İnşaat Maliyetleri

Emtia fiyatları ve döviz kurlarında yaşanan yükseliş sektörde girdi maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. TÜİK tarafından son açıklanan inşaat maliyet endeksi, 2021 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %0,25, bir önceki yılın aynı ayına göre %39,54 arttı. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %0,41 arttı; işçilik endeksi %0,18 azaldı. Ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %47,44, işçilik endeksi %22,25 arttı.

İnşaat maliyet endeksi yıllık değişim oranı (%), Eylül 2021



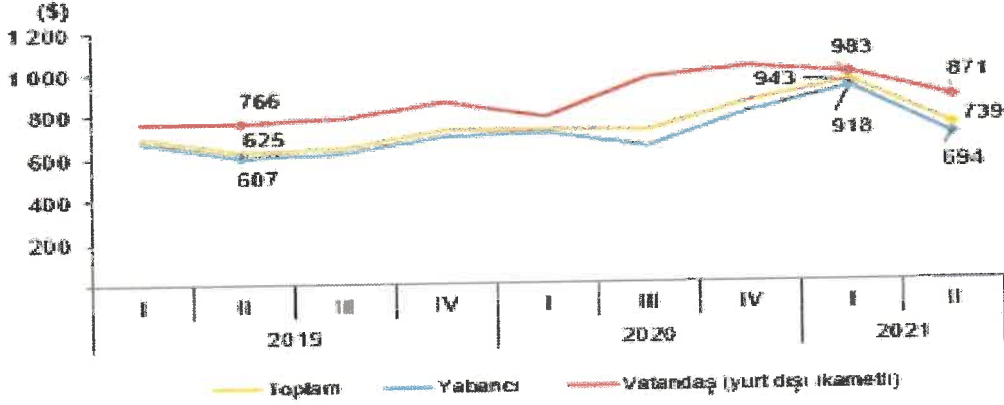
Kaynak: TÜİK

## Turizm Sektörü

Geçtiğimiz yıldan beri hayatımızda olan Covid-19 salgınından en fazla negatif etkilenen sektörlerin başında olan turizm sektörü, hem ülkemizde hem de dünya genelinde süren aşılama çalışmaları ile 2021 yılında toparlanma içerisine girmiştir.

2021 yılının ilk altı ayında ülkemizi 5.7 milyon yabancı turist ziyaret ederken ziyaretçilerin seyahatlerinde %70,3 ile ilk sırada "gezi, eğlence, sportif ve kültürel faaliyetler" yer aldı. 2021 yılının ilk 6 ayında Türkiye'ye gelen 5,7 milyon yabancı turistten %47,7'si İstanbul'a, %26,1'i Antalya'ya, %2,7'si Muğla'ya gelirken bu üç ili %2,1 ve %1,7'lük paylar ile İzmir ve Ankara izlemiştir. Gelen turist sayıları 2020 yılının ilk altı ayı ile karşılaştırıldığında bir %27 oranında yükseliş yaşandığı görülmektedir.

## Kişi başı ortalama harcama, II. Çeyrek, 2021



Kaynak: TÜİK

### Ofis ve Ticari Gayrimenkul

2020 yılında ortaya çıkan Covid-19 pandemisi ile evden/ uzaktan çalışmanın artması, ofis pazarının esneklik ve üretkenlik üzerine yeniden şekillenmesine ve şirketlerin bu doğrultuda stratejiler geliştirmesine yol açmıştır. Pandemi sonrasında ofis alanlarının şirketlerin organizasyon yapısı ve çalışma prensiplerinde önemli bir parçası olmaya devam ettiği görülmektedir.

Hibrit çalışma modeline yoğunlaşıırken, sosyal mesafe ve hijyen kriterleri doğrultusunda sağlıklı çalışma alanları ihtiyacı, nitelikli ve yüksek kaliteli ofis mekanlarına olan talebi arttırmaktadır. Ofis mekanlarında nicelikten çok nitelik ön plana çıkarak üretkenliği teşvik eden, inovasyon, sosyalleşme, iş birliğini ve şirket kültürünün gelişmesini sağlayarak çalışanları en doğru mekanda bir araya getirme çabaları, etkin alan kullanımı ile ofisin amacını şekillendirmektedir. Ofis pazarında kiralama ve yatırım faaliyetleri üzerinde etkili olan diğer parametreler döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların devam etmesi ve enflasyonun Haziran ayında yıllık bazda %14,55 seviyesine yükselmesi olarak sıralanabilir.

## Bölgelere Göre İstanbul Ofis Pazarı

Avrupa Yakası	Ç4'20			Ç1'21			Ç2'21		
	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)
Levent - Etiler	881	18,9	25	881	18,0	25	881	18,0	25
Maslak	891	19,3	15	891	19,5	15	891	19,5	15
Z Kuyru - Şişli Hattı	539	11,3	15	539	16,9	14	539	16,9	14
Taksim ve Çevresi	187	22,0	9	187	21,1	9	187	21,1	9
Kağıthane	302	39,0	11	302	38,8	9	302	38,8	9
Beşiktaş*	103	14,1	9	103	13,8	9	103	13,8	9
Bab-İstanbul**	829	4,9	6	829	4,5	6	829	4,5	6
Cendere-Seyrantepe	422	70,0	11	422	66,7	9	422	66,7	9

Anadolu Yakası	Ç4'20			Ç1'21			Ç2'21		
	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)	Stok (bin m <sup>2</sup> )	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m <sup>2</sup> /ay)
Kavacık	105	20,4	10	105	19,8	9	105	19,8	9
Ümraniye	753	13,5	12	753	14,7	12	753	14,7	12
Altınizade	84	30,5	12	84	30,7	12	84	30,7	12
Kozyatağı	789	29,0	17	789	28,4	17	789	28,4	17
Doğu İstanbul***	583	32,2	7	583	38,1	7	583	38,1	7

**Kaynak:** GYODER Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 2.Çeyrek Raporu

2021 Yılı 2. çeyreğinde genel arz 6,46 milyon m<sup>2</sup> olup bir önceki çeyrekle aynı seyretti. Gerçekleşen toplam kiralama işlemleri 54 bin m<sup>2</sup>'dir. Bu çeyrekte gerçekleşen kiralama işlemlerinde, bir önceki çeyreğe göre %3,7 düşüş, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %9,25 azalış gösterdi.

## AVM'ler

2021 yılı ikinci çeyreği itibarıyla Türkiye'deki mevcut alışveriş merkezi arzı 442 adet alışveriş merkezinde 13,6 milyon m<sup>2</sup> olarak kayıt altına alınmıştır. İstanbul %37 oranında pay ile mevcut arzın çoğunluğuna ev sahipliği yapmaktadır. Diğer yandan, ülke genelinde 30 alışveriş merkezinde yaklaşık 924 bin m<sup>2</sup> inşaat halinde olan kiralanabilir alan bulunmaktadır. 2022 yılı sonu itibarıyla tamamlanması planlanan projeler ile birlikte Türkiye genelinde toplam arzın 14,5 milyon m<sup>2</sup> seviyesini aşması beklenmektedir. Organize perakende yoğunluğu ülke genelinde 1.000 kişi başına 163 m<sup>2</sup> kiralanabilir alan olarak kayıt altına alınırken, İstanbul 330 m<sup>2</sup> ile ülke ortalamasının iki katı üzerinde perakende yoğunluğuna sahip konumdadır. Ankara ise 299 m<sup>2</sup> perakende yoğunluğu ile öne çıkan şehirlerarasındadır.

## Yıllara Göre Açılan AVM Sayısı ve Toplam Kiralanabilir Alan (TKA)



**Kaynak:** Jones Lang Laselle - AVM tanımı: 5.000 m<sup>2</sup> üstünde kiralanabilir alan, tek elden ve ortak yönetim anlayışı ile sinerji yaratan organize alışveriş alanları. Ç2'21 sonu verisidir.

2021 2. Çeyrek dönem itibarıyla, Türkiye genelinde toplam AVM sayısı 442, toplam kiralanabilir alan stoğu ise 13 milyon 605 bin m<sup>2</sup> 'ye ulaştı. İstanbul, toplam kiralanabilir alan stoğunun yaklaşık %37'sini oluşturmaktadır. Türkiye genelinde, ortalama 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan ise 163 m<sup>2</sup> 'dir.

## Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO), münhasıran gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ile altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumudur.

Ülkemizde GYO'lara ilişkin mevzuat 1995 yılında hayata geçmiş ve mevcut durumda GYO'ların faaliyetleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1) ile düzenlenmiştir. Bu düzenlemeler neticesinde GYO'lar; Kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu, şeffaf yönetim yapısına sahip kurumlar haline getirilmiştir.

Vergisel mevzuat düzenlemeleri ile GYO'lar için vergisel teşvikler bulunmaktadır;

- KVK'nın 5/1-d-4 maddesi gereğinde GYO'ların elde ettiği kazançların tamamı Kurumlar Vergisi'nden istisnadır.
- KVK 15/3 maddesi uyarınca "GYO'ların elde ettiği kazançlardan, dağıtılsın veya dağıtılmasın kurum bünyesinde %15 oranında vergi kesintisi yapılır" hükmü yer almaktadır. Kanunun geçici 1. Maddesinde ise; "Bakanlar Kurulu tarafından yeni kararlar alınıncaya kadar 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 5422 Sayılı Kanun kapsamındaki vergi oranları bu kanunda belirtilen yasal sınırları aşmamak üzere, geçerliliğini korur" hükmü yer almaktadır. 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununda vergi tevkifatı konusu 94. Maddede düzenlenmiştir. Bu maddenin 6. Fıkrasının (a) bendine göre; dağıtılsın ya da dağıtılmasın GYO'ların elde ettikleri kazançlar %0 oranında vergi tevkifatına tabidir. GYO kazançlarına uygulanacak stopaj oranı %0'dır.
- GYO'ların münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, damga vergisinden istisna edilmiştir.

