



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BURSA İLİ – OSMANGAZİ İLÇESİ

➤ 519 ADA – 15 NUMARALI PARSEL

“Korupark AVM”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	3
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	3
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	3
3.3. Beyanlar	3
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	4
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	4
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	7
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	8
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	8
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	9
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	9
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	10
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	12
4.1. Global Görünüm	12
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	14
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	14
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	17
4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	20
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	21
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	21
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,	21
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	21
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,	22
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	22
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	22
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,	22
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	23
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:	23
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	24
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	24
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	26
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	26
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	26
6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti	26
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi ,	27
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Belirlenmesi	28
6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi	29
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkulün Değerinin Belirlenmesi	29
6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti	32
6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:	32
6.7.2. Ayrıştırma Yöntemi Sonucu Bulunan Değerden Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Türetilmesi:	33
6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi	33
6.7.4. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırılması :	34
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	34
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	34
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	34
6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	34
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	36
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	36
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	37
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	37
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	37
8. SONUÇ	39
8.1. Nihai Değer Takdiri	39
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerleme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **24.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup, değerlendirme tarihi **31.12.2013**'tür.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

31.12.2013/SvP_13_TRGYO_10

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Mahallesi, 519 ada, **15 parsel** numarasında kayıtlı, 53.185,61m² yüzölçümlü, 2 katlı Alışveriş Merkezi vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değeri, rayiç kira bedeli** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

Bu Rapor'da belirlenmesine çalışılan adil (rayiç) piyasa değeri, UDES 1 de tanımlanan Pazar Değeridir. Pazar değeri, bu Standartlar çerçevesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Rapor'da tanımlanan "**adil (rayiç) piyasa değeri**", aynı zamanda TMS:16, Paragraf 31 ve 32'de tanımlanan satış maliyetleri düşülmemiş "**gerçeğe uygun değer**" olup, Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, **Kurul'un 20.07.2007 tarih ve 27/781 sayılı toplantısında** belirlenen formata uygun olarak hazırlanmıştır.

1.5. Raporu Hazırlayanlar

Değerleme Uzmanı : Fatma **KOÇ KESEN** – G. Değerleme Uzmanı - Ekonomist
S.P.K. Lisans No.: 402238

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

Büyükdere Caddesi, USO Center, No:245, Kat:15 Şişli – İstanbul
T : 0-212-330-01-88; F : 0-212-330-01-89; W : www.standartgd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

Rapor'da tanımlanan "**adil (rayiç) piyasa değeri**", **UDES 1 de tanımlanan Pazar Değeri ve TMS:16, Paragraf 31 ve 32'de tanımlanan satış maliyetleri düşülmemiş "gerçeğe uygun değer"** olup, Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, **Kurul'un 20.07.2007 tarih ve 27/781 sayılı toplantısında** belirlenen formata uygun olarak hazırlanmıştır.

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değeri, rayiç kira bedeli** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt bulunup bulunmadığı hususunun tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Müşteri tarafından Standart'a sunulan belgeler esas alınarak ilgili makamlar nezdinde **Rapor'un 5.2 bölümünde belirtilen tarih itibariyle** yapılan inceleme ve araştırmalar ile ekonomi ve piyasa koşulları dikkate alınarak yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Rapor'da nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış, belge ve/veya bilgilerin olması durumunda Standart sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor'da gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri, fiili değerlendirme tarihi esas alınarak belirlenmiş olup bu tarihten sonra ekonomik ve piyasa koşullarının değişmesi halinde olabilecek maddi değişikliklerden dolayı Standart sorumlu tutulamaz.

Değerleme çalışmaları, Rapor'un 6.1. bölümünde detayları verilen muhasebe uygulamalarına ilişkin olarak herhangi bir çalışmayı içermediğinden, Müşterinin bu kapsamdaki uygulamalarından Standart sorumlu tutulamaz.

Rapor, Müşteri'nin münhasır kullanımı için hazırlanmış olup, Müşteri ilgili mevzuatın gerektirdiği bilgilendirmeler ve kamu kurum - kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde, ıslak imzalı raporun başka amaçlarla kullanamaz. Rapor **sınırlı sayıda üretilmiş olup**, hiçbir zaman Standart'ın yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 TL esas alınmıştır.
€/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,7586 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2043 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 6,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

Bu Rapor'da yer alan değerlendirme çalışmaları, Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanmış "**Seri: VIII, No: 45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ**" Hükümlerince, Tebliğin (1) nolu ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartlarına **uygun** olarak gerçekleştirilmiştir. **Çalışmanın dayandığı Standartlar, uygulama esasları ve kılavuz notlarına aşağıda özetle yer verilmiştir.**

Değerlemeler, bir varlığın **Pazar Değeri** veya **Pazar Değeri dışındaki** esaslara göre yapılır. Pazar, fiyat, maliyet ve değer kavramları, tüm değerlemelerin temelinde yer almaktadır. Bu kavramlar hem **Pazar Değeri**'ni esas alan hem de pazar dışındaki kriterleri esas alan değerlemelerle ilişkilidir. Değerleme Uzmanlarının çalışmaları açısından eşdeğer bir öneme sahip olan bir diğer unsur, değerlendirme sonuçlarının anlaşılır bir şekilde iletilmesi ve bu sonuçların nasıl elde edildiğinin anlaşılmasıdır. İyi bir Değerleme Raporunun, Uluslararası Değerleme Standartları'nda tanımlanan, değerlemenin bu üç temel yönüne de (**UDES 1, Pazar Değeri Esaslı Değerleme; UDES 2, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları; UDES 3, Değerlemenin Raporlanması**) hitap etmesi gerekir. Bu sebeple bu Rapor, **UDES'in aşağıdaki açıklanacak değerlendirme standartları, uygulama esasları ve kılavuz notları yanında, UDES 3, Değerlemenin Raporlanması'na ilişkin esasları da içermektedir.**

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

Pazar Değeri kavramı, pazar katılımcılarının toplu algılamalarına ve davranışlarına bağlıdır. Bir pazardaki işlemleri etkileyebilen muhtelif faktörleri tanımlar ve bu faktörleri, değer üzerinde etkili olan diğer kendine has veya pazar dışı etkenlerden ayırır.

- **Mülkün pazar değeri esaslı değerlemeleri**, işlemlerin gerçekleştiği pazarın, pazar dışı etkenlerce sınırlandırılmadığını varsayar.
 - Pazar değeri esaslı değerlemelerde, değerlemede kullanılan **Pazar Değeri** tanımı belirtilmeli ve değerlemeye dahil edilmelidir.
 - Pazar değeri esaslı değerlemeler, mülkün **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımını belirlemelidir; çünkü bu kullanım, mülkün değerinin belirlenmesindeki en önemli etkidir.

- Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümünden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
- Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

Değerleme çalışmalarında, aşağıda UDES Standart 1’de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı gerçekleştirildikleri hususları dikkate alınarak, UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1) bir arada ele alınmıştır.

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

Bu **Standartın amacı, Pazar Değeri’nin ortak bir tanımını** belirlemektir. Bu Standart ayrıca, değerlemenin amacı ve planlanan kullanımını **Pazar Değeri’nin** tahmin edilmesi olduğunda, bu tanımın mülkün değerlemesine uygulanmasıyla ilişkili genel kriterleri de açıklamaktadır.

- **Pazar Değeri, Pazar Değeri** tanımının gereklerini karşılayan koşullarda değerlemenin yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, **mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek için bir Değerleme uzmanı ilk olarak **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımı tespit etmelidir (Bkz. Uluslararası Değerleme Standartları [UDES], Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri, paragraflar 6.3, 6.4, 6.5). Bu kullanım, bir mülkün mevcut kullanımının devamı niteliğinde olabileceği gibi bir başka alternatif kullanım da olabilir. Bu tespitler, pazardaki bulgulardan elde edilir.
- **Pazar Değeri, mülkün niteliğini ve bu mülkün piyasada işlem görebileceği koşulları yansıtan değerleme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, **Rapor’un 3.6 Bölümünde** verilmiştir.
- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadaki elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri’nin** ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**

Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, yukarıdaki prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadaki elde edilen verileri esas alması durumunda **Pazar Değeri** olmalıdır.

- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri’nin** tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabileceğini belirler. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri, karşılaştırmalı bir yaklaşımdır. Her bir değerlendirme durumunda, bir veya daha fazla sayıda yöntem genellikle piyasadaki faaliyetleri en iyi temsil eden yöntemdir. **Değerleme Uzmanı, her bir Pazar Değeri çalışmasında her yöntemi göz önüne alacak ve hangi yöntemlerin en uygun olduğunu tespit edecektir.**

Kapsam

- **UDES 1, mülkün Pazar Değeri’ne**, genellikle gayrimenkuller ve bunlarla ilişkili unsurlara uygulanmaktadır.

Değerlemesi yapılan mülkün, **süreklilik gösteren bir durumun parçası olarak veya bir başka amaçla değerlendirilmesinden ziyade piyasada satılıyormuş gibi düşünülmesini gerektirmektedir.**

Tanımlar

- **Pazar Değeri**, bu Standartlar çerçevesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:
Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.
- *Mülk* teriminin kullanılmasının nedeni, bu Standartların üzerinde odaklandığı noktanın mülkün değerlendirilmesi olmasıdır. Bu Standartlar, finansal raporlamayı da kapsadığından, *varlık* terimi, tanımın genel uygulamasında farklı anlamlar içerebilir. Tanımın her bir unsurunun kendisine ait bir kavramı vardır:
 - **"Tahmini tutar..."** tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir mülk için ödenecek olan para cinsinden (genelde yerel para biriminden) ifade edilen fiyat anlamındadır. **Pazar Değeri**, *Pazar Değeri* tanımıyla tutarlı olarak değerlendirme tarihinde piyasada makul ölçülerde elde edilebilir en olası fiyat olarak ölçülür. Satıcı tarafından makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyattır ve aynı zamanda alıcının da makul ölçüler çerçevesinde elde edebileceği en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, **Özel Değer**'in veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi **özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir** (Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi Standardı 2, paragraf 3.8).
 - **"...bir mülkün el değiştirmesi gereken..."** ile bir mülkün değerinin önceden belirlenmiş tutarı veya fiili satış fiyatını değil de **tahmini bir tutarı** ifade ettiği gerçeğinden bahsedilir. Pazarın, değerlendirme tarihinde **Pazar Değeri** tanımının tüm unsurlarını içeren **bir alım satım işleminin sonuçlanmasını beklediği fiyattır**.
 - **"...değerleme tarihinde..."** tahmini **Pazar Değeri**'nin belirtilen tarihe özgü olduğunu göstermektedir. Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden **tahmini değer bir başka zamanda doğru veya uygun olmayabilir**. **Bu değerlendirme**, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin **değerleme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtacaktır**. Bu tanımda ayrıca fiyatta herhangi bir farklılık olmaksızın satış sözleşmesinin eşzamanlı olarak el değiştirdiği ve tamamlandığı da varsayılmaktadır.
 - **"...istekli bir alıcıyla..."** satın alma işlemi için motivasyonu olan ancak bu konuda zorunlu olmayan birisi anlamına gelmektedir. Bu alıcı, ne herhangi bir fiyatta satın almak için çok heveslidir ne de hiçbir şekilde satın almamaya kararlıdır. Bu alıcı, aynı zamanda varlığı kanıtlanamayan veya beklenti dahilinde olmayan hayal ürünü veya bir hipotez niteliğindeki bir piyasayla ilişkili olarak hareket etmekten ziyade cari piyasanın gerçeklerine bağlı olarak ve beklentileriyle hareket ederek satın alma işlemini gerçekleştiren kişidir. Bu alıcı, piyasanın gerektirdiği fiyatlardan daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Var olan mülkün sahibi de "piyasa"yı oluşturanlar arasında sayılmaktadır.
 - **"...istekli bir satıcı arasında..."** ifadesindeki satıcı ise ne herhangi bir fiyata satmaya hazır olup satma konusunda çok istekli olan veya satmak zorunda olan ne de cari piyasada makul kabul edilmeyecek bir fiyattan satış yapmaya hazır olan bir satıcıdır. İstekli satıcı, normal bir pazarlama faaliyetinin ardından (açık) piyasada elde edilebilir en iyi fiyattan, fiyat ne olursa olsun, piyasa şartları çerçevesinde mülkünü satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır**.
 - **"...tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini **piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır**.

- **"...uygun bir pazarlamanın ardından..."** mülkün *Pazar Değeri* tanımına uygun olarak makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyat seviyesinden elden çıkarılmasını sağlamak üzere **piyasaya en uygun şekilde sunulması** anlamına gelmektedir. Mülkün piyasaya sunulma süresi, piyasa koşullarına göre farklılık gösterebilir, ancak mülkün uygun sayıda potansiyel alıcının dikkatine sunulması için yeterli olması gerekir.
Piyasaya sunulma süresi, değerlendirme tarihinden önce gerçekleşir.
- **"... tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri..."** ifadesiyle de hem istekli alıcının hem de istekli satıcının mülkün özellikleri ve niteliği, fiili ve potansiyel kullanım alanları ve değerlendirme tarihi itibarıyla piyasanın durumu hakkında makul ölçüler dahilinde bilgilendirildiği varsayılmaktadır. Ayrıca, tarafların her birinin bu bilgilerle birlikte kendi çıkarları doğrultusunda ve işlem dahilindeki kendi pozisyonları için en iyi fiyatı elde etmek amacıyla da basiretli olarak hareket ettikleri varsayılmaktadır. Bu işlemde gösterilen basiret, daha sonraki bir tarihte ortaya çıkacak bir gizli çıkar değil de, değerlendirme tarihinde piyasanın durumu ele alınarak değerlendirilmektedir. Bir satıcı için fiyatların gittikçe düştüğü bir piyasada daha önceki pazar seviyelerinden daha düşük olan bir fiyattan mülkünü satması basiretsizlik olarak değerlendirilmez. Değişken fiyatlara sahip olan pazarlardaki diğer satın alma ve satış örnekleri için bu durum gerçek olsa da, basiretli alıcı veya satıcı, o an için var olan en iyi pazar bilgilerine göre hareket edeceklerdir.
- **"...ve baskı altında olmaksızın..."** ise her bir tarafın bu işlemi gerçekleştirmek için yeterli motivasyona sahip olduklarını ancak bu işlemi tamamlamak için zorlanmadıkları ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmektedir.
- **Pazar Değeri, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın** bir varlığın tahmini değeri olarak anlaşılmalıdır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1'in (UDU 1) odak noktasını oluşturmaktadır ve bu standart ile bir arada ele alınmalıdır.

Finansal Raporlama İçin Değerleme (UDU 1) muhasebeyi etkileyen değerlendirme standartlarıyla ilgili olarak Değerleme Uzmanlarına, Muhasebecilere ve kamuya kılavuzluk etmektedir. Duran varlıkların **Makul Değeri**, genelde **Pazar Değerleri**dir (Bkz. Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri, paragraf 8.1).

Değerleme uzmanları ve muhasebeciler tarafından değişimli olarak kullanılan birçok terim örneği bulunmaktadır. Bu terimlerin bazıları yanlış anlaşılmalara ve Standartların da muhtemelen yanlış kullanılmasına neden olmaktadır. UDES 1, **Pazar Değeri**'ni tanımlamakta ve **Pazar Değeri**'ni oluşturan kriterleri ele almaktadır.

Değerleme çalışmalarında kullanılan kavramlar ile UMS ve TMS de kullanılan kavramlara ilişkin bilgiler, TMS uygulamasında esas alınacak değerlendirme kavramlarına, Rapor'un 6.1 bölümünde yer verilmiştir.

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

- **Pazar değerinin** veya bir tanımlanmış **pazar değeri dışı değer**in takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, Değerleme uzmanının bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. **Değerleme yaklaşımı** terimi yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar **Değerleme Yöntemleri** olarak tanınırlar.
- **Piyasaya dayalı değerlemeler**, normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanılırlar. Bu prensip basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir

durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

- **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapar. Genel olarak değerlemesi yapılan bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirme yapılan mülke ait **gelir ve harcama verilerini** dikkate alır ve **indirgeme yöntemi ile değer tahmini** yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, *Hasıla veya İskonto Oranı* ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.
- **Maliyet Yaklaşımı.** Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır.
Gayrimenkul bağlamında, insanların zaman darlığı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer arazi ve alternatif bina inşa etmek yerine benzer bir mülk için daha fazla ödeme yapmaları normalde savunulur bir durum değildir. Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlendirme yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için *amortismanı da* içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

UDES içerisinde Pazara Dayalı Değerleme Yöntemleri arasında sayılan üç ana yaklaşım, aşağıda ayrı başlıklar altında açıklanmıştır. Bu yaklaşımlar (Yöntemler);

- "Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı"
- "Maliyet Oluşumları Yaklaşımı" ve
- "Gelirlerin Kapitalizasyonu –İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı" dir.

Bu yaklaşımlara ilişkin özet bilgiler ile yöntemlerle olan yakın ilgileri sebebiyle **"en etkin ve verimli kullanım analizi"** ile **"parsel geliştirme analizi"** aşağıda sunulmuştur.

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa Değeri) Yaklaşımı'nın uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında esas, yeni bir mülk veya konu mülkle aynı yararı olan ikame bir mülk geliştirme maliyetini belirlemektir. Maliyet yaklaşımında geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer

arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yaklaşımının piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

Bu yöntemde, değerlemesi yapılan gayrimenkule ait ve kiralanması düşünülen bölümlerin, işletme giderleri için alınan katkı payları dahil olmak üzere, aylık toplam kira bedelleri, yıllık artışlar da dikkate alınarak, nakit girişleri hesaplanır.

Yöntemde genel olarak, tahsil edilemeyen kiralar ve boş kalma yüzdeleri gibi hususlar da bu gelirin hesaplanmasında dikkate alınır.

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

En Etkin ve verimli kullanıma ilişkin olarak **UDES Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri** başlıklı birinci bölümünde yer alan paragraf 6.0 ve izleyen düzenlemeler aşağıdadır.

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

6.1. Arazi kalıcı olan bir varlık olarak kabul edilir, fakat onun üzerinde veya kendisine yapılan iyileştirmelerin sınırlı bir ömrü vardır. Arazinin taşınmazlığı nedeniyle her gayrimenkul parselinin özgün bir yeri vardır. Arazinin kalıcılığı aynı zamanda onun üzerindeki sınırlı ömre sahip tesislerden sonra da var olacağı anlamına gelir.

6.1.1 Arazinin kendine özgü özellikleri onun en uygun yararlılığını belirler. İyileştirilmiş bir arazi ona veya üzerinde yapılan iyileştirmelerden ayrı olarak değerlendirildiğinde, ekonomik prensipler, yapılan iyileştirmenin mülkün toplam değerine katkı yaptıkça veya azalmaya neden oldukça değerlendirilmesini emreder. Böylece "en verimli ve en iyi kullanım" kavramı temeline oturtulan arazinin *Pazar Değeri*, arazinin fayda ve sürekliliği ile birlikte piyasa bağlamında arazinin tek başına değeri ile iyileştirilmiş durumdaki toplam Pazar Değeri arasındaki farkı oluşturan değeri de yansıtır.

6.2. Mülklerin çoğu, arazi ve ilgili iyileştirmelerle birlikte değerlendirilir. Böyle durumlarda Değerleme Uzmanı normal olarak iyileştirilmiş haliyle en verimli ve en iyi kullanımını göz önüne alarak mülkün Pazar Değerini takdir eder.

6.3 *En Verimli ve En İyi Kullanım* şu şekilde tanımlanır:

Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve değerlemesi yapılan mülkü en yüksek değerine ulaştıran, en olası kullanımıdır.

6.4 Yasalarca izin verilmeyen ve fiziki açıdan mümkün olmayan kullanım yüksek verimliliğe sahip en iyi kullanım olarak kabul edilemez. Hem yasal olarak izin verilen hem de fiziki olarak mümkün olan bir kullanım, o kullanımın mantıklı olarak niçin mümkün olduğunun Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmasını gerektirebilir. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantıklı olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bunlar artık finansal fizibilite bakımından test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerle sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.

6.5 Bu tanımın uygulaması Değerleme Uzmanlarına, binalardaki bozulmalar ve eskimelerin etkilerini, arazi için en uygun iyileştirmeleri, rehabilitasyon ve yenileme çalışmalarının fizibilitesini ve birçok diğer Değerleme durumlarını değerlendirme imkanı verir.

6.6 Arz ve talep arasında ciddi bir eşitsizlik bulunan veya aşırı derecede oynak piyasalarda, mülkün en verimli ve en iyi kullanımı ileride kullanılabilir bir hak olabilir. Değişik tipteki potansiyel en üst düzey ve en iyi kullanımların belirlenebilir olduğu diğer durumlarda Değerleme Uzmanı bu gibi alternatif kullanımları ve beklenen ilerideki gelir ve harcama düzeylerini tartışır. Değişim sürecindeki arazi kullanımı ve bölgelendirme mülkünü, en verimli ve en iyi kullanımı geçici bir kullanım olabilir.

6.7 En verimli ve en iyi kullanım kavramı *Pazar Değeri* takdirlerinin temel ve ayrılmaz bir parçasıdır.

En etkin ve verimli kullanım analizinde amaç, gayrimenkulün en karlı ve rekabetçi kullanımını tespit olup, yapılan piyasa araştırmaları sonucunda en etkin ve verimli kullanım analizine konu olan gayrimenkulün geliştirilmesi durumunda, gayrimenkulün ideal kullanımında;

- Piyasa verilerine göre taşınmazdan azami avantaj sağlanacak olması
- Bu durumun, bölge ve piyasa şartlarına uygun olması,

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

Parsel Geliştirme Analizi, değerlemeye konu parselin değerine etki eden unsurların saptanmasını gerektirmektedir. Bu unsurlar aşağıda belirtilmiştir.

- Arazinin "En Etkin ve Verimli Kullanımı"nı saptamak,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratmak,
- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptamak,
- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirmenin aşamalarını ve bunlara bağlı giderleri tahmin etmek,
- Emilme dönemi süresince pazarlama ve buna bağlı araziye elde tutma giderlerini tahmin etmek.

Parsel geliştirme analizi, en çok boş araziler için satış verilerinin yetersiz olduğu, fakat geliştirilmiş parsellerin olası satış fiyatları ve bu parseller için talep verilerinin mevcut olduğu hallerde kullanılmaktadır. **Ayrıca, bu analiz sonucunda türetilen değerden, göstergelerinin makul olup olmadığını kontrol etmek için de yararlanılmaktadır.**

UDES Kılavuz Notları 1 (Taşınmaz mülk değerlemesi)'de tanımlanan arazi değerlemesine ilişkin düzenlemeler aşağıdaki gibidir.