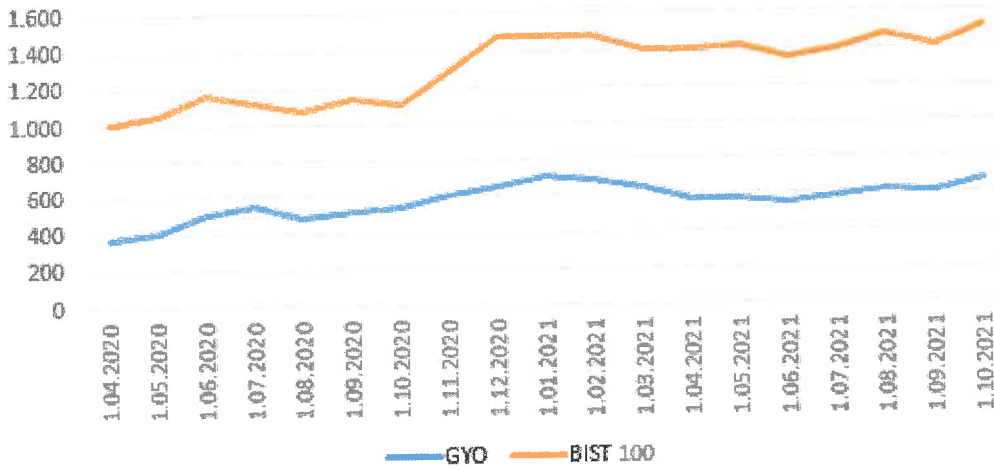
2021 yılı ikinci çeyreğinde kurulan iki yeni GYO ile birlikte Türkiye'de kurulu GYO sayısı uzun zaman aradan sonra artarak 35'e yükselmiş ve GYO'ların toplam piyasa değeri ise 63,7 milyar TL'ye ulaşmıştır. Endekslerde Şubat ayında başlayan geri çekilme yılın ikinci çeyreğinde de devam etmiş ve endeks 635 puanla kapattığı ilk çeyreğe göre %13,23'lük bir kayıpla ikinci çeyrek sonunda 551 puana gerilemiştir. Kurlardaki oynaklık, enflasyondaki artış ve yüksek faiz seviyesi, yeni Covid-19 varyantlarının piyasalarda oluşturduğu belirsizlikler gerek ekonominin geneli gerekse gayrimenkul sektörü için risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. 2021'in ikinci çeyreğinde halka açıklık oranının %48,8'e fiili dolaşım oranının ise %26,6'ya çekildiğini görmekteyiz. Bununla birlikte yeni kurulanların da dahil olmasıyla GYO'ların toplam piyasa değerinin artmış olması ve 2021 yılı ilk yarısında toplam dağıtılan temettü tutarının (367,1 milyon TL) 2020 yılında dağıtılan toplam tutarı (358,9 milyon TL) geçmiş olması sektör adına olumlu birer gelişme olarak yansımaktadır.

2021 ikinci çeyreğinde kurumsal yatırımcı oranı %51,3'e yükselmiş ancak uyruk bazında yabancı işlem hacmi çeyrek bazında %16, yarıyıl bazında ise %21 seviyelerinde kalmıştır. Piyasa değeri açısından bakıldığında ise yabancı oranlarının %9 seviyesine kadar gerilemiş olması borsa



genelinde olduğu gibi GYO sektöru açısından da ciddi bir yabancı yatırımcı eksikliğini bizlere göstermektedir. Yabancı yatırımcılar sıralamasında ABD ilk sırayı Hollanda'dan devralırken, Birleşik Krallık, Bahreyn ve Virjin Adaları (İngiliz) ilk 5 içerisinde yer alan diğer ülkeler olarak sıralanmaktadır. Yakın gelecekte yeni halka arzların yapılması, aşılama oranlarının artmasıyla birlikte Covid-19 belirsizliklerinin azalması, yılın ikinci yarısında ekonomide normalleşme süreçlerinin yaşanmaya başlaması konusundaki beklentiler eşliğinde yabancı yatırımcıların iştahının artması ve diğer gayrimenkul sermaye piyasası araçlarıyla ortaklaşa yürütülebilecek stratejiler sektörün geleceği açısından pozitif gelişmeler doğurabilir.

### BIST GYO Endeks Performansı (TL)



**Kaynak:** Finnet Analiz Expert Veri Platformu

### Kaynaklar

- <https://www.gyoder.org.tr/files/202109/c41a6edf-3254-4c6a-8523-82c49d31cd58.pdf>
- <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Konut-Satis-Istatistikleri-Ekim-2021-37478>
- <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Insaat-Maliyet-Endeksi-Eylul-2021-37291&dil=1>
- <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Turizm-Istatistikleri-II.-Ceyrek:-Nisan---Haziran,-2021-37441>

## 5.5. Finansal Bilgiler

### 5.5.1. Bilanço

Şirket'in 31.12.2020 yıllık ve 30.09.2021 tarihli dokuz aylık finansal dönemlere ilişkin finansal durumunu gösterir tablolar aşağıdadır.

AKTİF KALEMLER (BİN TL)	31.12.2020	30.09.2021
	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş
Nakit ve Nakit Benzerleri	887.687	3.712.720
Ticari Alacaklar	97.397.331	41.191.728
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	6.764.506	294.025
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	90.632.825	40.897.703
Diğer Alacaklar	-	159.740
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar *	-	159.740
Stoklar	783.114.907	1.452.080.956
Peşin Ödenmiş Giderler	71.482.444	668.151.226
Diğer Dönen Varlıklar	17.877.485	117.654.716
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>970.759.854</b>	<b>2.282.951.086</b>
Diğer Alacaklar	731.176	1.450.630
Maddi Duran Varlıklar	8.080.054	15.888.078
Kullanım Hakkı Varlıklar	489.176	464.630
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	284.523	489.293
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.760.016	-
Peşin Ödenmiş Giderler	141.783.047	142.032
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>157.127.992</b>	<b>18.434.663</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>1.127.887.846</b>	<b>2.301.385.749</b>

*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu*

(\*) GYO Tebliği'nin 23. maddesinin birinci fıkrasının (f) bendi kapsamında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sermayesine %100 oranında iştirak ettiği bağlı ortaklıkları dışındaki ilişkili taraflarına borç vermesi yasaklanmıştır. Bu kapsamda, 159.740 TL tutarındaki alacak tahsil edilmiş olup, son durum itibarıyla Şirket'in ilişkili taraflardan ticari olmayan alacağı bulunmamaktadır.

PASİF KALEMLER (BİN TL)	31.12.2020	30.09.2021
	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş
Diğer Finansal Yükümlülükler	320.454	320.018
Ticari Borçlar	21.612.341	69.135.830
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	9.280	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	21.603.061	69.135.830
Diğer KV Borçlar	767.635	4.042.819
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	362.153	1.281.499
Ertelenmiş Gelirler	48.007	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	857	73.299
Diğer Finansal Yükümlülükler	149.428	112.847
Diğer Borçlar	239.889.401	837.976.433
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	233.744.992	822.338.229
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	6.144.409	15.638.204
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.029.480	2.828.623
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	465.170	1.778.133
Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	564.310	1.050.490
Ertelenmiş Gelirler	881.690.970	1.181.496.693
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.122.759.279</b>	<b>2.022.414.596</b>
Ödenmiş Sermaye	12.500	200.000.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	694.616	1.709.847
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/Kayıpları	821.062	1.830.292
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları /Kayıpları	(126.446)	(120.445)
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	(16.385.576)	(40.324.648)
Net Dönem Karı/Zararı (-)	(2.399.668)	42.350.429
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	10.000
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>(18.078.128)</b>	<b>203.745.628</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>1.127.887.846</b>	<b>2.301.385.749</b>

*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu*

### **Dönen Varlıklar:**

Şirketin dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirketin dönen varlıkları 31.12.2020'de 970.759.854 TL iken 30.09.2021 döneminde ise %135 oranında artışla 2.282.951.086 TL olmuştur.

İki dönem arasındaki değişim stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar kalemlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Şirketin 31.12.2020 döneminde 783.114.907 TL olan stoklar kalemi 30.09.2021 döneminde %85 oranında artarak 1.452.080.956 TL'ye, 31.12.2020 döneminde 71.482.444 TL olan peşin ödenmiş giderler kalemi 30.09.2021 döneminde %835 oranında artarak 668.151.226 TL'ye ve 31.12.2020 döneminde 17.877.485 TL olan diğer dönen varlıklar kalemi 30.09.2021 döneminde %558 oranında artarak 117.654.716 TL'ye yükselmiştir.

Söz konusu iki dönemde şirketin nakit ve nakit benzerleri %318 oranında artarken ticari alacaklar kalemi ise %58 oranında azalmıştır.

Şirket'in stoklarına ilişkin detaylar aşağıdaki gibidir. Şirket'in stokları, Merkez Ankara projesindeki tamamlanmamış inşaatlara ilişkin maliyetlerden oluşmaktadır.

Stoklar	31.12.2020	30.09.2021
Merkez Ankara Projesi	783.114.907	1.452.080.956
	<b>783.114.907</b>	<b>1.452.080.956</b>

**Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu**

Merkez Ankara Projesi, 9 Temmuz 2015 tarihinde Emlak Konut GYO A.Ş. ile yapılmış olan "Arsa Satışı Karşılığında Gelir Paylaşımı Sözleşmesi" (%70- %30 paylaşımlı) kapsamında Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, İstasyon Mahallesi'nde 124.476 m<sup>2</sup>'lik arsa alanı içerisinde inşa edilmekte olan projenin toplam inşaat alanı 1.186.436,88 m<sup>2</sup>'dir. Projenin 28 Eylül 2017 tarihinde inşaat ruhsatı alınmış olup; bu tarihten itibaren inşaat çalışmaları başlamıştır. Projenin ön satışları 28 Temmuz 2018 tarihinde başlamıştır. Proje kapsamında 3 blok kamu ofisi, 1 blok cami, 5 blok şehir süiti, 5 blok konvansiyonel konut, 1 blok otel, 2 blok teras ofisi, 1 kule, AVM ve kapalı otopark inşa edilmektedir. Projenin fazlar halinde 2025 yılsonuna kadar tamamlanması beklenmektedir. Kamuya ait olan 3 adet ofis binası 30.09.2021 tarihi itibarıyla geçici kabulleri yapılarak teslim edilmiştir.

Peşin ödenmiş kısa vadeli giderlerin detayı aşağıdaki gibidir.

Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler	31.12.2020	30.09.2021
Verilen avanslar- 3. Taraflara (*)	37.421.085	448.694.393
Verilen avanslar- ilişkili taraflara	33.903.386	217.970.679
Gelecek aylara ait giderler	157.973	1.486.154
	<b>71.482.444</b>	<b>668.151.226</b>

**Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu**

(\*) Cari dönemdeki verilen avansların 354.172.500 TL'lik kısmı Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. tarafından Pasifik Levent Adi Ortaklığı adına arsa payı olarak Emlak Konut'a yapılan ödemedir.

Şirket'in diğer dönen varlıklarının detayı aşağıdaki gibidir.

Diğer Dönen Varlıklar	31.12.2020	30.09.2021
Devreden KDV	17.868.237	116.426.118
İş avansları	9.248	963.292
Peşin ödenen vergiler ve fonlar	-	265.306
	<b>17.877.485</b>	<b>117.654.716</b>

**Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu**

31.12.2020 döneminde 17.877.485 TL olan diğer dönen varlıklar kalemi 30.09.2021 döneminde %558 oranında artarak 117.654.716 TL'ye yükselmiştir. Diğer dönen varlıklardaki artış ise devreden KDV'den kaynaklanmaktadır.

#### **Duran Varlıklar:**

Şirketin duran varlıkları diğer alacaklar, kullanım hakları, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, peşin ödenmiş giderler ve ertelenmiş vergi varlığı kalemlerinden oluşmaktadır.