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

5.25.1 Arazi Değerlemesi için kullanılan bir **emsal karşılaştırması tekniği**, pazarda yakın geçmişte gerçekleşen işlemlere ilişkin fiili verilerin mevcut olduğu benzer arazi parselleri ile değerlendirme konusu mülkün doğrudan doğruya karşılaştırılmasını içerir. Her ne kadar satışlar en önemli husus olsa da değerlendirme konusu mülkle rekabet eden benzer arazi parselleri için teklif edilen fiyatların analizi de pazarın daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilir.

5.25.2 Arazi Değerlemesi için ayrıca bir **altbölümler geliştirme tekniği** de uygulanabilir. Bu süreç, belirli bir mülkün bir dizi parçalara bölünerek projelendirilmesini, bu süreç ile ilişkili gelir ve giderlerin geliştirilmesini ve sonuç olarak elde edilen net gelirlerin bir değer göstergesi olarak indirgenmesini kapsar. Bu teknik, bazı durumlarda destekleyici olabilir, ancak *Pazar Değeri* tanımıyla ilişkilendirmenin oldukça zor olabileceği bir dizi varsayıma tabidir. Değerleme Uzmanının eksiksiz bir şekilde açıklaması gereken bu tür destekleyici varsayımların geliştirilmesi sırasında dikkat gösterilmelidir. Doğrudan arazi karşılaştırmalarının mevcut olmadığı ortamlarda ihtiyatlı olmak kaydı ile aşağıdaki yöntemler de uygulanabilir.

5.25.3 Paylaştırma, arazi değeri ile iyileştirme değeri veya mülk bileşenleri arasındaki diğer ilişkiler arasında bir oran geliştiren dolaylı bir karşılaştırma tekniğidir. Bu, karşılaştırmak amacıyla toplam pazar fiyatını arazi ile iyileştirmeler arasında paylaştıran bir ölçüdür.

5.25.4 Çıkartma da bir başka dolaylı karşılaştırma tekniğidir (bazen *soyutlama* olarak da adlandırılır). Maliyetlerden amortismanların çıkartılmasıyla elde edilen sonucu diğer karşılaştırılabilir mülklerin toplam fiyatından çıkartarak bir iyileştirme değeri tahmini elde edilmesini sağlar. Bakiye, olası arazi değerinin bir göstergesidir.

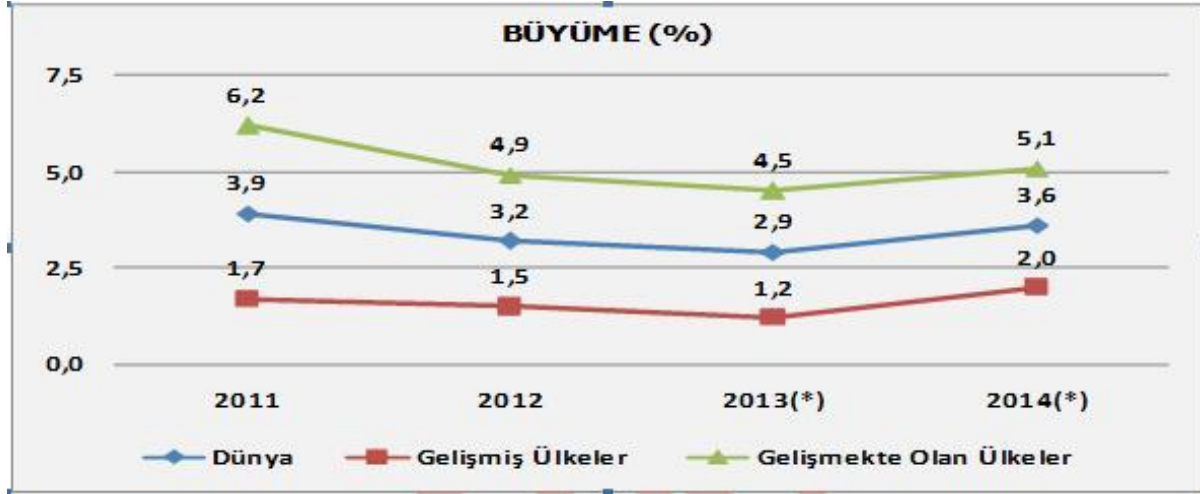
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal getiri tutarı çıkartılır. Kalan gelir, arazinin geliri olarak kabul edilir ve indirgenerek bir değer göstergesine dönüştürülür. Bu yöntem, gelir getiren mülklerle sınırlıdır ve en çok da daha az varsayımda bulunulmasını gerektiren daha yeni mülkler için uygundur.

5.25.6 Arazi, ayrıca **arazi kirası indirgeme yoluyla da değerlendirilebilir**. Eğer arazi, bağımsız olarak bir arazi kirası üretebilecek nitelikteyse bu kira, yeterli pazar verilerinin mevcut olduğu durumlarda *Pazar Değeri*'ne katılabilir. Ancak, belirli bir pazarı temsil edecek niteliği olmayan arazi kirası anlaşmasının özel şartları ve koşulları tarafından yanlış yönlendirilmemek için özen gösterilmelidir. Ayrıca, arazi kiralari, değerlendirme tarihinden yıllar önce yapılmış olabileceğinden, orada belirtilen kira tutarlarının zamanı geçmiş ve cari indirgeme oranlarını temin etmek zor olabilir.

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

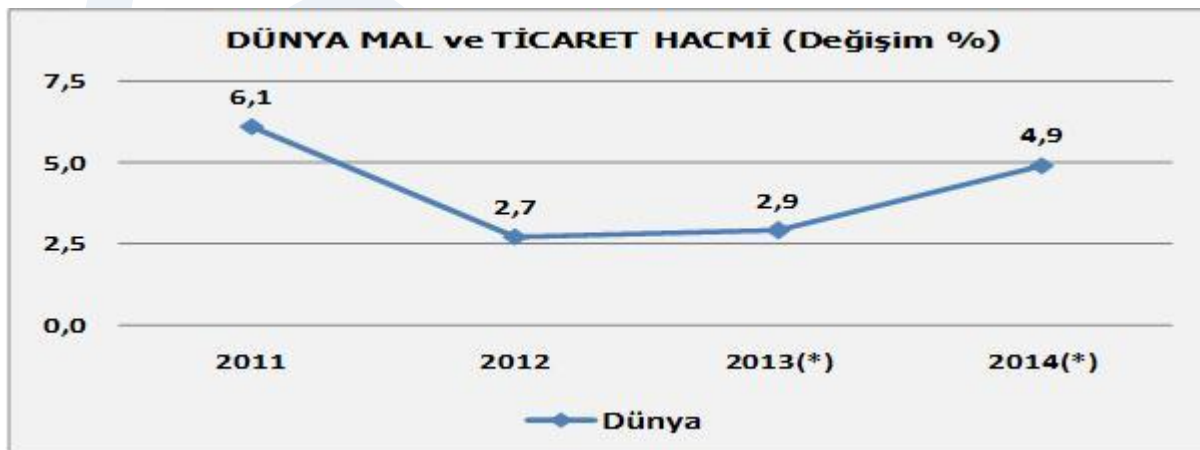
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski ile karşı karşıya bulunmaktadır. Küresel finansal piyasalar, Fed’in genişletici para politikasından çıkış stratejisindeki belirsizliklerin yarattığı dalgalı bir sürecin ardından normalleşme sürecine girmiştir.



Kaynak: IMF,World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

2012 yılında beklenenin altında bir performansla % 3,2 büyüyen küresel ekonominin 2013 yılında ise yine beklenenin altında bir performansla % 2,9 oranında büyümesi beklenmektedir. Avro Bölgesi’nde uzayan resesyon ve başlıca gelişmekte olan ülkelerde göze çarpan zayıf iç talep ve dolayısıyla yavaşlayan büyüme birçok uluslararası kuruluşun tahminlerini aşağı yönlü revize etmelerine neden olmuştur. İşsizlik de halen kriz öncesi seviyelerine inememiş ve birçok gelişmiş ülkede yüksek seviyelerini korumuştur.

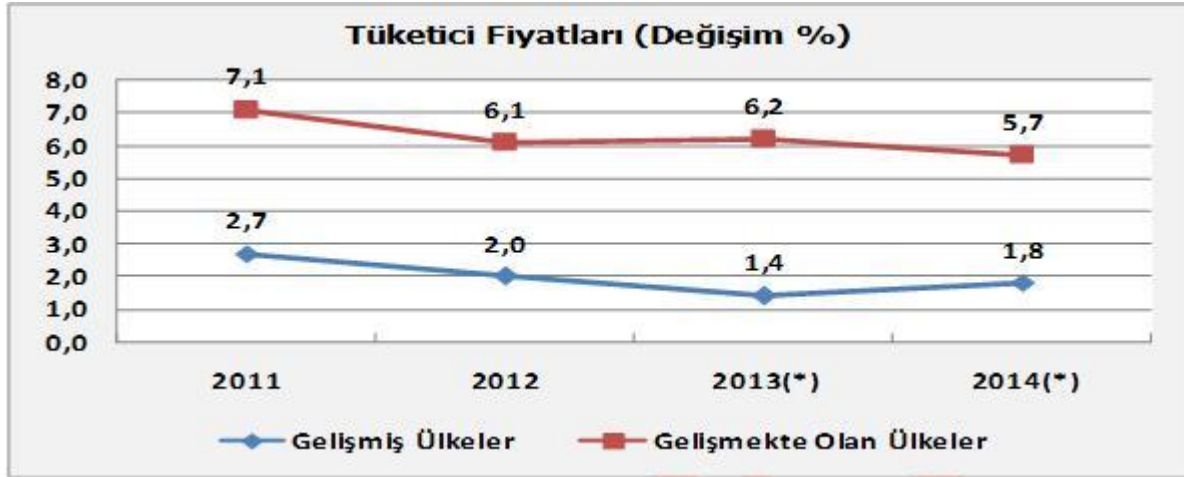
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



Kaynak: IMF,World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

Dünya genelinde ekonomik entegrasyonun öncü göstergesi olan dünya mal ve hizmet ticaret hacmi 2010 yılındaki küresel toparlanmadan sonra takip eden yılda %6,1’lik bir artışla pozitif görünümünü korumuş ancak 2012 yılında küresel ekonomideki yeniden dengeleme karşısında %2,7’lik sınırlı bir büyüme göstermiştir. 2013 yılına yönelik dünya mal ve hizmet hacmi yıllık büyüme beklentisi %2,9’la tatminkar olmaktan uzak bir görünüm çizerken takip eden yıla ait beklenti ise %4,9 ile görece olumlu bir canlanmayı işaret etmektedir. 2013 yılına yönelik dünya mal ve hizmet hacmi yıllık büyüme

beklentisi %2,9'la tatminkar olmaktan uzak bir görünüm çizerken takip eden yıla ait beklenti ise %4,9 ile görece olumlu bir canlanmayı işaret etmektedir.



Küresel krizin 2009 yılı genelinde dünya ekonomisinde yarattığı şiddetli daralma fiyatlar genel düzeyinde de aşağı yönlü baskı yaratmıştır. Dünya genelinde ani şekilde soğuyan talebe paralel yükselen işsizlik oranları beraberinde dezenflasyonist bir görünüm getirmiştir. Ekonomik toparlanma yılı olan 2010'da ise özellikle gelişmiş ülke tüketici fiyat seviyelerinde yukarı yönlü bir hareket gözlenmiştir. Bu durum krizden çıkış sürecinde batının büyük ekonomilerince alınan eşi görülmemiş genişletici para politikaları ile açıklanabilirken enjekte edilen likiditenin kısa zaman içinde başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere finansman açığı olan diğer ekonomilerce absorbe edilmesi enflasyon görünümünün bu ülkelerde daha büyük bir oranda bozulmasına sebebiyet vermiştir.



Küresel ekonominin dinamosu olan gelişmiş ülkelerde işsizlik seviyesi 2011 yılında %7,9 ve takip eden yılda ise %8 gibi oldukça olumsuz bir seyir izlemiştir. Bu ekonomilerde süre gelen istihdam yaratamama sorununun da takip eden iki yıl boyunca benzer seviyelerde devam edeceği beklenmektedir. İşsizlik konusunda en kötümser görünümü çift haneli oranlarla Euro bölgesi vermekte olup bölge içinde ise oranların güney ülkelerinde daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Bu sorun İspanya'da kalıcı bir hal alırken, İtalya'da ileriye dönük yüksek oranlı bozulmalar dikkat çekmektedir. Bunun yanı sıra bölgenin yegane itici gücü Almanya'da ise ekonomik toparlamanın olumlu emarelerinin olduğu görülürken diğer önemli ekonomi olan Fransa'da ise iki haneli işsizlik oranı tahminler dahilinde yukarı yönlü bozulmalar içermektedir. İngiltere'de ise oldukça sınırlı bir iyileşme görülmektedir.

DÜNYA EKONOMİSİNDE ÖNCÜ GÖSTEGELER (Değişim %)				
	2011	2012	2013(*)	2014(*)
DÜNYA TİCARETİNDE DEĞER BAZINDA BÜYÜME	18,0	0,2	3,0	4,0
PETROL VE ENERJİ FİYATLARI	31,6	1,0	-0,5	-3,0
METALLER VE DİĞER EMTİA FİYATLARI	17,9	-9,9	1,5	-4,2
İMALAT SANAYİ ÜRÜNLERİ FİYATLARI	7,0	-1,2	0,0	0,0

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

Dünya ticareti 2012 yılından sonra 2013 yılında da oldukça yavaş bir büyüme göstermektedir. 2012 yılında sadece % 0,2 büyüyen dünya mal ticaretinin 2013 yılında % 3,0 büyümesi beklenmektedir. Küresel ekonomideki yavaşlama ve talebin sınırlı kalması ile birlikte ticaretteki büyümede sınırlı kalmaktadır. Dünya ticaretindeki bu koşullar içinde ticarete konu olan mal fiyatları da zayıf kalmaktadır. Petrol ve enerji fiyatlarının 2013 ve 2014 yıllarında gerileyeceği öngörülmektedir. Metal ve diğer emtia fiyatlarında 2013 yılındaki % 1,5 artış sonrası 2014 yılında % 4,2 gerileme beklenmektedir. İmalat sanayi ürünlerinde ise 2013 yılından sonra 2014 yılında da ortalama fiyat değişimi beklenmemektedir. İnşaat malzemeleri ürünleri metal fiyatlarındaki gerilemeden etkileneyecektir. Yine imalat sanayi ürünlerinde oluşan keskin rekabetin yarattığı fiyat baskısı inşaat malzemesi ürünlerinin fiyatlarını da sınırlaması beklenmektedir.

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

ABD inşaat harcamalarında 2013 yılı başından itibaren başlayan toparlanma, yılın üçüncü çeyrek döneminde de sürmüş, yıllık inşaat harcamaları Ağustos ayı sonunda 619,6 milyar dolara yükselmiştir.

ABD İNŞAAT HARCAMALARI (Milyar Dolar)			
DÖNEM	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI	TOPLAM İNŞAAT
2011 Q1	235,8	242,8	478,6
2011 Q2	252,3	258,7	511,0
2011 Q3	241,7	261,3	503,0
2011 Q4	253,7	263,4	517,1
2012 Q1	256,2	270,8	527,0
2012 Q2	277,7	274,9	552,6
2012 Q3	296,9	271,2	568,1
2012 Q4	303,3	274,9	578,2
2013 Q1	325,1	267,8	592,9
2013 Q2	338,2	262,8	601,0
2013/07	340,6	271,4	612,0
2013/08	346,5	273,1	619,6

Kaynak: US Bureau Of Census

Avrupa Birliği ve Euro bölgesinde inşaat sektöründe küçülme sürmekle birlikte giderek yavaşlamaktadır. Euro alanında inşaat sektöründe küçülme 2013 yılı üçüncü çeyrekte dönemde % 1,7'ye gerilemiştir. İnşaat sektöründeki yeni yılda büyüme beklentisi bulunmaktadır. Bu beklenti inşaat malzemeleri pazarını da büyüme yönünde destekleyecektir.

EURO BÖLGESİ İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME (Değişim %)			
DÖNEM	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2011 Q1	-2,5	-2,3	-3,9
2011 Q2	-4,9	-5,6	-1,4
2011 Q3	1,9	1,8	0,9
2011 Q4	2,1	2,5	-0,3
2012 Q1	-5,9	-5,3	-9,0
2012 Q2	-6,1	-5,7	-7,7
2012 Q3	-4,7	-4,0	-6,5
2012 Q4	-4,3	-4,1	-5,1
2013 Q1	-6,1	-5,6	-8,0
2013 Q2	-4,0	-3,9	-4,8
2013 Q3	-1,7	-1,6	-2,8

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

Gelişmekte olan ülkeler grubunun bir üyesi olan Türkiye 2010 ve 2011 yıllarında %9,2 ve %8,8 ile oldukça yüksek oranda büyüme kaydetmiş ancak sürdürülemez boyutlara gelen cari açık nedeniyle otoritelerce alınan soğutucu tedbirler sayesinde 2012 yılında ekonomi %2,2 ile potansiyelinin oldukça altında kalmıştır. Türkiye büyümesi için 2013 yılına yönelik olarak IMF tahmini %3,8 iken Orta Vadeli Program (2014-2016)'da %3,6 olarak belirtilmiştir. 2014 yılına yönelik olarak ise program öngörüsü %4,0 iken IMF beklentisi bunun yarım puan altında kalmıştır.

BÜYÜME (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
Dünya	3,9	3,2	2,9	3,6	Gelişmekte Olan Ülkeler	6,2	4,9	4,5	5,1
Gelişmiş Ülkeler	1,7	1,5	1,2	2,0	Orta Ve Doğu Avrupa	5,4	1,4	2,3	2,7
ABD	1,8	2,8	1,6	2,6	BDT	4,8	3,4	2,1	3,4
Euro Bölgesi	1,5	-0,6	-0,4	1,0	Rusya	4,3	3,4	1,5	3,0
Almanya	3,4	0,9	0,5	1,4	Gelişen Asya	7,8	6,4	6,3	6,5
Fransa	2,0	0,0	0,2	1,0	Çin	9,3	7,7	7,6	7,3
İtalya	0,4	-2,4	-1,8	0,7	Hindistan	6,3	3,2	3,8	5,1
İspanya	0,1	-1,6	-1,3	0,2	Latin Amerika Ve Karayipler	4,6	2,9	2,7	3,1
Japonya	-0,6	2,0	2,0	1,2	Brezilya	2,7	0,9	2,5	2,5
İngiltere	1,1	0,2	1,4	1,9	Meksika	4,0	3,6	1,2	3,0
Kanada	2,5	1,7	1,6	2,2	Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	3,9	4,6	2,1	3,8
Diğer Gelişmiş Ülkeler	3,2	1,9	2,3	3,1	Türkiye	8,8	2,2	3,6	4,0

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*) Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK Milli Gelir İstatistiklerinden, 2013 ve 2014 yılları için Orta Vadeli Program (2014-2016)'dan alınmıştır.

Türkiye'de 2011'de ihracat %18,5 oranında, ithalat ise %29,8 oranında büyürken, 2012 yılında ihracat %13,0 artış göstermiş ancak ithalat %1,8 daralma göstermiştir. Toplam ticaret hacmi ise aynı dönemlerde sırayla %25,5 ve %3,5 büyüme kaydetmiştir. Son tahminler ışığında hazırlanan Orta Vadeli Program'da (2014-2016) ise 2013 yılına yönelik ihracat artışı ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya paralel sadece %0,7 olurken ithalat büyümesi %6,3 olmuştur. 2014 yılına yönelik olarak ise ihracatta %8,5 büyüme beklenirken bu oran ithalat için %4,2 tahmin edilmiştir. Aynı dönemlere ait dış ticaret hacim artışları ise sırayla %4,1 ve %5,8 olarak hesaplanmaktadır. Temel beklenti ve hedefin 2012 yılında yakalanan pozitif görünümü net ihracat performansının 2013 yılının aksine 2014 yılında tekrar yakalanmasıdır.

MAL ve HİZMET TİCARET HACMİ (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
Dünya	6,1	2,7	2,9	4,9	Dünya	6,1	2,7	2,9	4,9
İhracat					İthalat				
Gelişmiş Ülkeler	5,7	2,0	2,7	4,7	Gelişmiş Ülkeler	4,7	1,0	1,5	4,0
Euro Bölgesi	6,3	2,3	2,0	4,5	Euro Bölgesi	4,4	-1,2	0,4	3,9
Diğer Gelişmiş Ülkeler	5,9	1,5	3,9	5,5	Diğer Gelişmiş Ülkeler	5,9	1,6	3,4	5,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	6,8	4,2	3,5	5,8	Gelişmekte Olan Ülkeler	8,8	5,5	5,0	5,9
Orta Ve Doğu Avrupa	8,2	4,9	4,5	5,3	Orta Ve Doğu Avrupa	8,3	0,1	3,9	4,6
BDT	9,0	4,4	1,5	3,4	BDT	16,6	10,4	1,5	5,7
Gelişen Asya	8,0	4,1	5,7	7,0	Gelişen Asya	9,2	5,5	6,1	6,9
Latin Amerika Ve Karayipler	5,8	1,7	2,2	4,9	Latin Amerika Ve Karayipler	10,6	3,2	2,9	3,7
Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	3,0	6,7	0,0	4,9	Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	1,2	9,7	6,4	6,4
Türkiye	18,5	13,0	0,7	8,5	Türkiye	29,8	-1,8	6,3	4,2

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

Türkiye'de ise yılsonu itibarıyla artışlara bakıldığında, 2011 yılında %10,5 ile tekrar çift haneli rakamlara yükselen enflasyon oranının, 2012 yılında ekonomideki yavaşlama doğrultusunda %6,2'ye gerilediği görülmektedir. Orta Vadeli Program (2014-2016)'da öngörülen oranlar ise 2013 yılı için %6,8 ve 2014 yılı için ise %5,3'tür. Güncel veriler ışığında ise Eylül 2013 itibarıyla yıllık tüketici fiyatları artışının %7,9 olduğu ve ekonomik büyümeden taviz verilmeden 2014 yılına ait hedeflenen tüketici enflasyonuna ulaşılmasında zorluk yaşanacağı görülmektedir. Orta Vadeli Program (2014-2016)'da öngörülen oranlar ise 2013 yılı için %6,8 ve 2014 yılı için ise %5,3'tür. Güncel veriler ışığında ise Eylül 2013 itibarıyla yıllık tüketici fiyatları artışının %7,9 olduğu ve ekonomik büyümeden taviz verilmeden 2014 yılına ait hedeflenen tüketici enflasyonuna ulaşılmasında zorluk yaşanacağı görülmektedir.