31.12.2020 döneminde duran varlıkları 157.127.992 TL olan şirketin 30.09.2021 döneminde ise duran varlıkları %88 oranında azalarak 18.434.663 TL'ye gerilemiştir. Duran varlıklarda yaşanan bu düşüşte 31.12.2020 döneminde 141.783.047 TL olan peşin ödenmiş giderler kaleminin 30.09.2021 döneminde uzun vadeden kısa vadeye dönerek 142.032 TL'ye gerilemesi etkili olmuştur. Şirketin duran varlıkları içerisinde maddi duran varlıklar %86,2 ile en yüksek kalem konumundadır.

Peşin ödenmiş uzun vadeli giderlerin detayı aşağıdaki gibidir.

<b>Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
Verilen avanslar- 3. taraflara	141.616.276	-
Gelecek yıllara ait giderler	166.771	142.032
	<b>141.783.047</b>	<b>142.032</b>

#### **Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu**

Peşin ödenmiş giderler kalemindeki düşüşün nedeni, Merkez Ankara projesi kapsamında Faz A bölümü inşaatının tamamlanmasıdır.

31.12.2020 döneminde 5.760.016 TL olan ertelenmiş vergi varlığı kalemi 30.09.2021 döneminde Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5. maddesi D-4 bendine göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Kurumlar Vergisi'nden muaf olması nedeni ile cari dönem içerisinde iptal edilerek sıfırlanmıştır.

30.09.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in duran varlıkları içerisinde maddi duran varlıklar kalemi %86,2 ile en yüksek kalem konumundadır.

#### **Kısa Vadeli Yükümlülükler:**

Şirketin kısa vadeli yükümlülükleri diğer finansal yükümlülükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Şirketin 31.12.2020 döneminde 23.206.695 TL olan kısa vadeli yükümlülükleri 30.09.2021 döneminde %224 oranında artarak 75.225.525 TL'ye yükselmiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerde

görülen bu artışta ticari borçlar kaleminde yaşanan artış etkili olurken ticari borçlar kalemi aynı zamanda %91,90'lik oran ile tüm kısa vadeli yükümlülük kalemleri içerisinde en yüksek kalem konumundadır.

31.12.2020 döneminde 21.612.341 TL olan ticari borçlar kalemi 30.09.2021 döneminde %220 oranında artarak 69.135.830 TL'ye yükselmiştir.

Kısa vadeli ticari borçların detayı aşağıdaki gibidir.

Kısa Vadeli Ticari Borçlar	31.12.2020	30.09.2021
Ticari borçlar- 3. taraflara	22.672.655	72.538.500
Ticari borçlar reeskontu (-)	(1.076.950)	(3.451.489)
Ticari borçlar- ilişkili taraflara	9.280	-
Diğer ticari borçlar	7.356	48.819
	<b>21.612.341</b>	<b>69.135.830</b>

*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu*

#### **Uzun Vadeli Yükümlülükler:**

Şirketin uzun vadeli yükümlülükleri diğer finansal yükümlülükler, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler ve uzun vadeli karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

30.09.2021 döneminde 2.022.414.596 TL olan şirketin uzun vadeli yükümlülükleri 31.12.2020 dönemine göre %80 oranında artmıştır. Şirketin uzun vadeli yükümlülüklerinin %41,4'ü diğer borçlar kaleminden, %58,4'ü ise ertelenmiş gelirler kaleminden oluşmaktadır.

Diğer borçlar kalemi 30.09.2021 döneminde 31.12.2020 dönemine göre %249 oranında artarak 837.976.433 TL'ye yükselmiştir. Diğer borçlar kaleminin ağırlıklı kısmı ilişkili taraf olan Pasifik Yatırım İnşaat A.Ş.'ye olan borçları içermekte olup, Pasifik Yatırım İnşaat A.Ş.'nin Şirket'in proje inşaatlarının tamamlanması amacı ile kullandığı kredilerin Şirket'e aktarılması sonucu oluşmaktadır.

Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. tarafından kullanılan kredilerin vadesi 3 ile 5 yıl arasında ve 6 ay ile 1 yıl ödemesiz dönem içermekte olup, faiz oranları %15-18 aralığındadır. Halk Bankası nezdinde Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. için verilen 525.000.000 TL tutarlı nakdi ve gayrinakdi kredilerinin muhatabının Şirket, kefalet verenin ise Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş. olacak şekilde revize edilmesi süreci devam etmekte olup, yapılacak kredi sözleşmesi değişikliği sonucu Şirket kredi borçlusu olarak kredi faiz giderlerini de üstlenecektir. Şirket bundan sonraki dönemde bankalardan kredi kullanması halinde faiz yüküne maruz kalacaktır.

Uzun vadeli diğer borçların detayı aşağıdaki gibidir.

<b>Uzun Vadeli Diğer Borçlar</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
Alınan depozito ve teminatlar	6.144.409	15.638.204
Ortaklara borçlar	233.744.992	822.338.229
	<b>239.889.401</b>	<b>837.976.433</b>

**Kaynak:** Bağımsız Denetim Raporu

Uzun vadeli ertelenmiş gelirlerin detayı aşağıdaki gibidir.

<b>Uzun Vadeli Ertelenmiş Gelirler</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
Ertelenmiş gelirler- 3. Taraflar (*)	878.564.441	1.172.586.906
Ertelenmiş gelirler- ilişkili taraflar	3.126.529	8.909.787
	<b>881.690.970</b>	<b>1.181.496.693</b>

**Kaynak:** Bağımsız Denetim Raporu

(\*) Ertelenmiş gelirler hesabında ise satışı yapılan, ancak henüz teslim edilemeyen gayrimenkuller için alınan ödemeler izlenmektedir.

#### **Özkaynaklar:**

31.12.2020 döneminde ödenmiş sermayesi 12.500 TL olan şirket sermaye artırımını yaparak ödenmiş sermayesini 30.09.2021 döneminde 200.000.000 TL'ye yükseltmiştir. Öte yandan 31.12.2020 döneminde hem geçmiş yıl hem de cari dönem zararı ile -18.078.128 TL olan şirketin özkaynakları sermaye artırımını ve net dönem zararının net dönem karına dönmesiyle 30.09.2021'de 203.745.628 TL olmuştur. Şirketin Pasifik Merkez Adi Ortaklığı'ndaki payının %49,90'dan %99'a çıkması nedeni ile geçmiş yıllar zararları yükselmiştir.

	31.12.2020	9/30/2021
<b>Özkaynaklar</b>	<b>(18,078,128)</b>	<b>203,745,628</b>
Ödenmiş Sermaye	12,500	200,000,000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	694,616	1,709,847
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		
- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	821,062	1,830,292
-Tan. Fay. Plan. Birikmiş Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	(126,446)	(120,445)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	10,000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(16,385,576)	(40,324,648)
Net Dönem Karı/Zararı	(2,399,668)	42,350,429

**Kaynak:** Bağımsız Denetim Raporu

30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla finansal tablolarındaki maddi duran varlık değer artışı, Adi Ortaklık'tan gelen Merkez Ankara projesi içerisinde bulunan satış ofisinden kaynaklanmaktadır. Satış ofisi cari dönemde gerçeğe uygun değer ile raporlamaya başlanmıştır. Bu nedenle maddi duran varlıklarda oluşan değer artış farkları özkaynaklarda yeniden değerlendirme artışı olarak raporlanmıştır.

### 5.5.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2020 yıllık ve 30.09.2021 tarihli dokuz aylık finansal dönemlere ilişkin faaliyet sonuçlarını gösterir tablolar aşağıda yer almaktadır;

Kar Zarar Tablosu (Bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	
	31.12.2020	30.09.2021
<b>Hasılat</b>	<b>32.559.375</b>	<b>799.078.275</b>
Yurtiçi Satışlar	32.559.375	799.078.275
Yurtdışı Satışlar	-	-
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>32.559.375</b>	<b>799.078.275</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>32.559.375</b>	<b>799.078.275</b>
Satışların Maliyeti (-)	(24.934.222)	(738.067.373)
<b>Brüt Kâr/(Zarar)</b>	<b>7.625.153</b>	<b>61.010.902</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(129.378)	(2.128.451)
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(5.342.773)	(9.166.466)
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.981.095	137.680
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(221.939)	(595.843)
<b>Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)</b>	<b>4.912.158</b>	<b>49.257.822</b>
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü İptali	(79.957)	153.997
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/(Zararı)</b>	<b>4.832.201</b>	<b>49.411.819</b>
Finansman Gelirleri	4.930.427	5.308.954
Finansman Giderleri (-)	(12.938.162)	(169.627)
<b>Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)</b>	<b>(3.175.534)</b>	<b>54.551.146</b>
<b>Vergi Gelir/(Gideri)</b>	<b>775.866</b>	<b>(12.200.717)</b>
Dönem Vergi Gideri	(425.508)	(642.719)
Ertlenmiş vergi geliri/gideri	1.201.374	(11.557.998)
<b>Dönem Net Kârı/(Zararı)</b>	<b>(2.399.668)</b>	<b>42.350.429</b>

**Kaynak:** Bağımsız Denetim Raporu



31.12.2020 döneminde 32.6 milyon TL gayrimenkul satış geliri elde eden şirket 30.09.2021 döneminde ise 799 milyon TL gayrimenkul satış geliri elde etmiştir.

31.12.2020 itibariyle kar/zarar tablosunda görünen 32 milyon TL satış geliri, Adi Ortaklığın EKGYO'dan (Emlak Konut) sözleşme ile satın almış olduğu bağımsız bölümlere ait sözleşmelerin devir edilmesinden oluşmaktadır. Satın alma bedeli de aynı dönem Gelir tablosu maliyetleri içerisinde yer almaktadır. Kar/zarar tablosuna yansıtılan gelir, Merkez Ankara Projesi satış gelirinin %49,9 u dur (31.12 2020 itibariyle, Pasifik Merkez Adi Ortaklığının %49,9'u Şirket'e aittir.)

30.09.2021 itibariyle kar/zarar tablosunda görünen 799 milyon TL satış geliri, kamuya ait olan ve teslim edilen (3) adet ofis binası satış gelirinden oluşmaktadır. Kar/zarar tablosuna yansıtılan gelir, Merkez Ankara Projesinde yapılan ofis binalarının satış gelirinin %99'u dur. (30.09 2021 itibariyle, Pasifik Merkez Adi Ortaklığının %99'u Şirket'e aittir.)

**Not:** Yapılan satışlar, henüz teslim edilmediği için, Ertelenmiş Gelirler hesabında izlenmektedir.

<b>Rasyolar</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
Brüt Kar Marjı	23.4%	7.6%
Faaliyet Kar Marjı	6.6%	6.2%
FAVÖK Kar Marjı	9.4%	6.3%
Esas Faaliyet Kar Marjı	9.4%	6.3%
Net Kar Marjı	-7.4%	5.3%

FAVÖK = Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar

2021 yılının ilk 9 ayında, brüt kar marjı %7.6 ve FAVÖK kar marjı %6.3 olarak gerçekleşmiştir.