TÜKETİCİ FİYATLARI (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
Gelişmiş Ülkeler	2,7	2,0	1,4	1,8	Gelişmekte Olan Ülkeler	7,1	6,1	6,2	5,7
ABD	3,1	2,1	1,4	1,5	Orta Ve Doğu Avrupa	5,3	5,8	4,1	3,5
Euro Bölgesi	2,7	2,5	1,5	1,5	BDT	10,1	6,5	6,5	5,9
Almanya	2,5	2,1	1,6	1,8	Rusya	8,4	5,1	6,7	5,7
Fransa	2,3	2,2	1,0	1,5	Gelişen Asya	6,3	4,7	5,0	4,7

İtalya	2,9	3,3	1,6	1,3	Çin	5,4	2,7	2,7	3,0
İspanya	3,1	2,4	1,8	1,5	Hindistan	8,4	10,4	10,9	8,9
Japonya	-0,3	0,0	0,0	2,9	Latin Amerika Ve Karayipler	6,6	5,9	6,7	6,5
İngiltere	4,5	2,8	2,7	2,3	Brezilya	6,6	5,4	6,3	5,8
Kanada	2,9	1,5	1,1	1,6	Meksika	3,4	4,1	3,6	3,0
Diğer Gelişmiş Ülkeler	3,1	2,0	1,5	2,1	Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	9,2	10,8	12,3	10,3
Türkiye	6,5	8,9	-	-	Türkiye (Yıl Sonu İtibariyle)	10,5	6,2	6,8	5,3

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*) Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) İstatistiklerinden, 2013 ve 2014 yılları için Orta Vadeli Program (2014-2016)'dan alınmıştır.

Türkiye’de ise işsizlik oranları Euro bölgesinin altında olmasına karşın kendi ölçeğinde oldukça yüksek ve kalıcı bir görünümde. 2013 ve 2014 yıllarına ait tahminler dahilinde %9,5 ve %9,4 oranlarında seyreden Türkiye’nin, işsizliği etkin bir şekilde aşağı çekebilecek bir ekonomik büyümeden yoksunluğuna karşın işgücü piyasasına yönelik reformlar ile istihdam yaratıcı politikaları devreye sokması bir çıkış stratejisi olarak belirlemektedir. İşsizlik oranı Ocak ayından bu yana gerileyerek Haziran ayında % 8,8’e kadar inmişti. Ancak son iki aydır işsizlik artmaktadır ve Ağustos ayında % 9,8’e yükselmiştir.

İŞSİZLİK (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
Gelişmiş Ülkeler	7,9	8,0	8,1	8,0	Gelişmekte Olan Ülkeler	-	-	-	-
ABD	8,9	8,1	7,6	7,4	Rusya	6,5	6,0	5,7	5,7
Euro Bölgesi	10,2	11,4	12,3	12,2	Çin	4,1	4,1	4,1	4,1
Japonya	4,6	4,4	4,2	4,3	Brezilya	6,0	5,5	5,8	6,0
İngiltere	8,0	8,0	7,7	7,5	Meksika	5,2	5,0	4,8	4,5
Kanada	7,5	7,3	7,1	7,1	Türkiye	9,8	9,2	9,5	9,4

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK Hanehalkı İşgücü Anketi sonuçlarından, 2013 ve 2014 yılları için Orta Vadeli Program (2014-2016)'dan alınmıştır.

2013 yılında ekonomi politikalarının temel hedefi cari açığın ve enflasyonun azaltılması olmuştur. Üçüncü çeyrek sonu itibariyle bu hedeflere yaklaşıldığı görülmektedir. Cari açık üçüncü çeyrek sonunda yıllık birikimli 59.1 milyar dolara, tüketici enflasyonu ise Eylül sonunda % 7.88'lere gerilemiştir.

TÜRKİYE EKONOMİSİ TEMEL GÖSTERGELER						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARİ AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2011 Q1	3.99	58.9	32.4	10.8	1.54	6.25
2011 Q2	6.24	71.6	21.3	9.2	1.62	6.25
2011 Q3	6.15	77.4	18.1	8.8	1.86	5.75
2011 Q4	10.45	77.0	17.4	9.8	1.90	5.75
2012 Q1	10.43	70.0	19.7	9.9	1.78	5.75
2012 Q2	8.87	61.1	17.4	8.0	1.81	5.75
2012 Q3	9.19	53.4	32.4	9.1	1.79	5.75
2012 Q4	6.16	46.9	29.7	10.1	1.78	5.50
2013 Q1	7.29	51.3	23.3	10.1	1.81	5.0
2013 Q2	8.39	55.7	24.1	8.8	1.93	4.50
2013 Q3	7.88	59,1	17.7	9.8	2.04	4,50

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu, Tc. Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı

Tüketici Güven Endeksi 2013 Ekim ayında bir önceki aya göre %4,8 oranında arttı; Eylül ayında 72,1 olan endeks Ekim ayında 75,5 değerine yükseldi. Eylül ayında 95,8 olan genel ekonomik durum beklentisi endeksi bir önceki aya göre %6 oranında artarak, Ekim ayında 101,6 değerine yükseldi. Bu artış, gelecek 12 aylık dönemde genel ekonomik durumun daha iyi olacağı yönünde beklentisi olan tüketicilerin sayısının bir önceki aya göre arttığını göstermektedir.

TÜRKİYE EKONOMİSİ GÜVEN VE BEKLENTİ ENDEKSİ		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ ⁽¹⁾
2012 Q1	112.9	79.30
2012 Q2	108.1	76.80
2012 Q3	103.1	72.10
2012 Q4	97.9	73.60

2013 Q1	112.1	74.90
2013 Q2	111.8	76.20
2013 Q3	108.5	72.1

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

Yılın ilk çeyreğinde 18.3, ikinci çeyreğinde ise 20.9 milyar TL olan özel sektör inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte 20.250 milyar TL ile artmıştır. 2013'ün ilk yarısında büyüme sergileyen Kamu inşaat harcamaları ise üçüncü çeyrekte 14.7 milyar TL'na düşmüştür. Toplam inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte bir önceki döneme göre gerilemiş ve yaklaşık 35 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

İNŞAAT HARCAMALARI KAMU VE ÖZEL SEKTÖR CARİ FİYATLARLA (MİLYON TL)			
DÖNEMLER	KAMU	ÖZEL	TOPLAM
2012 Q1	8.314	22.235	30.549
2012 Q2	11.925	22.081	34.006
2012 Q3	12.348	18.727	31.075
2012 Q4	11.964	19.331	31.295
2013 Q1	15.440	18.374	33.814
2013 Q2	16.962	20.925	37.887
2013 Q3	14.702	20.250	34.952

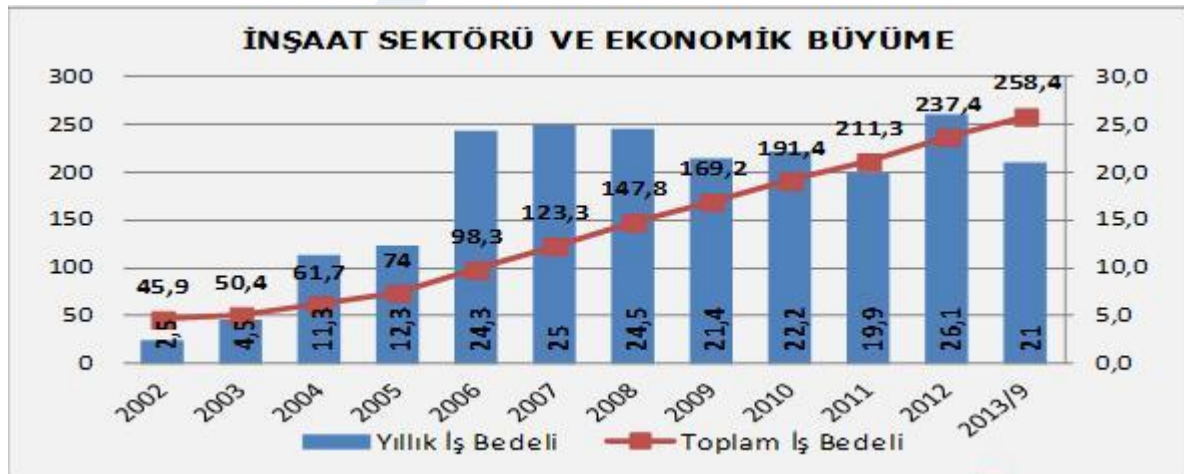
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2013 yılı ilk dokuz ayında yabancıların gayrimenkul alımı %2,9 artarak 1,9 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de son dönemlerde inşaat ve inşaat malzemeleri sektörüne talep yönü ile destek olacak bir gelişme müteakabiliyet yasasının çıkarılması ve yabancılar gayrimenkul satışının kolaylaştırılması olmuştur.

YABANCILARIN GAYRİMENKUL ALIMLARI					
DÖNEM	MİLYON DOLAR	DÖNEM	MİLYON DOLAR	DÖNEM	MİLYON DOLAR
2011 Q1	461	2012 Q1	557	2013 Q1	719
2011 Q2	781	2012 Q2	702	2013 Q2	600
2011 Q3	264	2012 Q3	586	2013 Q3	580
2011 Q4	507	2012 Q4	791	2013 Q4	-
2011	2.013	2012	2.636	2013	-

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

2013 yılı ilk dokuz ayında yurtdışı müteahhitlik hizmetleri toplamı 21,0 Milyar Dolar olarak gerçekleşmiştir. Türk Müteahhitlik sektörünün yurtdışı faaliyetleri olumsuz küresel ekonomik ve bölgesel siyasi koşullara rağmen performansını sürdürmektedir 2013 yılının ilk dokuz ayında yurtdışında alınan işlerin tutarı 21,0 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Böylece birikimli işlerin tutarı da 258,4 milyar dolara çıkmıştır.



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2013 yılının ilk yarısında büyüyen inşaat sektörü, yılın üçüncü çeyrek döneminde % 8.7 büyümüştür. Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise üçüncü çeyrekte % 4.4 büyümüştür.

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ İLE GSMH BÜYÜME			
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GAYRİMENKUL-KİRALAMA VE İŞ FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GSMH BÜYÜME %
2011 Q4	7,0	9,2	5,0
2012 Q1	2,4	6,9	3,1
2012 Q2	-0,8	7,2	2,8
2012 Q3	-0,8	5,4	1,5
2012 Q4	1,5	6,7	1,4
2013 Q1	5,9	5,7	3,0
2013 Q2	7,6	7,0	4,5
2013 Q3	8,7	7,1	4,4

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

İnşaat maliyetlerinde 2013 yılının üçüncü çeyrek döneminde maliyet artışları görülmektedir. Üçüncü çeyrekte konut ve konut dışı bina inşaat maliyetleri bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. İşçilik ve malzeme maliyetlerinde de artış görülmektedir.

İNŞAAT MALİYETLERİ ENDEKSİ 2005=100						
DÖNEMLER	KONUT			KONUT DIŞI BİNALAR		
	GENEL	İŞÇİLİK	MALZEME	GENEL	İŞÇİLİK	MALZEME
2010 Q4	148.05	169.93	142.29	147.14	170.24	141.36
2011 Q1	154.49	174.45	149.23	153.66	174.65	148.41
2011 Q2	161.11	178.52	156.52	160.04	178.76	156.10
2011 Q3	166.88	179.72	163.50	166.08	179.97	162.61
2011 Q4	168.48	180.55	165.30	167.38	180.78	164.02
2012 Q1	170.66	183.93	167.16	169.28	184.16	165.56
2012 Q2	171.73	188.76	167.24	169.99	189.06	165.22
2012 Q3	171.83	190.03	167.16	170.08	190.29	165.02
2012 Q4	172,6	191,0	167,7	170,7	191,2	165,6
2013 Q1	178.5	196.2	170.4	174.0	196.5	168.4
2013 Q2	178.5	200.1	179.0	177.0	200.5	171.2
2013 Q3	182.7	202.4	177.5	181.3	202.9	176.0

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2013 yılının Haziran ayında 26,3 milyona yükselmiş olan toplam istihdam son iki ayda gerilemeye başlamıştır. İnşaat sektöründe ise Ağustos ayında istihdam 1,86milyon kişi ile Temmuz ayının üzerine çıkmış olmakla birlikte geçen yılın aynı ayına göre % 1,8 düşmüştür. İnşaat sektörünün toplam istihdam içindeki payı Temmuz ayına göre artmıştır.

İNŞAAT SEKTÖRÜNDE İSTİHDAM			
DÖNEM	TOPLAM İSTİHDAM (BİN)	İNŞAAT SEKTÖRÜ İSTİHDAM (BİN)	İNŞAAT SEKTÖRÜ PAY %
2012 Q1	23.817	1.400	5,9
2012 Q2	25.282	1.828	7,2
2012 Q3	25.367	1.891	7,5
2012 Q4	24.766	1.647	6,7
2013 Q1	24.979	1.603	6,4
2013 Q2	26.319	1.942	7,4
2013/07	26.099	1.843	7,1
2013/08	25.960	1.857	7,2

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

İnşaat ve Gayrimenkul sektörünün kullandığı yurtiçi kredilerde genişleme ikinci ve üçüncü çeyrekte artmıştır. Döviz kurlarındaki artışında kısmen etkisi olmakla birlikte inşaat sektörünün yurtiçinden kullandığı krediler 82,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KULLANDIĞI KREDİLER				
DÖNEM	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)
2011 Q1	39.937	7.508	23.502	3.840
2011 Q2	43.166	7.533	22.272	3.990
2011 Q3	48.226	7.373	26.828	3.920
2011 Q4	49.314	6.962	26.918	3.864
2012 Q1	51.535	6.737	26.981	4.015
2012 Q2	54.454	6.509	27.741	3.614
2012 Q3	58.403	6.685	29.537	3.280
2012 Q4	59.030	6.629	29.855	3.494
2013 Q1	63.821	6.443	32.169	3.423
2013 Q2	77.189	6.765	35.884	3.715
2013/08	82.272	6.873	40.190	3.587

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

2013 yılının ikinci çeyrek döneminde yeni kullanılan kredi sayısı 198.034 kişi olurken, kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü 85.430 Türk Lirasına yükselmiştir. Kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü geçen yılın aynı dönemine göre %11,8 atmıştır. Kullanılan kredilerin ortalama büyüklüğündeki artış konut fiyatlarındaki yükselişten ve hane halklarının ödeme gücündeki genişlemeden kaynaklanmaktadır.

Merkez Bankası'nın Kasım ayı içinde bankaları fonlama maliyetini 1 puandan fazla yükseltmesi ile birlikte konut kredisi faiz oranları da yeniden artış eğilimine girebilecektir.

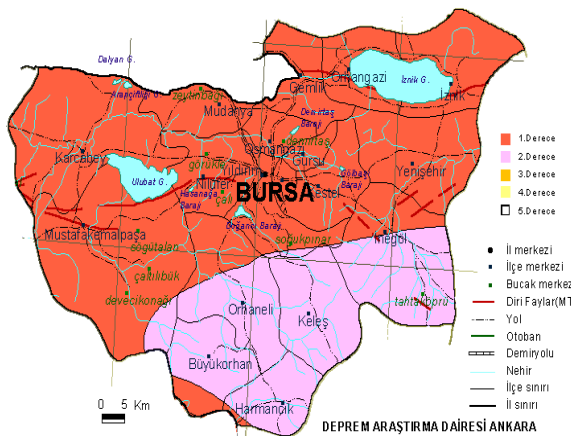
4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

BURSA; Marmara Bölgesi'nin Güney Marmara bölümünde yer almakta olup, Türkiye'nin 4'üncü büyük kentidir. Bursa ili kuzeyinde Marmara Denizi ve Yalova, kuzeydoğuda Kocaeli ve Sakarya, doğuda Bilecik, güneyde Kütahya ve Balıkesir illeri ile çevrilidir. Şehir, Uludağ'ın yamaçları boyunca kurulmuş ve gelişmiştir.

Bursa iklimi Akdeniz ile Karadeniz arasında bir geçiş niteliği göstermektedir. Kışların çok sert geçmediği ilde yaz dönemlerinde şiddetli bir kuraklık görülmemektedir.

Bursa ilinin kent merkezi, Türkiye'nin büyük metropol kentlerinden ve en çok nüfusa sahip 4. şehridir. Ekonomik açıdan Türkiye'nin gelişmiş kentlerinden biri olan Bursa doğal ve tarihsel zenginlikleriyle de önem taşır. Ayrıca Bursa Marmara bölgesinin İstanbul'dan sonra gelen ikinci büyük şehridir. Türkiye'nin en önemli sanayi kentlerindedir. Şehir, İstanbul'dan sonra en büyük ikinci ihracatı gerçekleştirmektedir.

Osmangazi; Nilüfer, Yıldırım, Mudanya, Gemlik, Kestel, Gürsu ile beraber Bursa (merkez)'yi oluşturan 7 ilçeden biridir. Ayrıca Türkiye'nin nüfus bakımından en büyük 3'üncü ilçesidir. Osmangazi, Uludağ'ın eteklerinde, doğuda Gökdere Vadisi'yle başlar; batıda Nilüfer Deresi ve Yeni Mudanya Yolu, kuzeyde Katırlı Dağları, Nilüfer Çayı ve Bursa Ovası'nı içine alan topraklara sınır oluşturan bölgeyi kapsar. 1165,2 kilometrekarelik bir alana yayılmıştır. İlçenin denizden yüksekliği ortalama 150 metredir. İzmir, İstanbul, Eskişehir yollarının kesiştiği kavşak noktasında bulunan Osmangazi, Mudanya Limanı'na 31,-km, Yalova'ya 74,-km, Gemlik'e 30,-km uzaklıktadır. 109 mahalleden oluşmaktadır.



Bursa İli Deprem Haritasına göre; Osmangazi İlçesi

1'inci derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre Osmangazi İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

	İl/ilçe merkezleri			Belde/köyler			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Osmangazi	778.843	391.030	387.813	13.376	6.657	6.719	792.219	397.687	394.532
Bursa	2.402.012	1.202.097	1.199.915	286.159	141.797	144.362	2.688.171	1.343.894	1.344.277

¹ Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Köyü, H21B35D4C pafta, 519 ada, **15 parsel** numarasında kayıtlı "**Korupark AVM**"dir.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkul, Osmangazi Belediyesi sınırları içerisinde, Bursa-Mudanya Yolu üzerinde Sanayi Caddesi'nde yer almaktadır. Sanayi Caddesi, Bursa-Mudanya arasındaki ana ulaşım aksı olan Mudanya Yolu'nun bir parçasıdır ve kentin gelişimi bu yöne doğru ilerlemektedir. Gayrimenkulün yakın çevresinde, Nilüfer Organize Sanayi Bölgesi, Bursa Ticaret ve Sanayi Odası binası, küçük sanayi birimleri, benzin istasyonları ve orta-alt gelir grubuna hitap eden konut alanları yer almaktadır.

Gayrimenkulün bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Metro İstasyonu-OSB Durağı	: ~ 0,90km
Bursa Şehir Merkezi	: ~ 10,-km
Otobüs Terminali	: ~ 12,8km

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu gayrimenkul 53.185,61m² yüzölçümlü, 15 numaralı parsel üzerinde yer almakta olup, 2007 yılında faaliyete geçmiştir. Güneybatıdan Sanayi Caddesi'ne, kuzeybatıdan Turgut Özal Caddesi'ne, güneydoğudan 1. Sokak'a cephelidir. Korupark AVM, 4 Bodrum + Zemin + 2 Normal katlı, tek bloktan oluşmaktadır. Yapı kullanma izin belgesine göre **165.286,-m²** kapalı alana sahip olup, 247 adet mağaza, 56 adet depo, 2 adet Yönetim+İşletme Ofisi ve sinema salonu ile 1862 araç kapasiteli kapalı, 79 araç kapasiteli açık otopark mevcuttur.

Mimari Proje üzerinden yapılan ölçümler sonucu, kiralanabilir alanları gösterir tablo aşağıda sunulmuştur.

Kiralanan Alanlar	
Mağaza+Dükkan Alanı, m ²	27.533,60
Büyük Ölçekli Mağaza Alanı, m ²	34.984,83
Sinema Alanı, m ²	3.042,16
Yeme-İçme Alanı, m ²	3.945,42
Depo Alanı, m ²	6.364,80
Toplam Kiralanabilir Alan, m²	75.870,81

İç Mekan Özellikleri;

Alışveriş merkezi binası içindeki koridorlar ve ana yürüyüş akslarında yer döşemesi, seramik ve granittir. Duvarlar saten boyalı olup tavanlar alçıpan asma tavan veya metal asma tavadır. Müşteri WC'lerinde yer döşemeleri seramik, duvarlar fayans kaplı ve kısmen saten boyalı, tavanlar alçıpan asma tavadır. Kapı doğramaları ahşap ve alüminyumdur. Ortak kullanım alanlarında tavanlarda spot ışıklandırma, havalandırma tünelleri, yangın sprink sistemi, duman dedektörleri ve ses yayın tesisatı mevcuttur. Teknik hacimler ve personel kullanımındaki alanlarda ise yer döşemesi seramik, epoksi, karo mozaik veya halı kaplı, duvarlar fayans kaplı veya plastik boyalı, tavanlar ise alçıpan asma tavanlı veya plastik boyalıdır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,

İli	:	Bursa
İlçesi	:	Osmangazi
Mahallesi/Köyü	:	Emek
Pafta No	:	H21B35D4C
Ada No	:	519
Parsel No	:	15
Parsel Yüzölçümü,m ²	:	53.185,61
Niteliği	:	2 Katlı Alışveriş Merkezi
Cilt No. / Sahife No.	:	78/7717
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	:	25.07.2008/22819
Malik	:	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

24.12.2013 tarihinde Osmangazi Tapu Müdürlüğü ve Osmangazi Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgisi aşağıda sunulmuştur.

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

15 parsel numarasında kayıtlı gayrimenkul 25.07.2008 tarih ve 22819 yevmiye no. ile Tarımsal Amaçlı Olmayan Cins Değişiklikleri işleminden tescil edilmiştir. Son üç yıl içerisinde alım satıma konu olmamıştır.

5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,

İrtifak Bölümü: İrtifak Hakkı: 519 ada 14 Parsel lehine, 519 ada 15 parsel aleyhine 112,23m² alanda geçiş hakkı vardır. (Başlama Tarihi:25.09.2008, Bitiş Tarihi:02.09.2107-Süre:99 yıl) (26.09.2008 tarih/27015 yev. no. ile)

Şerh Bölümü: Seneliği 1.650.000,-ABD dolarından 15 yıl müddetle Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Ve Gıda Sanayi A.Ş. lehine kira şerhi vardır. (23.02.2007/3983 Yev.)

İpotek Bölümü: Akbank T.A.Ş. lehine, 1. Dereceden, akdi faizli, FBK müddetle, **225.000.000,-Euro bedelli ipotek vardır.** (02.04.2008/10582 yevmiye no. ile)

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Değerleme konusu gayrimenkul, Osmangazi Belediye Meclisi'nin 03.02.2010 gün ve 117 sayılı kararı ile kabul edilmiş ve Büyükşehir Belediye Meclisi'nin 13.05.2010 gün ve 428 sayılı kararı ve 16021130/154 sayı ile onaylanan 1/1000 ölçekli Emek Revizyon Uygulama İmar Planı'na göre;

- 15 numaralı parsel "**Ticaret Alanı**"nda kalmakta olup, aşağıdaki plan notları ve yapılaşma hakları geçerlidir.