### 5.5.3 Nakit Akış Tablosu

<b>ÖZET NAKİT AKIŞ TABLOSU</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.09.2021</b>
<b>A. İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akımları</b>	<b>9.170.059</b>	<b>(201.735.310)</b>
Dönem Kârı/(Zararı)	(2.399.668)	42.350.429
Dönem Net Kârı/(Zararı) Mutabakatı İle İlgili Düzeltmeler	8.855.587	9.543.121
İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Değişimler	2.714.140	(253.628.860)
<b>B. Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları</b>	<b>(301.351)</b>	<b>(648.133)</b>
Bağlı Ortaklıkların Kontrolünün Elde Edilmesine Yönelik Alışlara İlişkin Nakit Çıktıları	(4.990)	(9.900)
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıktıları	(296.361)	(638.233)
<i>Maddi Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıktıları</i>	(275.021)	(638.233)
<i>Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıktıları</i>	(21.340)	0
<b>C. Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları</b>	<b>(3.640.327)</b>	<b>205.208.477</b>
Sermaye Avanslarından Nakit Girişleri	12.500	199.987.500

Alınan Faiz	4.547.503	5.306.120
Ödenen Faiz	(12.928.322)	(85.143)
Ortak Kontrolde Tabi İşletmelerin Birleşme Etkisinden Kaynaklanan Nakit Girişleri (Çıkışları)	4.727.992	0
<b>Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış/(Azalış)</b>	<b>500.390</b>	<b>2.825.033</b>

**Kaynak:** Bağımsız Denetim Raporu, Tera

\* 2021 yılının ilk 9 ayında işletme faaliyetlerinden yaratılan nakit akımının eksi olmasının sebebi, ilişkili ve ilişkili olmayan taraflara faaliyetlerle ilgili borçlardaki azalış ve ertelenmiş gelirlerdeki azalış sayılabilir. İşletme sermayesindeki değişim rakamının kırılımı aşağıdadır:

Ticari Alacaklardaki Azalış (Artış) ile İlgili Düzeltmeler	(56.301.823)
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklardaki Azalış (Artış)	(6.470.481)
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklardaki Azalış (Artış)	(49.831.342)
Faaliyetlerle İlgili Diğer Alacaklardaki Azalış (Artış) ile İlgili Düzeltmeler	879.194
- İlişkili Taraflardan Faaliyetlerle İlgili Diğer Alacaklardaki Azalış (Artış)	159.740
- İlişkili Olmayan Taraflardan Faaliyetlerle İlgili Diğer Alacaklardaki Azalış (Artış)	719.454
Stoklardaki Azalışlar (Artışlar) ile İlgili Düzeltmeler	671.436.808
Peşin Ödenmiş Giderlerdeki Azalış (Artış)	455.027.767
Ticari Borçlardaki Artış (Azalış) ile İlgili Düzeltmeler	(49.898.028)
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlardaki Artış (Azalış)	9.280
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlardaki Artış (Azalış)	(49.907.308)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlardaki Artış (Azalış)	(919.346)
Faaliyetler ile İlgili Diğer Borçlardaki Artış (Azalış) ile İlgili Düzeltmeler	(801.349.716)
- İlişkili Taraflara Faaliyetlerle İlgili Diğer Borçlardaki Artış (Azalış)	(788.580.737)
- İlişkili Olmayan Taraflara Faaliyetlerle İlgili Diğer Borçlardaki Artış (Azalış)	(12.768.979)
Ertelenmiş Gelirlerdeki Artış (Azalış)	(372.093.058)
İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Diğer Artış (Azalış) ile İlgili Düzeltmeler	(99.785.144)
- Faaliyetlerle İlgili Diğer Varlıklardaki Azalış (Artış)	(99.789.702)
- Faaliyetlerle İlgili Diğer Yükümlülüklerdeki Artış (Azalış)	4.558
Vergi İadeleri (Ödemeleri)	(625.514)
<b>TOPLAM</b>	<b>(253,628,860)</b>

#### 5.5.4 Karşılıklar ve Teminat, Rehin, İpotek ve Kefaletler (“TRİK”)

Grup tarafından verilen 1.025.000.000 TL tutarında diğer grup şirketleri lehine verilmiş kefalet bulunmaktadır. Bu kefalet, Şirketin ilişkili tarafı olan Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnşaat A.Ş.’nin kullandığı kredilere verilen kefaletlerden oluşmaktadır. Söz konusu kefaletler genel kredi limiti için gerçek kişi ortakların ve ortakların sahip olduğu diğer şirketlerin de kefaleti bulunmaktadır. Kefalet, Türkiye Halk Bankası A.Ş. ile Pasifik İnşaat Gayrimenkul İnşaat A.Ş. arasında imzalanan limitli kredi sözleşmelerine müşterek ve müteselsil borçlu ve kefil olunması suretiyle oluşmuştur. Ancak bu kefaletler 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla durumunu göstermekte olup Grup 26 Ekim 2021 tarihinde belirtilen kefalet tutarının 275.000.000 TL’lik kısmından ve 29 Kasım 2021 tarihinde ise geriye kalan 750.000.000 TL’lik kısmından çekilmiştir. Grup’un bu olay sonucunda rapor tarihi itibarıyla kefalet yükümlülüğü kalmamıştır.

#### 5.5.5 Borçluluk ve Likidite Rasyoları

Borçluluk Analizi	31.12.2020	30.09.2021
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	320,454	320,018
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	149,428	112,847
Nakit ve Nakit Benzerleri	887,687	3,712,720
Net Borç (Nakit)	(417,805)	(3,279,855)
Özkaynak	(18,078,128)	203,745,628
Net Borç/Özkaynak	2.3%	-1.6%

\* Finansal borçların icine, kefaletler eklenmemiştir.

Likidite Oranları	31.12.2020	30.09.2021
Cari Oran	41.83	30.35
Asit-Test Oranı	8.09	11.05
Nakit Oran	0.04	0.05

Cari Oran: Dönen varlıkların, kısa vadeli borçları karşılama oranıdır.

**Asit-Test Oranı:** Likit varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ile hesaplanır. Hesaplama yöntemi olarak bilançoda, dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu bulunan rakamın, kısa vadeli borçlara bölünmesi ile bulunur.

**Nakit Oran:** Hesaplama yöntemi olarak bilançoda, nakit ve nakit benzeri varlıkların, kısa vadeli borçlara bölünmesi ile bulunur. Şirketlerin nakit varlıkları ile kısa vadeli borçlarının ne kadarlık kısmını ödeyebileceğini gösterir.

## 6. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

### 6.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020 ve 30.09.2021 tarihli bilanço ve gelir tablolarının yanı sıra Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı "Merkez Ankara Projesi" değerlendirme raporu ile 21.09.2021 tarihli ve Pasifik – 2021078 sayılı "İstanbul Ortaköy (Next Level İstanbul)" değerlendirme raporlarından yararlanılmıştır. Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

İlgili dönemlere ait bağımsız denetim raporlarına Şirket'in [www.pasifikgvo.com.tr](http://www.pasifikgvo.com.tr) ve [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr) adreslerinden ulaşılabilir.

### 6.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörleri şöyle sıralayabiliriz;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

## 7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıdaki iki temel yöntem üzerinde çalışılmıştır.

- Net Aktif Değeri Analizi (NAD)
- Piyasa Çarpanları Analizi

### Net Aktif Değer Analizi

Net Aktif Değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir.

**Net Aktif Değer (NAD) =** Firmanın Aktiflerinin Piyasa Değeri - Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri – Diğer Yükümlülükler şeklinde hesaplanmaktadır.

Net Aktif Değer hesaplanmasında Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 30.09.2021 tarihli bilanço ve gelir tablolarının yanı sıra Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı “Merkez Ankara Projesi” değerlendirme raporu ile 21.09.2021 tarihli ve Pasifik – 2021078 sayılı “İstanbul Ortaköy (Next Level İstanbul)” değerlendirme raporları dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer Tablosu aşağıda yer almaktadır.

	30.09.2021 (TL)
<b>Projeler</b>	<b>4.432.174.043</b>
Merkez Ankara Projesi	2.071.360.330
Next Level İstanbul	2.360.813.713
Dönen Varlıklar	830.870.130
Duran Varlıklar	18.434.663
<b>Toplam Aktifler (*)</b>	<b>5.302.401.668</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.225.525
Uzun Vadeli Yükümlülükler (**)	840.917.903
Satışlar-Maliyetler (***)	270.584.263
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>1.186.727.691</b>
<b>NET AKTİF DEĞER</b>	<b>4.094.751.145</b>

\* Toplam aktiflerin içerisinde bulunan, 30.09.2021 tarihli bağımsız denetim raporunda “Stoklar” kaleminde takip edilmekte olan yarı mamul olarak izlenen 1.452.080.956 TL tutar çıkarılmıştır. Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı “Merkez Ankara Projesi” değerlendirme raporundaki projenin, net gelir ve giderleri dikkate alınarak hesaplanmış net bugünkü değeri olan 2.071.360.330 TL ile 21.09.2021 tarihli ve Pasifik – 2021078 sayılı “İstanbul Ortaköy (Next Level İstanbul)” değerlendirme raporuna göre; projenin net bugünkü değeri olan 2.360.813.713 TL eklenmiştir.

\*\* Uzun Vadeli Yükümlülükler, Şirket'in inşaatını tamamlayarak satışını gerçekleştirdiği ancak tapu ve kat irtifakı süreçlerinin devam etmesi nedeniyle 30.09.2021 tarihli bağımsız denetim raporunda "Ertelenmiş Gelirler" kaleminde takip edilmekte olan 1.181.496.693 TL tutarın çıkartılmasıyla elde edilmiştir.

\*\*\* Satışlar – Maliyetler kalemi hesaplamasında ise, Ertelenmiş Gelirler olan 1.181.496.693 TL'den, Stoklar olarak görülen inşaat maliyetleri tutarı olan 1.452.080.956 TL'nin çıkarılmasıyla elde edilen değer kullanılmıştır.

### Projeler;

Şirketin mevcut durumda devam eden, Merkez Ankara ve Next Level İstanbul projeleri, hasılat paylaşımı modeline göre Emlak Konut GYO A.Ş. tarafından gerçekleştirilen ihaleye katılım sağlanarak üstlenilmiştir. Sözkonusu projelerle ilgili özet bilgiler aşağıda yer almakta olup, Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporları, İzahname ekinde, Kamuyu Aydınlatma Platformunda "[www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)" ve Şirket'in internet sitesinde "[www.pasifikgyo.com.tr](http://www.pasifikgyo.com.tr)" tasarruf sahiplerinin incelemesine açık tutulmaktadır. Fiyat Tespit Raporu çalışmalarında, bu raporun ekinde bulunan Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı "Merkez Ankara Projesi" değerlendirme raporu ile 21.09.2021 tarihli ve Pasifik – 2021078 sayılı "İstanbul Ortaköy (Next Level İstanbul)" değerlendirme raporları esas alınmıştır.