Plan notlarına göre yapılaşma şartları aşağıdaki şekildedir.

- Plan sınırları içindeki alanda;
 - Konut binaları ile sosyal tesisleri,
 - Ticaret (alışveriş merkezi, otel, özel sağlık tesisi, özel eğitim tesisi, iş merkezi) binaları ve sosyal tesisleri yer alacaktır.
- Plan sınırları içinde kalan alanda **Emsal (E): 1,80'dir.**
- Konut alanları, otel ve iş merkezlerinde maksimum bina yüksekliği H_{max}: 40,50 m'dir. Alışveriş merkezlerinde yüksekliği H_{max}: 15,50 m'dir.
- İskan edilen bodrum katlar emsale dahil değildir.
- Plan sınırları içindeki alanın bir bütün halinde kullanılması durumunda ticaret alanları toplam inşaat alanının %25'ini geçemez. Ancak plan sınırları içindeki alanda ifraz yapılması durumunda;
 - Alınmış inşaat ruhsatına göre yapımı tamamlanmış alışveriş merkezinin plan üzerine işlendiği şekilde aynen korunacak ve yer aldığı parselde % 25 şartı aranmayacaktır
 - İfraz sonucunda oluşan yeni parsellerde yapılaşma konut+ticaret olarak inşa edilecek ise, ticaret alanları toplamı inşaat alanlarının % 40'ını geçemez.
- Plan sınırları içindeki konut alanlarında toplu uygulama yapılacaktır. Konut alanlarında 19.01.2006 onay tarihli imar planına göre alınmış inşaat ruhsatları aynen geçerlidir. İnşaat ruhsatlarına göre yapımı tamamlanmış ve inşaatı devam etmekte olan mevcut binalar plana işlendiği şekilde korunacaktır.
- Plan sınırları içindeki alanda, binaların konumları, binalar arasındaki mesafeler açık alan düzenlemeleri 1/500 ölçekli vaziyet planlarında belirlendiği ve Belediyece uygun görüldüğü şekilde olacaktır.
- Plan sınırları içindeki ticaret ve konut alanlarının otopark ihtiyacı plan sınırları içindeki parsel alanları içinden ayrılacaktır.

Yapı Ruhsatı:

- 11.06.2008 tarih ve 1/146 sayılı Tadilat Yapı Ruhsatı mevcuttur. Bu ruhsat üzerinden edinilen bilgiye göre; Yeni Yapı Ruhsatı (ilk ruhsat) 18.05.2006 tarih ve 79 sayılıdır.

Yapı Kullanma İzin Belgesi:

- **Korupark AVM** için alınmış 12.06.2008 tarih ve 1/41 sayılı **Yapı Kullanma İzin Belgesi** mevcuttur.

(EK : 4 : Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesi)

(EK : 5 : Gayrimenkule Ait İmar Durum Belgesi ve Plan Notları)

(EK : 6 : Gayrimenkule Ait İpotek Yazısı)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

Değerleme konusu Korupark AVM'nin yapı denetimi **Aka Yapı Denetim Hizmetleri Ltd. Şti.** tarafından yapılmıştır.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, "Seri: XI, No.29, Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği"ni uyarınca, 15.11.2003 tarihli ve 25290 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Seri: X, No.25, Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği" yürürlükten kaldırılmış olup, yerine, (beşinci madde ile) işletmelerin Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle **Uluslararası Muhasebe / Finansal Raporlama Standartlarını uygulayacakları (UMS/UFRS)**, bu hususa bilanço dipnotlarında yer verileceği ve bu kapsamda, belirlenen standartlara aykırı olmayan **Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nca (TMSK'ca) yayımlanan TMS/TFRS (Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları)** nın esas alınacağı belirtilmiş olup geçici madde 2 ile de UMS / UFRS'nin UMSK tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS'ler uygulanır denmektedir. Bu kapsamda, TMSK'ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.

TMSK'ca yayımlanan "**Maddi Duran Varlıklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS:16) hakkında Tebliğin 29'uncu paragraf hükmü**" ile, bir işletmenin maddi duran varlıklarının değerlemesinde, muhasebe politikası olarak **maliyet** veya **yeniden değerlendirme modelini** seçebileceği hususu belirtilerek, bu yöntemin seçilmesi halinde, TMS.16, Paragraf 31. Yeniden Değerleme Modeli başlığında yer alan,

*"Gerçeğe uygun değeri güvenilir olarak ölçülebilen bir maddi duran varlık kalemi, varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra, **yeniden değerlendirilmiş tutarı** üzerinden gösterilir. **Yeniden değerlendirilmiş tutar, yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden, müteakip birikmiş amortisman ve müteakip birikmiş değer düşüklüğü zararlarının indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. Yeniden değerlendirmeler, bilanço tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer kullanılarak bulunacak tutarın defter değerinden önemli ölçüde farklı olmasına neden olmayacak şekilde düzenli olarak yapılmalıdır.***

Ve TMS:16, Paragraf 32.

*"Arazi ve binaların **gerçeğe uygun değeri** genellikle, piyasa koşullarındaki kanıtların mesleki yeterliliğe sahip **değerleme uzmanları tarafından değerlendirilmesi sonucu saptanır. Maddi duran varlık kalemlerinin gerçeğe uygun değeri genellikle değerlendirme yoluyla belirlenmiş piyasa değerleridir.**"*

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Diğer taraftan, **varlıklarda değer düşüklüğü hususunu düzenleyen TMS:36**, bir işletmenin, varlıklarının geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir değerden **izlenmemesini** sağlamak amacıyla uygulanması gereken ilkeleri belirlemektir. Bir varlığın defter değerinin; kullanımı ya da satışı ile geri kazanılacak tutarından fazla olması durumunda, ilgili varlık geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir tutardan izlenir. Eğer durum bu şekilde ise, varlık değer düşüklüğüne uğramıştır ve Standart, işletmenin değer düşüklüğü zararını muhasebeleştirmesini gerektirir.

Bu Standart, örneğin "**TMS 16 Maddi Duran Varlıklar**" Standardında yer alan değerlendirme yöntemi gibi diğer Standartlara uygun olarak değerlendirilmiş tutarlardan (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değerden**) izlenen varlıklara uygulanır. Değerlendirilmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun değer tespiti**nde kullanılan **esasa** bağlıdır:

(a) **Varlığın gerçeğe uygun değeri piyasa değeri ise, sadece varlığın gerçeğe uygun değeri ile satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri arasındaki fark, varlığı elden çıkarmak için oluşacak doğrudan ek maliyettir:**

(i) *Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın geri kazanılabilir tutarı yeniden değerlendirilmiş tutarına (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerine) zorunlu olarak yakın ya da söz konusu tutardan daha büyük olacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, yeniden değerlendirilmiş varlığın değer düşüklüğüne uğraması olası değildir ve geri kazanılabilir tutarın tahmin edilmesine gerek bulunmamaktadır.*

(ii) *Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu*

varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yeniden değerlendirilmiş varlık, kullanım değerinin yeniden değerlendirilmiş tutarından (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerinden) daha düşük olması durumunda değer düşüklüğüne uğrayacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için bu Standardı uygular.

(b) **Varlığın gerçeğe uygun değerinin piyasa değerinden farklı bir esasa göre belirlenmesi durumunda**, söz konusu varlığın yeniden değerlendirilmiş değeri (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değeri**) geri kazanılabilir tutarından daha büyük ya da daha düşük olabilir. Bu nedenle, işletme, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, ilgili varlığının değer düşüklüğüne uğramış olup olmadığını belirlemek için bu Standardı uygular.

TMS 36'da tanımlanan muhasebe ilkeleri, TMS 40'ta tanımlanan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (Gerçeğe uygun değerle ölçülen yatırım amaçlı gayrimenkuller) de uygulanmamaktadır.

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

"Genelde tüm varlıklar –kısa ve uzun vadeli- bilançoda doğru değerden muhasebeleştirildiklerinden emin olunması için değer düşüklüğü testine tabidirler.

Değer düşüklüğünün temel prensibi, bir **varlığın bilançoda geri kazanılabilir tutarının üstünde bir tutarda gösterilmemesidir**. Geri kazanılabilir tutar bir varlığın, satış maliyetleri düşülmüş **gerçeğe uygun değeri** ile kullanım değerinden yüksek olanıdır. **Satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değer**, bir varlık veya nakit yaratan birimin karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında gerçekleştirilen **satış sonucu elde edilmesi gereken tutardan, elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesi suretiyle bulunan değerdir**.

Değer düşüklüğüne tabi tüm varlıklar, değer düşüklüğüne ilişkin bir **belirti olduğunda değer düşüklüğü için değerlendirilmelidir**.

Varlığın defter değeri ile geri kazanılabilir tutar karşılaştırılır. Bir varlık veya nakit yaratan birimin **defter değeri geri kazanılabilir tutarını aşıyorsa**, ilgili varlık veya nakit yaratan birim **değer düşüklüğüne uğramıştır**. Oluşan **değer düşüklüğü**, varlık veya nakit yaratan birimdeki varlıklar üzerine dağıtılır ve **gelir veya giderde muhasebeleştirilir**.

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS: 16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmalarının ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir**.

- **UMS: 36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır**. Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar** dikkate alınmış olup, belirlenen değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" dir. Konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir**. Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle **vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması** önerilmektedir.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

Değerlemeye konu olan gayrimenkul ile ilgili olarak değerlendirme çalışmalarını olumsuz yönde etkileyen herhangi bir faktör bulunmamaktadır. Değerleme çalışmalarının, Rapor'un amaç ve kapsamında belirtilen hususlar ile Rapor'un 6.1 bölümünde belirtilen kısıtlar dahilinde değerlendirilmesi uygun olacaktır.

6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

Değerleme çalışmalarında, aşağıda **UDES Standart 1'de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar** ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı gerçekleştirildikleri hususları dikkate alınarak, **UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1)** bir arada ele alınmıştır.

Değerleme çalışmaları, **Pazar Değerinin tespiti amacıyla gerçekleştirilmiş olup, çalışmalarda, Rapor'un 3.6 Bölümünde açıklanan Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları (yöntemleri) kullanılmıştır. UDES içerisinde Pazara Dayalı değerlendirme yöntemleri arasında sayılan ve aşağıda detayları verilen üç ana yaklaşımdan** Rapor'a konu olan gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile parsel üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan ve yıpranma payları düşülmüş inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Gayrimenkulün; AVM olarak geliştirilmesinin tamamlanmış, AVM'nin yüksek doluluk oranları ile kiralamalara konu olmuş ve fiilen gelir yaratıyor olması sebebiyle gayrimenkul değerinin tespiti amacına yönelik olarak tercih edilebilir bir yöntem olan **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkulün adil /rayiç) kira bedelinin belirlenmesine yönelik çalışmalarda, **mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiş, bulunan bu bedel** gayrimenkulün mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır.

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti

Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkulün **Arsa Değeri ve Yapı Değeri** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkulün toplam değeri tespit edilmiştir. Bu yaklaşımda;

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satımına konu olmuş arsa emsal araştırmaları doğrultusunda parsel değeri belirlenmektedir.