### -Merkez Ankara Projesi (Pasifik-Merkez Ankara Adi Ortaklığı)

Merkez Ankara Projesi için, Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı "Merkez Ankara Projesi" değerlendirme raporundaki Nakit Akış Tablosuna göre %14,50 iskonto edilerek hesaplanmış olan Net Bugünkü Değer 2.092.283.162 TL tutarına ulaşmıştır. Nakit akış projeksiyonu özet tablosu;

(TL)	2021/4.çeyrek	2022	2023	2024	2025
<b>SATIŞLAR</b>	283.479.659	2.271.806.878	1.805.994.923	1.701.898.824	1.022.188.976
<b>MALİYETLER</b>	227.348.288	1.289.496.270	890.978.325	861.626.612	637.322.362
<b>NET FAALİYET KARI</b>	56.131.372	982.310.609	915.016.599	840.272.212	384.866.614

*Kaynak: Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu*

9 Temmuz 2015 tarihinde Emlak Konut GYO A.Ş. ile yapılmış olan "Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi" (%70 Pasifik Merkez Ankara Adi Ortaklığı- %30 Emlak Konut GYO A.Ş. paylaşımlı) kapsamında Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, İstasyon Mahallesi'nde 124.476 m<sup>2</sup>'lik arsa alanı içerisinde inşa edilmekte olan projenin toplam inşaat alanı 1.186.436,88 m<sup>2</sup>'dir. Projenin 28 Eylül 2017 tarihinde inşaat ruhsatı alınmış olup; bu tarihten itibaren inşaat çalışmaları başlamıştır.

Projenin ön satışları 28 Temmuz 2018 tarihinde başlamıştır. Proje kapsamından 3 blok kamu ofisi, 1 blok cami, 5 blok şehir süiti, 5 blok konvansiyonel konut, 1 blok otel, 2 blok teras ofisi, 1 kule, AVM ve kapalı otopark inşa edilmektedir. Projenin fazlar halinde 2025 yılsonuna kadar tamamlanması beklenmektedir. Mevcut durumda Projenin %44'ü tamamlanmıştır.

### Proje İle İlgili Genel Bilgiler

-Rapor konusu Merkez Ankara Projesi, 124,475.80 m<sup>2</sup> yüz ölçümlü 63865 ada 2 parsel üzerinde inşa edilmektedir.

-Projesi kapsamında ruhsat alınmış, 63865 ada 2 parsel üzerinde, A, B, C, D, E, F, G, H, L1(OTEL), L2, L3, M1, M2, M3, N (AVM), P, R, O blokları bulunmaktadır.

-Proje kapsamında çarşaf listeleri hazırlanmış A, B, C, D, E, F, G, H, L1(OTEL), L2, L3, M1, M2, M3, N (AVM), P, R, O bloklarında toplam bağımsız bölüm sayısı 3059'dur.

-Hâlihazırda projenin inşaat seviyesi yaklaşık %44,02'dir. Bloklardaki bağımsız bölümlerin nitelikleri ve toplam satılabilir alanları tabloda sunulmuştur.

Sıra No	Blok No	Bağımsız Bölüm Tip	Bağımsız Bölüm Adedi	Satılabilir Alan (m <sup>2</sup> )
1	A	Ofis	388	111.017,82
2	B	Ofis	319	63.010,12
3	C	Ofis	595	63.731,43
4	D	Konut	191	28.184,76
5	E	Konut	160	36.481,20
6	F	Konut	148	33.781,71
7	G	Konut	170	29.854,60
8	H	Konut	155	27.208,59
9	L1	Otel	1	15.041,40
		Dükkân	1	448,10
10	L2	Konut	50	4.280,24
		Dükkân	2	636,50
11	L3	Konut	196	19.545,81
		Dükkân	2	344,59
12	M1	Konut	179	17.182,24
		Dükkân	2	239,39
13	M2	Konut	58	4.971,52
		Dükkân	3	519,74
14	M3	Konut	118	11.194,08
		Dükkân	2	252,54
15	N	AVM	144	50.969,48
16	O	Dükkân	11	1.164,95
		Ofis	30	29.541,68
17	P	Dükkân	10	1.056,39
		Ofis	52	51.798,53
18	R	Dükkân	10	1.116,45
		Ofis	62	64.281,68
<b>Toplam</b>			<b>3059</b>	<b>667.855,54</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Projede; 1+1, 2+1, 3+1, 4+1, 5+1 ve 6+1 dubleks tipte daireler, dükkân, ofisler, otel ve AVM (Dükkân, 2 Katlı Dükkân ve Sinema) mevcuttur.

BB Nitelik	Adet	Satılabilir Alan (m <sup>2</sup> )
Satılabilir Dükkan Alanı (m <sup>2</sup> )	43	5.778,65
Satılabilir Ofis Alanı (m <sup>2</sup> )	1.446	383.381,26
Satılabilir Konut Alanı (m <sup>2</sup> )	1.425	212.684,75
Satılabilir AVM Alanı (m <sup>2</sup> )	144	50.969,48
Satılabilir Otel Alanı (m <sup>2</sup> )	1	15.041,40
Satılabilir Toplam Alanı (m <sup>2</sup> )	<b>3.059</b>	<b>667.855,54</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Onaylı çarşaf listeler üzerinden tespit edilen bağımsız bölüm adetleri ve kullanım aralıkları aşağıda tabloda sunulmuştur.

<b>Bağımsız Bölüm Brüt Alanları</b>		
Bağımsız Bölüm Tip	Adedi	Kullanım Aralığı (m <sup>2</sup> )
1+1	503	81,27 ~ 103,97
2+1	172	114,69 ~ 161,95
3+1	320	156,99 ~ 172,50
4+1	274	193,44 ~ 223,09
5+1	148	228,61 ~ 228,96
6+1 Dubleks	8	392,89 ~ 414,35
Ofis	1446	62,45 ~ 1.592,61
Dükkân	43	52,81 ~ 448,10
Dükkân (AVM)	142	14,33 ~ 4.436,16
2 Katlı Dükkân (AVM)	1	1.625,32
Otel	1	15.041,40
Sinema (AVM)	1	6.108,48
	<b>3059</b>	

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

**Not:** Projenin tamamlanması durumundaki bugünkü değerinin hesaplanmasında yukarıda detayları belirtilen proje verileri kullanılmış olup rapor konusu parseller üzerinde farklı bir proje geliştirilmesi durumunda iş bu değer farklı olacaktır.

**Not:** Bağımsız bölümlere ait tahsisli alanların bilgisi Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'den temin edilmiş olup bağımsız bölümlere değer takdir olunurken bu alanlar da dikkate alınmıştır. Tahsisli alanların değişmesi durumunda iş bu değerler farklı olacaktır.



## **Gayrimenkullerin Değerine Etki Eden Olumlu - Olumsuz Faktörler**

### **Olumlu Özellikler**

- Bölgede toplu ulaşım ve ana ulaşım arterlerinin bulunması, parsel çevresinin önemli ulaşım arterleri ile çevrili olması,
- Bölgede Ankapark gibi büyük kamu yatırımlarının mevcut olması,
- Kentin eski ve merkezi bölgesinde konumlanması,
- Kentin, stadyum, spor salonu, tren garı, büyük AVM kompleksleri, hipodrom, gençlik parkı gibi önemli ve belirgin yerlerine yakın konumda olması.

### **Olumsuz Özellikler**

- Projenin henüz tamamlanmamış olması,
- Kentin yeni konut ve ticaret merkezlerinin oluşması sebebi ile bölgenin görece eski cazibesini yitirmiş olması,
- Küresel çapta ve bölgesel olarak yaşanan pandeminin neden olduğu ekonomik krizin gayrimenkul piyasaları üzerindeki etkisi ekonomik gelişmelerde yaşanan dalgalanmalar,
- Bankaların yaptığı faiz kampanyalarının neden olduğu gayrimenkul piyasalarındaki spekülasyon hareketleri.

## **DEĞERLEMEDE KULLANILAN YÖNTEMLERİN ANALİZİ**

Gayrimenkullerin değerlemesinde genel itibarı ile kullanılabilir olan üç farklı ana değerlendirme yöntemi bulunmaktadır. Bunlar “Pazar Yaklaşımı”, “Nakit Akışı (Gelir) Yaklaşımı” ve “Maliyet Oluşumları Yaklaşımı” yöntemleridir. Geliştirme Amaçlı Mülk Değerlemesinde de bahsi geçen bu üç yaklaşım dolaylı olarak kullanılmaktadır.

### **Projenin Maliyet Yaklaşımı İle Mevcut Durum Değeri Tespiti**

Bu yaklaşımda, mevcut yapının günümüz ekonomik koşullarında yeniden inşa edilme maliyeti gayrimenkulün değerlemesi için baz kabul edilir. Projenin pazar değerinin tespitinde arsa değeri ve arsa üzerindeki inşai yatırımların mevcut durumu itibarıyla değeri ayrı ayrı irdelenmiştir. Bu değerler tek başına satışa esas alınabilecek değerler olmayıp projenin toplam değerine ışık tutmak adına hesaplanmıştır.

### Arsa Değeri:

Maliyet Yaklaşımı bileşenlerinden biri olan arsa değerinin tespitinde, raporumuz 6.1. maddesinde yer alan pazar yaklaşımı ile ulaşılan arsa değerinin kullanılması uygun görülmüştür. Bu yöntemde proje bünyesinde yer alan parselin değeri için KDV hariç toplam 888.134.833,-TL değer hesap ve takdir edilmiştir.

### Arsa Üzerindeki İnşai Yatırımların Mevcut Durumu İtibari İle Değeri:

Rapor konusu Merkez Ankara Projesi'nin bünyesinde yer alan parselin yasal izinleri alınmış ve inşaatı zeminde de başlamış durumdadır. Pasifik Grup Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'den elde edilen bilgiye göre projenin genel inşaat seviyesinin %44,02 olduğu öğrenilmiştir. Mevcut durum değeri bu bilgi doğrultusunda hesaplanmıştır.

Proje kapsamında parsellerin son ruhsat bilgileri aşağıda tablo olarak özetlenmiştir.

SIRA NO	BLOK NO	RUHSAT TARİHİ	RUHSAT NO	YAPI SINIFI	İNŞAAT ALANI (m <sup>2</sup> )
1	A	28.9.2017	122-1	V-A	190.719,15
2	B	28.9.2017	122-2	V-A	107.016,29
3	C	28.9.2017	122-3	V-A	106.299,91
4	D	28.9.2017	122-4	V-A	51.743,77
5	E	28.9.2017	122-5	V-A	66.398,08
6	F	28.9.2017	122-6	V-A	61.945,11
7	G	28.9.2017	122-7	V-A	55.484,91
8	H	28.9.2017	122-8	V-A	50.230,22
9	L1	28.9.2017	122-9	V-C	30.286,27
10	L2	28.9.2017	122-10	V-A	9.647,08
11	L3	28.9.2017	122-11	V-A	36.063,79
12	M1	28.9.2017	122-12	V-A	32.397,45
13	M2	28.9.2017	122-13	V-A	10.657,38
14	M3	28.9.2017	122-14	V-A	21.223,49
15	N BLOK (AVM-DÜKKAN-PERAKENDE)	28.9.2017	122-15	V-A	86.543,11
16	O	28.9.2017	122-16	V-A	56.123,33
17	P	28.9.2017	122-17	V-A	94.468,83
18	R	28.9.2017	122-18	V-A	114.676,67
19	S (Cami)	28.9.2017	122-19	IV-A	4.512,05
20	İKSA	28.9.2017	122-20	II-A	31.450,04
					1.217.886,93

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

GİDERLER	İNŞAAT ALANI TOPLAMI (m <sup>2</sup> )	BİRİM (m <sup>2</sup> ) MALİYETİ	TOPLAM MALİYET
FAZ A	265.269	1.960	100,00%
			520.000.000
FAZ B	512.621	2.458	100,00%
			1.260.000.000
FAZ C	404.034	3.094	100,00%
			1.250.000.000
SATIŞ OFİSİ İNŞAAT MALİYETİ			100%
			13.526.000
CAMİ	4.512	1.662	100%
			7.500.000
İKSA İŞLERİ	31.450	600	18.870.000
ARSA HARİÇ İNŞAAT GİDERLERİ TOPLAMI	<b>1.217.886</b>	<b>2.521</b>	<b>3.069.896.000</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

### İnşaat Maliyeti

Türü	Toplam İnşaat Alanı (m <sup>2</sup> )	Toplam Maliyet (TL)
Konut, Ticaret, Otel ve AVM İnşaat Alanı	1.217.886	3.069.896.000
<b>Toplam İnşaat Maliyeti</b>		<b>3.069.896.000</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Yukarıda özetlenen bilgiler doğrultusunda rapor konu Merkez Ankara Projesi'nin toplam inşaat alanı 1.217.886 m<sup>2</sup> olarak hesaplanmıştır.

Rapor konusu parsel üzerindeki projenin mevcut durum itibariyle yasal izinleri alınmış ve inşaatı zeminde de başlamış durumdadır. Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nden alınan bilgiler doğrultusunda parsellerin tamamı göz önünde bulundurulduğunda projede genel inşaat seviyesinin %44,02 olduğu öğrenilmiştir. Mevcut durum değeri bu bilgi doğrultusunda hesaplanmıştır. Taşınmazların mahal listeleri incelendiğinde standart üzeri taşınmazlar üretileceği tespit edilmiştir.

Ancak yapı ruhsatları üzerinden ortak alanların büyüklüğü de göz önünde bulundurulmuş olup buradan hareketle bu birim bedeller uygun görülmüştür. Birim bedellerde proje çevre düzenlemesi, altyapı, aydınlatma vb. maliyetler de göz önünde bulundurulmuştur.

Bu doğrultuda projenin mevcut genel inşaat seviyesi (%44,02) itibariyle gerçekleşmiş olan maliyet değeri aşağıda hesaplanmıştır.  $3.069.896.000.TL \times \%44,02 = 1.351.368.219$

### **Maliyet Oluşumları Yaklaşımına Göre Proje'nin Mevcut Hali İle Değeri**

Arsa Toplam Değeri (TL)	888.134.833,00
Arsa Üzerindeki Yatırımların Güncel Durumu İle Değeri (TL)	1.351.368.219,00
<b>Proje'nin Mevcut Hali İle Toplam Değeri (TL)</b>	<b>2.239.503.052,00</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Projenin mevcut durum değerinin tespiti için "Maliyet Yaklaşımı Yöntemi" kullanılmıştır. Projenin rapor tarihi itibariyle inşaat tamamlanma seviyesine göre (%44.02) değeri 2.239.503.052,00.TL projenin mevcut durumuyla Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. payına düşen değeri  $2.239.503.052,00.TL * 0.70 * 0.99 = 1.551.975.615.TL$  olarak hesap ve takdir edilmiştir.

Emlak Konut GYO A.Ş. mülkiyetine sahip olduğu arsayı hasılat paylaşımı karşılığında yükleniciye tahsis ederek projeyi gerçekleştirmektedir. Projeler için sözleşme gereği her türlü inşaat maliyetine yüklenici firma katlanmaktadır.

Sözleşmenin feshi durumunda yüklenici firma o ana kadar yapmış olduğu tüm inşaat maliyetini hukuki yollarla Emlak Konut GYO A.Ş.'den talep edebilmektedir. Bu bilgidен hareketle mülkiyeti Emlak Konut GYO A.Ş.'ne ait olan arsanın değerinin, mevcut durum itibariyle Emlak Konut GYO A.Ş. payına düşen değere karşılık geldiği ve bu değer minimum değer olacağı kanaatine varılmıştır.

### **Projenin Tamamlanması Durumundaki Bugünkü Değerinin Tespiti**

Geliştirme amaçlı mülk değerlemesi kapsamında gelir yaklaşımı ve kalıntı yöntemi kullanılarak rapor konusu projenin tamamlanması durumundaki bugünkü değerine ve proje bünyesindeki arsanın değerlerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

Bu yöntemde, mevcut projenin tamamlanması için gereken tüm maliyetler ve gelirlerin proje ile ilgili riskleri de dikkate alınarak bir nakit akış tablosuna yansıtılması beklenilmektedir. Ancak bu projede arsa maliki Emlak Konut GYO A.Ş. ile yüklenici firma Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnş.A.Ş.-Çiftay İnş.Taah. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı arasında bir hasılat paylaşımı sözleşmesi mevcuttur. Bu sözleşmeye göre arsa maliki Emlak Konut GYO A.Ş.'nin toplam hasılat payı oranı %30, yüklenici firma Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnş. A.Ş.- Çiftay İnş.Taah.ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı'nın toplam hasılat payı oranı %70'dir.Daha sonra %70 Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnş. A.Ş.- Çiftay İnş.Taah.ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnş. A.Ş.- Çiftay

İnş.Taah.ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı kurularak buradan %1 hisse Pasifik Gayrimenkul Yatırım İnş. A.Ş. %99 hisse Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak düzenlenmiştir.

Yüklenici firma hasılat payı projenin tamamlanması için gerekli olan tüm maliyetleri, yüklenici karını ve proje ile ilgili riskleri kapsamaktadır.

Projeden elde edilecek toplam gelirlerin bugünkü değeri hesaplanmış ve bu değer projenin tamamlanması durumundaki bugünkü değerini yansıtaacağı kabul edilmiştir.

### **Nakit Akışı Tablosu İçin Kullanılan Veriler, Kabuller ve Varsayımlar**

Proje kapsamındaki bağımsız bölümler için çarşaf listelerde yer alan satılabilir alan verileri kullanılmıştır. Proje için ulaşılan toplam satılabilir alan verileri aşağıda tablo olarak özetlenmiştir.

Faz A Satılabilir Dükkan Alanı (m <sup>2</sup> )	3.338
Faz A Satılabilir Ofis Alanı-Kamu (m <sup>2</sup> )	145.622
Faz C Satılabilir Ofis Alanı (m <sup>2</sup> )	237.759
Faz B Satılabilir Konut Alanı (m <sup>2</sup> )	212.685
Faz B Satılabilir AVM Alanı (m <sup>2</sup> )	52.962
Faz B Satılabilir Otel Alanı (m <sup>2</sup> )	15.490
Satılabilir Toplam Alanı (m <sup>2</sup> )	667.856
Toplam İnşaat Alanı (m <sup>2</sup> )	1.217.886

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Proje bünyesinde üretilecek olan bağımsız bölümlerin ortalama birim satış değerlerinin tespiti için rapora konu projenin yakın çevresinde konumlu olan söz konusu bağımsız bölümlere emsal teşkil etmek üzere satılmış/satışa sunulmuş benzer gayrimenkuller araştırılmıştır.

Özetlenen emsal taşınmaz verileri raporumuza konu proje bünyesinde üretilecek bağımsız bölümler ile konum, büyüklük, teknik ve mimari özellikler, ticari potansiyel vb. kriterler doğrultusunda kıyaslanmış ve proje bünyesindeki bağımsız bölümler için ortalama satış birim değerleri takdir edilmiştir. Proje bünyesinde yer alan konut nitelikli bağımsız bölümler için ortalama birim satış değerinin 11717,-TL/m<sup>2</sup>, ofis nitelikli bağımsız bölümler için ortalama birim satış değerinin 20.147,-TL/m<sup>2</sup>, dükkan nitelikli bağımsız bölümler için ortalama birim satış değerinin 12.412,-TL/m<sup>2</sup>, otel nitelikli bağımsız bölümler için ortalama birim satış değerinin 16.000,-TL/m<sup>2</sup> ve AVM için ortalama birim satış değerinin 25.000,- TL/m<sup>2</sup> olacağı uygun görülmüştür.

Bağımsız Bölüm Nitelik	Satılabilir İnşaat Alanı (m <sup>2</sup> )	Ortalama Birim Satış Değeri (TL/m <sup>2</sup> )
<b>FAZ A TİCARİ BİRİM</b>	3338	10.518
<b>FAZ A KAMU BLOKLARI</b>	145.622	5.300
<b>FAZ C OFİS</b>	237.759	20.147
<b>FAZ B KONUT</b>	212.685	11717
<b>FAZ B AVM</b>	52.962	25.013

<b>FAZ B OTEL</b>	16.000	16.453
	668.366	

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Projedeki bağımsız bölümlerin satış hızları aşağıda tabloda özetlenmiştir.

### Satış Hızları

Yıllar	2020	2021	2022	2023
<b>Dükkân</b>	0%	50%	50%	0%
<b>Ofis</b>	20%	20%	30%	30%
<b>Konut</b>	75%	20%	5%	0%
<b>AVM</b>	0%	25%	75%	100%
<b>Otel</b>	0%	0%	100%	0%

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Kullanılan tüm varsayımlar, tablolara formül yoluyla işlenerek rakamların görünen ondalık basamak sayısı kısıtlanmış ve yuvarlanmıştır.

Türk Lirası enflasyon artış oranı %14,50 olarak kabul edilmiştir.

İskonto oranı risksiz getiri oranı ve risk primi toplamları olup 0,15 olarak alınmıştır. Buna göre 01 Ekim 2025 vadeli 6 aylık kupon ödemeli devlet iç borçlanma senedi baz alınmıştır. (Kupon Faizi: 6.30 Kupon Dönemi: 6 ay, Risksiz Getiri Oranı: Kupon Faizi x Kupon Dönemi=6,30 x 2 =12,60 alınmış olup Risk Primi: 1.90 olarak kabul edilmiştir.)

Aşağıda yapılan kabuller ve hesaplanan değerlere göre projenin indirgenmiş nakit akımları analizi rapor ekinde sunulmuştur.

## Proje Gelirleri

GELİRLER	SATILABİLİR ALAN (m <sup>2</sup> )	ORTALAMA (m <sup>2</sup> ) FİYATI (TL)	TOPLAM CİRO (TL)
FAZ A - KAMU BLOKLARI	145.622	5.302	772.041.671
FAZ A - TİCARİ BİRİMLER	3.338	10.518	35.108.100
FAZ B	281.647	11.780	3.317.702.236
FAZ B - GERÇEKLEŞEN SATIŞLAR - KONUT + SUİT (VADELİ ALACAKLAR DAHİL)	181.576	7.132	1.295.075.279
AİLE KONUTLARI (STOK)	28.139	13.952	392.598.584
ŞEHİR SÜİTLERİ (STOK)	2.970	14.067	41.777.153
OTEL (REZİDANS) (STOK)	16.000	16.453	263.251.220
FAZ B TİCARİ BİRİMLER (STOK)	52.962	25.018	1.325.000.000
FAZ C	237.759	20.147	4.790.071.949
FAZ C - YAPILAN SATIŞLAR - OFİS (VADELİ ALACAKLAR DAHİL)	53.737	6.035	324.327.354
TERAS OFİS (STOK)	31.649	18.335	580.301.092
KOLEKTİF OFİS (STOK)	41.355	24.405	1.009.266.548
MERKEZ KULE (STOK)	111.018	25.907	2.876.176.955
<b>TOPLAM SATIŞ GELİRİ</b>	<b>668.366</b>	<b>13.338</b>	<b>8.914.923.955</b>

DİĞER GELİRLER	GELİR TOPLAMI (TL)
KULLANILAN KREDİ - VAKIFBANK	500.000.000
FAİZ GELİRİ	23.000.000
DİĞER GELİRLER TOPLAMI	523.000.000
<b>GENEL TOPLAM</b>	<b>9.437.923.955</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

## Proje Giderleri

GİDERLER	İNŞAAT ALANI TOPLAMI (m <sup>2</sup> )	BİRİM (m <sup>2</sup> ) MALİYETİ	TOPLAM MALİYET
FAZ A	265.269	1.960	100,00%
			520.000.000
FAZ B	512.621	2.458	100,00%
			1.260.000.000
FAZ C	404.034	3.094	100,00%
			1.250.000.000
SATIŞ OFİSİ İNŞAAT MALİYETİ			100%
			13.526.000
CAMİ	4.512	1.662	100%
			7.500.000
İKSA İŞLERİ	31.450	600	18.870.000
ARSA HARİÇ İNŞAAT GİDERLERİ TOPLAMI	1.217.886	2.521	3.069.896.000
SATIŞ VE PAZARLAMA GİDERİ		3%	278.561.078
EMLAK KONUT GYO ARSA PAYI		30%	2.674.477.187
TOPLAM MALİYET		4.945	6.022.934.264

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

DİĞER MALİYETLER TOPLAMI	GİDER TOPLAMI
KREDİ - VAKIFBANK	590.738.295,89
BANKA KATKI PAYI (HAYALLERİNİ ERTELEME KAMPANYASI KAPSAMINDA YAPILAN ÖDEME)	45.478.419,00
DİĞER MALİYETLER TOPLAMI	636.216.714,89
<b>GENEL MALİYETLER TOPLAMI</b>	<b>6.659.150.979,35</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu



## Ulaşılan Değer

Toplam Gelirlerinin Bugünkü Değeri (TL)	2.092.283.162
Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ŞPTGO(%)	%99
Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ŞPTGO (TL)	2.071.360.330

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli 2021/0008 sayılı Merkez Ankara projesi değerlendirme raporu

Yukarıdaki varsayımlar altında yapılan ve sonuçları ekteki İndirgenmiş Nakit Akımları tablosunda projeden elde edilecek gelirin, oluşacak olan maliyetlerde göz önünde bulundurularak 2021-2025 yılları arasında gerçekleşecek satışlardan oluşacak gelirler 4 dönemlik nakit akım tablosu düzenlenerek Arsa Satışı Karşılığı %30 Emlak GYO A.Ş. Şirket Payı Gelir oranı ve maliyetler düşüldükten sonra oluşan bugünkü değeri 2.092.283.162-TL olarak bulunmuştur. Değerleme çalışmasında Maliyet Yöntemi ve Gelir Yöntemleri değerlendirme işlemleri yapılmış olup projenin Gelir getirici bir proje olması göz önünde bulundurularak Nihai Değer Takdiri olarak Gelir Yöntemi ile takdir edilen değer Nihai Değer Takdiri olarak tespit edilmiştir.

Fiyat Tespit raporunda Adım Gayrimenkul ve Değerleme A.Ş. tarafınca hazırlanan 21.09.2021 tarihli ve 2021/0008 sayılı “Merkez Ankara Projesi” değerlendirme raporundaki projenin net bugünkü değeri olan 2.092.283.162 TL üzerinden Pasifik GYO A.Ş. payına düşen 2.071.360.330 TL (2.092.283.162 TL\*0,99) tutar işbu Fiyat Tespit Raporu’nda esas alınmıştır.

### -Next Level İstanbul Projesi (Pasifik - Levent Adi Ortaklığı)

Pasifik GYO’nun ikinci projesi yine %99 hissesine sahip olduğu Pasifik Levent Adi Ortaklığı tarafından gerçekleştirilecek olan Next Level İstanbul Projesidir. Proje İstanbul-Beşiktaş ilçesinin Ortaköy semtinde yer almaktadır. Next Level İstanbul Projesi, 29.05.2021 tarihinde Emlak Konut GYO A.Ş. ile Pasifik Levent Adi Ortaklığı arasında yapılmış olan “Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi” (%55 Pasifik Levent Adi Ortaklığı - % 45 Emlak Konut GYO A.Ş. paylaşımlı) kapsamında İstanbul İli, Beşiktaş İlçesi, Ortaköy Mahallesi 30 Ada, 74-75-76-77-78-104 Parsel’de kayıtlı, turizm-ticaret-konut fonksiyonlu 17.131 m<sup>2</sup>, park fonksiyonlu 2.748 m<sup>2</sup> olmak üzere toplam 19.879 m<sup>2</sup>’lik arsa alanı içerisinde inşa edilecek olan projenin toplam inşaat alanının 28.266 m<sup>2</sup> olması planlanmaktadır. Projenin %85’i Konut ve %15’i ise Ticari Alan ve İş yerlerinden (Ofis alanları) oluşacaktır. Projede yapılması planlanan konut sayısı 148 adettir. Projenin ruhsat ve inşaat çalışmaları henüz başlamamıştır.

Değerleme konusu İstanbul Beşiktaş Ortaköy Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İşine ilişkin yapılmış olan değerlendirme çalışmasında;

-Projenin mevcut durum değerinin tespitinde Yeniden İnşa Etme (İkame) Maliyeti Yaklaşımı yöntemi,

-Projenin tamamlanması durumundaki değerinin tespitinde Nakit Akışı (Gelir) Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır. Projenin tamamlanması durumundaki nihai değer takdirinde ise gelir yönteminde bulunan değer kullanılmıştır.

- Pazar Yaklaşımı, arsa değerinin tespitinde ve Nakit Akışı (Gelir) Yaklaşımı yönteminde kullanılan ortalama birim m<sup>2</sup> satış değerlerinin(dükkan, konut) takdir edilmesinde kullanılmıştır.

## Pazar Yaklaşımı

### Arsa Emsalleri

TAşINMAZIN ARSA DEğER TABLOSU					
Ada No	Parsel No	Alanı (m <sup>2</sup> )	Birim m <sup>2</sup> Değeri	Parselin Değeri (-TL)	Parselin YuvarlatılmışDeğeri (-TL)
30	104	11.242	85.000	955.570.000	955.570.000
30	77	1.750	85.000	148.750.000	148.750.000
30	74	1.555	85.000	132.175.000	132.175.000
30	75	1.975	85.000	167.875.000	167.875.000
30	76	566	85.000	48.110.000	48.110.000
30	78	43	85.000	3.655.000	3.655.000
<b>TOPLAM</b>		<b>17.131</b>		<b>1.456.135.000</b>	<b>1.456.135.000</b>

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.ř. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerleme raporu

Yapılan piyasa araştırmalarından elde edilen verilerin bir arada yorumlanması neticesinde söz konusu taşınmazların konum, fiziksel özellikleri ve büyüklüklerine göre m<sup>2</sup> arsa bedeli Emsal 1-2-3 göre 76.800-98.663 TL/m<sup>2</sup> değerlemeye alınmıştır.30 Ada 104,77,74,nolu parseller Barbaros Bulvarına cepheli parseller için 85000.TL/m<sup>2</sup> 75 nolu parsel için ise 75000.TL/m<sup>2</sup>,76 nolu parsel için Park alanında kalması nedeni ile belediye rayiç bedeli olarak 5471,92.TL/m<sup>2</sup> 78 parsel için parsel küçüklüğü ve tek başına yapılaşma hakkı olmaması göz önünde bulundurulmuş ve 37.500.TL/m<sup>2</sup> olarak belirlenmiştir.Ancak hali hazırda Emlak GYO A.ř tarafından devam birleştirme işlemleri sonucunda parsellerin tek bir parsel olacağı tespiti ile taşınmazların 85.000.TL/m<sup>2</sup> üzerinden değerlemeye alınmıştır.

## Yeniden İnşa Etme ( İkame ) Maliyeti Yaklaşımı

İNŞAAT MALİYET HESAPLAMALARI									
Projenin Tamamı için Öngörülen Toplam İnşaat Maliyeti									
30 ada 74,75,76,77,78,104 parseller									
Konut Üniteleri	6550	.-TL/M <sup>2</sup>	X	68.000	M <sup>2</sup>	=	445.400.000	.-TL	
Ticari Üniteler	4500	.-TL/M <sup>2</sup>	X	12.000	M <sup>2</sup>	=	54.000.000	.-TL	
Öngörülen top. inş. alanı		.-TL/M <sup>2</sup>	X	80.000	M <sup>2</sup>	=		.-TL	
Proje için Öngörülen Toplam İnşaat Maliyeti							=	499.400.000	.-TL

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

Projenin Tamamı İçin Öngörülen Maliyet (TL)		
İnşaat Maliyeti	=	499.400.000
Park Alanı	=	3.000.000
Projenin Toplam İnşaat Maliyeti (A)	=	502.400.000
Proje Ruhsat Danışmanlık ve Yasal İzin Harçlar Bedeli (%5) (B)	=	25.120.000
Proje İçin Öngörülen Toplam İnşaat Maliyeti (A+B)	=	527.520.000
Genel GiderlerSatış- Pazarlama Giderleri ( %6) (C)	=	31.651.200
Proje İçin Öngörülen Toplam Maliyet (A+B+C)	=	559.171.200

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

Projenin Tamamlanması Durumundaki Bugünkü Değeri		
30 ada 74-75-76-77-78 ve 104 parsel Arsa Değeri	=	1.456.135.000.TL
Projenin Toplam İnşaat Maliyeti	=	527.520.000.TL
Genel GiderlerSatış- Pazarlama Giderleri ( %6) (C)	=	31.651.200.TL
Proje Geliştirme Maliyeti-Girişimci karı((Arsa+İnşaat Maliyeti)*%25)	=	495.913.750.TL
Projenin Tamamlanması Durumundaki Bugünkü Değer	=	2.511.219.950. TL
Projenin Tamamlanması Durumundaki Bugünkü Yuvarlatılmış Değer	=	2.510.000.000.TL

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

Parsellere yönelik olarak gerçekleştirilmiş maliyet bedeli hesaplaması ruhsat belgelerinin toplam alanı ile ruhsat ve projesi onaylanmış ancak kat irtifakı kurulmamış taşınmaz için 50.- TL/m<sup>2</sup> ile 100.-TL/m<sup>2</sup> arası birim bedel takdir edilmekte olup, konu taşınmazlar için 85.-TL/m<sup>2</sup> birim bedel takdir edilmiştir.

RUHSAT VE PROJESİ OLAN ANCAK KAT İRTİFAKI KURULMAMIŞ TAŞINMAZIN RUHSAT VE PROJE MALİYETLERİ					
Ada No	Parsel No	Parseller Toplam Alanı	Ruhsat Alanı	m2 Birim Değeri	Parselin Ruhsat ve Proje Maliyeti
30	74,75,76,77,78,104	17.131 m <sup>2</sup>	80.000 m <sup>2</sup>	85 TL/ m <sup>2</sup>	6.800.000. TL
TAŞINMAZIN MEVCUT DURUM DEĞERİ					
Ada No	Parsel No	Parsellerin Değeri		Parsellerin Olası Ruhsat ve Proje Maliyeti	Taşınmazın Mevcut Durum Değeri
30	74,75,76,77,78,104	1.456.135.000 TL	+	6.800.000 TL	= 1.462.935.000 TL
<b>TOPLAM</b>					<b>1.462.935.000.TL</b>

*Kaynak: Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu*

### **Maliyet Yaklaşımına Göre Projenin Mevcut Durumunun Pasifik Grup Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Payına Düşen Miktarının Değeri**

Değerleme konusu parseller üzerinde arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı işi modeli ile proje geliştirilmiştir. Projenin sözleşme gereği Pasifik-Levent Adi Ortaklığı' na ait payı %55' dir. Sözleşme gereği Emlak Konut GYO A.Ş. projeyi mülkiyetine sahip olduğu arsayı hasılat paylaşımı karşılığında yükleniciye tahsis ederek gerçekleştirmektedir. Projeler için yapılan sözleşmelerde "SÖZLEŞMENİN KONUSU" maddesinde yüklenicinin proje ile ilgili yükümlülükleri detaylı olarak belirtilmiştir. Sözleşme gereği her türlü inşaat maliyetine yüklenici firma katlanmaktadır. Sözleşmenin feshi durumunda yüklenici firma o ana kadar yapmış olduğu tüm inşaat maliyetini hukuki yollarla Emlak Konut GYO A.Ş.' den talep edebilmektedir. Bu nedenle projenin mevcut durumunun Pasifik-Levent Adi Ortaklığı.' nin payına düşen kısmının değer takdiri yapılırken mevcut durum değerinin Pasifik-Levent Adi Ortaklığı.' nin hasılat payı oranı kadar olacağı görüş ve kanaatine varılmıştır. Aşağıda ilgili hesaplamalar gösterilmiştir.

Projenin Tamamının Mevcut Durumu İçin Takdir Edilen Toplam Değer (TL)	1.462.935.000
Sözleşmeye İstinaden Hasılat Pay Oranı	55,00%
Projenin Mevcut Durumuyla Pasifik Grup Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Payına Düşen Değeri (TL) (% 55)	796.568.107

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

### -Yeniden İnşa Etme (İkame) Maliyeti Yaklaşımı Yöntemine göre;

Projenin Tamamlanması Durumunda Bugünkü Değer	2.510.000.000 TL
Projenin Mevcut Durumuyla Pasifik- Grup Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Payına Düşen Değeri	1.366.695.000 TL

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

### Gelir İndirgeme Yaklaşımı (Nakit Akışı Yöntemi)

Parsel üzerinde inşa edilecek olan proje ile ilgili elde edilebilen veriler doğrultusunda aşağıda yer alan nakit akışları düzenlenmiştir.

### İskonto Oranının Hesaplanması

Nispi bir karşılaştırma olan riskleri toplama yaklaşımı ile iskonto oranı makroekonomik riskler (ülke riski), spesifik endüstri riskleri ve spesifik gayrimenkul riskleri gibi belli risk bileşenleri ile temel oranın toplanması ile elde edilmektedir. Hesaplamanın temelinde risksiz menkul kıymetler üzerinden elde edilen getirinin oranı bulunmaktadır ve daha sonra spesifik yatırım risklerinin göz önüne alınması için bu orana ilave primler elde edilmektedir.

Riskleri toplama yaklaşımı kapsamındaki iskonto oranı şu şekilde hesaplanmaktadır: Risksiz Getiri Oranı (ülke riskine göre ayarlanmış) + Risk primi

### Risksiz Getiri Oranı

Risksiz getiri oranı olarak 10 yıl vadeli TL Devlet tahvillerinin getiri oranlarının son 1 yıldaki ortalaması olan yaklaşık % 10,00 oranı risksiz getiri oranı olarak dikkate alınmıştır.

### Risk Primi

Eklenen risk primi ülke, bölge, proje ve yönetim risklerini içerecek şekilde oluşturulmuştur. Bu riskler eklenirken taşınmazın likiditeye dönme riski ve operasyon/yönetim risklerinin tespiti amacıyla hareket edilmiştir. Buna ek olarak, söz konusu gayrimenkulün finansal varlıklara nazaran daha düşük likiditesi için de bir ayarlama yapılmıştır. Bu ayarlamaların kapsamı gayrimenkulün piyasada bulunma süresine ve o süre içinde yoksun kalınan karın tutarına bağlıdır. Bu tutar kısa vadeli yatırımlardan (örneğin kısa vadeli tahviller veya mevduat sertifikaları) elde edilen hasıla ile uzun vadeli enstrümanlardan elde edilen hasılanın karşılaştırılması ile ölçülebilir.

Söz konusu projenin inşaatı başlamamış olması, tercih edilen bölgede yer alması vb. özellikleri ile ortaya çıkabilecek her türlü (yönetimsel, ekonomik ve dönemsel) riskler de dikkate alınarak risk primi %2 olarak kabul edilmiştir.

Riskleri toplama yaklaşımı kapsamında iskonto oranına ilişkin nihai hesaplamamız aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$\% 10,00$  Risksiz Oran +  $\% 2$  Risk Primi =  $\% 12$  İskonto oranı

Bu konuyla ilgili algılanan risklerin dahil edilmesi için yukarıdaki faktörlere göre ayarlama yapılmasından sonra, hesaplamalarda dikkate alınan iskonto oranı yıllık  $\%12$  olarak kabul edilmiştir

#### **Nakit Akışı Yaklaşımına Göre Projenin Tamamlanması Durumundaki Toplam Değeri**

<b>Projenin Tamamlanması Durumundaki Gelirin Net Bugünkü Toplam Değeri</b>	<b>(TL)</b>
Projenin Tamamlanması Durumunda Elde Edilen Gelirin Net Bugünkü Toplam Değeri	4.335.746.029
Hasılat Pay Oranı	55,00%
Projenin Tamamlanması Durumunda Hasılat Pay Oranına Göre Değeri (Arsa Satış Karşılığı Gelir Oranı % 55)	2.384.660.316
Sözleşmeye Göre Projenin Tamamlanması Durumunda Pasif Grup Gayrimenkul Yatırım A.Ş. Payına Düşen Gelirin Net Bugünkü Değeri	2.360.813.713

**Kaynak:** Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 11.06.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu

## Nihai Değer Takdiri

Rapor konusu taşınmazın değerinin belirlenmesi aşamasında; yerinde yapılan incelemesi, konumu, çevrede yapılan piyasa araştırmaları, günümüz gayrimenkul piyasası koşulları dikkate alınmıştır. Hali hazırda inşaa faaliyetlerine henüz başlanmadığı için mevcut durum değerine yer verilmemiş ve gelir yöntemi ile hesaplanan değerler aşağıda nihai değer olarak tahmin ve takdir edilmiştir. 21.09.2021 tarihli toplam değeri için aşağıdaki tablolarda yer alan değerler takdir edilmiştir.

PROJENİN TAMAMLANMASI DURUMUNDAKİ ELDE EDİLECEK GELİRİN NET BUGÜNKÜ DEĞERİ	
TL	TL
( KDV HARİÇ )	( KDV DAHİL )
4.335.746.029	5.116.180.314
PROJENİN TAMAMLANMASI DURUMUNDA ELDE EDİLECEK GELİRİN PASİFİK GURUP GAYRİMENKUL YATIRIM A.Ş. PAYINA DÜŞEN NET BUGÜNKÜ DEĞERİ	
TL	TL
( KDV HARİÇ )	( KDV DAHİL )
2.360.813.713	2.785.760.181

*Kaynak: Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. 21.09.2021 tarihli PASİFİK-2021078 sayılı İstanbul Ortaköy projesi değerlendirme raporu*

## Piyasa Çarpan Analizi

### PD/DD Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Şirketin hali hazırda devam eden projelerinde, yatırımcı amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştirilmesi nedeniyle bu PD/DD metodu nihai değerlemeye dahil edilmemiştir.

## 8. SONUÇ

Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin değerlemesinde Net Aktif Değeri Analizi, kullanılmış olup, 4.094.751.145 TL sermaye değerine ulaşmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 200.000.000 TL'ye göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 20,47 TL'ye karşılık gelmektedir.

DEĞERLEME SONUCU				
Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	Pay Başı Fiyat
Net Aktif Değer	4.094.751.145	100%	4.094.751.145	20,47

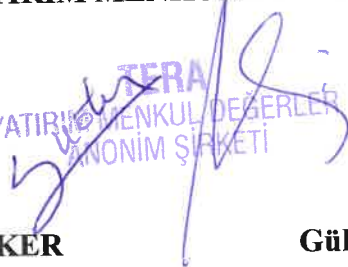
Ödenmiş Sermaye	200.000.000
Pay Başı Fiyat (TL)	20,47
Halka Arz İskontosu	20%
<b>Şirket Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>3.276.000.000</b>
<b>Halka Arz Pay Fiyatı (TL)</b>	<b>16,38</b>

Şirketin %20 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 3.276.000.000 TL ve halka arz pay başına değer 16,38 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye arttırımı yoluyla gerçekleşmesi planlanan halka arzın büyüklüğü 1.105.650.000 TL, halka açıklık oranı ise %25,23'tür.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortakların paylarından toplam halka arz edilen payların %20'sine tekabül eden 13.500.000 TL nominal değerli payın dağıtımına tabii tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplam 81.000.000 TL nominal değerli 81.000.000 adet payın halka arzı gerçekleşecektir. Bu durumda halka arzın büyüklüğü 1.326.780.000 TL, halka açıklık oranı ise %30,28 olacaktır.

01.12.2021

## TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

  
TERA  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

**Feryal KÖKER**  
Yurtiçi Piyasalar Müdürü

**Gül Ayşe ÇOLAK**  
Yönetim Kurulu Üyesi



## **EK 1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

**SERMAYE PİYASASI KURULU**  
**KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ BAŞKANLIĞINA**  
Eskişehir yolu 8.Km No:156  
06530 Ankara  
01.12.2021

### **Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 18/11/2021 tarihli Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Fiyat Tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksilik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

**Feryal KÖKER**  
Yurtiçi Piyasalar Müdürü

  
TERA  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

**Gül Ayşe ÇOLAK**  
Yönetim Kurulu Üyesi