- **Maliyet Yaklaşımı** ile **yapının özellikleri ve yıpranma oranları** dikkate alınarak **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlendirilmesi yapılan **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile **Arsa Değerinin Belirlenmesi,**

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1 Konu mülke yakın, Sanayi Caddesi'ne cepheli 349,-m ² yüzölçümlü, Ticari imarlı, E:3 olan arsa satılıktır.	349	1.900.000	5.444,13	933.707	2.675,38	
Emsal 2 Konu mülke yakın, Mudanya Caddesi üzerinde, 279,-m ² yüzölçümlü, Ticari imarlı, E:3 olan arsa satılıktır.	279	1.500.000	5.376,34	737.137	2.642,07	

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi doğrultusunda;

- ✓ Bölgede sanayi imarlı arsaların yoğun olduğu,
- ✓ Değerleme konusu taşınmaza denk büyüklükte ve E:1,80 yapılaşma koşullarına sahip satışa konu arsa emsali bulunmadığı,
- ✓ Sanayi Caddesi'ne yaklaştıkça arsa m² emsal bedellerinin arttığı,
- ✓ Kentin Sanayi Caddesi aksı boyunca gelişme gösterdiği,
- ✓ Bölgede büyük metrajlı arsa arzının kısıtlı olduğu,
- ✓ E:3 yapılaşma koşullarına sahip, küçük yüzölçümlü arsaların yaklaşık ortalama **2.650,- ABD\$ (~5.400,-TL)** civarında olduğu,
- ✓ Bölgede büyük alanlı ve yüksek yapılaşma koşullarına sahip ticari imarlı arsaların m² birim emsal bedellerinin **5.000,-TL ile 5.500,-TL** aralığında değiştiği,
- ✓ Bölgede büyük yüzölçümüne sahip arsa bulunmadığı,
- ✓ Tabloda yer alan arsaların küçük yüzölçümleri nedeni ile yüksek bedellerden işlem gördüğü, tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan parselin farklı yapılaşma hakkına sahip olması sebebiyle, "m² yapılaşma hakkına göre parsel değeri" hesaplanmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün **1,80** olan yapılaşma hakkı dikkate alınarak **aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.**

Emsal Değer, ABD/m ²	Parsel m ² başına düşen inşaat alanı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri, ABD \$	1,8 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$
2.675	3,00	892	1.605
2.642	3,00	881	1.585
Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$			1.595

Yukarıdaki emsal tablosunda bulunan ve E:3.00 yapılaşma koşullarına sahip emsal arsaların m² birim bedellerinin, **E:1.80** yapılaşma hakkı doğrultusunda düzeltilmesi sonucunda; **düzeltilmiş emsal** tablo ortalamasının **1.595,-ABD \$/m²** olduğu tespit edilmiştir.

Bu tespitler doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkulün;

- Ulaşılabilirlik açısından güçlü bir konumda yer alması,
- Görülebilirliğin yüksek olması,
- Merkeze yakın konumu,
- Büyük metrajı ve yan parsellerinde sosyal alanları da içeren prestijli konut projelerinin mevcut ve geliştirilmekte olduğu,
- **Son 1 yıl içinde dolar kurunda yaşanan artış,**
- **Dolar kurunda yaşanan artışın TL cinsinden gayrimenkul fiyatlarına aynı ölçüde yansımamış olmasına rağmen, parselin emsallere göre daha nitelikli konumu da dikkate alınarak,**

tutucu bir yaklaşımla **m² emsal bedelinin 1.450,-ABD \$/m²** olarak esas alınmasının uygun olduğu kanaatine varılmıştır. Bu birim rayiç değer esas alınarak hesaplanan toplam arsa rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI/PARSEL DEĞERİ	
Arsa Alanı, m ²	53.185,61
m ² Değeri, ABD \$	1.450
Σ Arsa Değeri, ABD \$	77.119.135
ABD \$/TL	2,0349
Σ Arsa Değeri, TL	156.929.727

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu 519 ada, **15 numaralı parselin adil piyasa değeri 156.929.727,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **77.119.135,-ABD \$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkulün, yapı ruhsatında belirtilmiş olan 5-A yapı sınıfı kategorisinde olduğu dikkate alınarak aşağıdaki varsayımlar altında, yeniden yapım maliyeti hesaplanmıştır.

- **AVM Alanı Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina*, Ticarethane ve işyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35TL/m²** esas alınmıştır.
- Belirlenen birim değere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olduğu varsayılmıştır.
- Gayrimenkulün bugünkü değerine ulaşılırken, yapının yapım yılı ve fiziksel/ fonksiyonel yıpranmaya tabi olduğu dikkate alınmış ve fiili değerlendirme tarihi itibarı ile 02.12.1982 tarih ve 17886 sayılı Resmi Gazete yayımlanan "Aşınma Paylarına İlişkin Oranları Gösteren Cetvel"e göre, belirlenen yıpranma bedeli düşülerek gayrimenkulün bugünkü yapı değeri hesaplanmıştır.

*Gayrimenkulün kısmen betonarme (kafes sistemi ile), kısmen çelik konstrüksiyon olması sebebiyle Çelik Karkas Yapılar için ortalama yapı maliyetinin kullanılmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Mimari ve Mühendislik Bedeli Oranı	3%
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin % 3'ü oranında varsayılmıştır.	
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı	3%
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı, inşaat maliyeti ve Mimari ve Mühendislik Bedelleri toplamının % 3'ü oranında varsayılmıştır.	
Diğer Giderler Oranı	3%
Diğer Giderler, toplam maliyetlerin % 3'ü oranında varsayılmıştır.	

Yukarıda verilen varsayımlar doğrultusunda hesaplanmış olan yapının bugünkü değeri aşağıda detaylı olarak verilmiştir.

MALİYET YAKLAŞIMI İLE YAPI MALİYET DEĞERİNİN HESAPLANMASI	
Σ Yapı Değeri, TL (1+2+3)	324.756.687
Σ Yapı Değeri ABD\$ (1+2+3)	159.593.438
Bina Σ Kapalı Alanı,m²	165.286
Birim Maliyet,TL	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti,TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049,25
1-AVM İnşaat Maliyeti,TL	338.711.605
2- Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti,TL	6.774.232
Yıpranma Oranı	0,06
3- Yıpranma Tutarı, TL	20.729.150

Sonuç olarak, **Maliyet Yaklaşımı** doğrultusunda **Korupark AVM'nin bugünkü yapı değeri 324.756.687,-TL** (Değerleme tarihi itibari ile **159.593.438,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkulün Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda ulaşılan arsa değerine, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan yapının bugünkü değeri ilave edilmek suretiyle toplam değerine ulaşılmış olup, aşağıda tablo olarak sunulmuştur.

Değerleme Konusu Taşınmazın Toplam Değeri	
A. Arsa Değeri, TL	156.929.727
B. Yapı Değeri, TL	324.756.687
DEĞERLEME KONUSU TAŞINMAZIN TOPLAM (A+B) DEĞERİ, TL	481.686.414
DEĞERLEME KONUSU TAŞINMAZIN TOPLAM (A+B) DEĞERİ, €	174.612.634
DEĞERLEME KONUSU TAŞINMAZIN TOPLAM (A+B) DEĞERİ, ABD \$	236.712.572

Sonuç olarak, **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** ile değerlendirme konusu **Korupark AVM'nin toplam adil piyasa değeri 481.686.414,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **174.612.634,-€; 236.712.572,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkulün Değerinin Belirlenmesi

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

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

- **İskonto Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir.
- **Büyüme Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup, genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Analizlerde bu oran %3 olarak alınmıştır.

İskonto Oranı	9,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2043 vadeli) Euro bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

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

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, kiralama konusu mülklerin büyük ölçüde yabancı para cinsinden kiralamaya konu edilmiş olmaları sebebiyle, bu çalışmada TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacı da güdülerek analizlerin ABD\$ bazlı yapılması uygun görülmüş, sonuçlar AVRO (€) olarak da sunulmuştur.

Değerleme konusu gayrimenkulün gelirlerinden yola çıkılarak, **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine** esas teşkil edecek **kira gelirlerinin belirlenmesinde, bölgede benzer nitelikli AVM emsal kiralamaları ile değerlendirme konusu AVM'nin mevcut kiralamaları dikkate alınmıştır.**

A- Emsal Kira Bedellerine Göre: Değerleme konusu gayrimenkulün konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ					
Alışveriş Merkezi	Açılış Tarihi	Kapalı Alan, m ²	Kiralananabilir Alan, m ²	Mağaza Kira Değeri, ABD\$	Yeme-İçme Alanı Kira Değeri, ABD\$
As Merkez	2000	55.000	44.500	20-35	40-45
Carrefour Bursa AVM	2001	100.000	38.758	45-55	65-75
Nilpark AVM	2007	33.500	18.588	55-65	55-70

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- ✓ **As Merkez AVM,** 2000 yılı, Aralık ayında faaliyete geçmiş olup, toplam 55.000,-m² kapalı alanlıdır. Outlet tipi AVM içerisinde 77 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanları bulunmaktadır. **As Merkez AVM’de konumlu mağaza alanlarının 20-35,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 40-45,-ABD\$/m² bedelle kiralanan olduğu tespitleri yapılmıştır.**
- ✓ **Carrefour Bursa AVM;** 2001 yılı, Eylül ayında faaliyete geçmiştir. Toplam 100.000,-m² kapalı alanlıdır. 108 adet mağaza, 13.355,-m² market alanı, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM’de konumlu mağaza alanlarının 45-55,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 65-75,-ABD\$/m² bedelle kiralanan olduğu tespitleri yapılmıştır.**
- ✓ **Nilpark AVM,** 38.000,-m² kapalı alanlıdır. 2009 yılında faaliyete geçmiştir. Nilpark Alışveriş merkezinde 12.000,-m² kiralananabilir mağaza alanı dışında, 10.000,-m² kiralananabilir ofis alanı yer almaktadır. **AVM’de konumlu mağaza alanlarının 55-60,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 55-65,-ABD\$/m² bedelle kiralanan olduğu tespitleri yapılmıştır.**
- ✓ As Merkez ve Carrefour Bursa sadece AVM projelerine; Nilpark ise hem ofis hem de AVM’nin bir arada olduğu Ofis&AVM projesine örnektir.
- ✓ As Merkez AVM ise emsallerine oranla daha az nitelikli olup, orta gelir grubuna hitap etmektedir.

B- Mevcut Kira Bedelleri: AVM içerisinde kiralamaya konu olmuş alanların sabit kira bedellerinin;

- Mağazalar+Dükkan için ortalama **~53,-ABD\$**
- Büyük ölçekli mağaza alanları için ortalama **~16,50 ABD\$**
- Yeme-İçme alanları için ortalama **~57,-ABD\$**
- Depo alanları için ise ortalama **~16,-ABD\$**
- Sinema için ise ortalama **~14,-ABD\$**

olduğu tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca Müşteri Şirket yetkililerinden temin edilen verilere göre 2013 yılı için;

- Toplam Stand gelirlerinin **627.446,-ABD\$,**
- Toplam ATM gelirlerinin **205.746,-ABD\$,**
- Toplam Baz İstasyonu gelirlerinin **31.112,-ABD\$**

olduğu öğrenilmiştir. 2014 yılı gelirleri stand ATM ve baz istasyonu gelirlerinde dolar kurunda yaşanan ani yükseliş nedni ile artış öngörülmemiştir.

Sonuç Olarak; İNA analizine esas teşkil edecek kira bedellerinin belirlenmesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün emsal projelere kıyasla daha prestijli oluşu, kolay ulaşımı, yapısal özellikleri gibi değerini pozitif etkileyen kriterler ışığında;

- Mevcut kira kontratları hükümleri (sabit kira bedelleri, ciro payları, artış oranları)
- Piyasa koşulları,
- **Dolar kurunda yaşanan artışın TL cinsinden gayrimenkul kira bedellerine aynı ölçüde yansımamış olduğu,**

dikkate alınarak, 2014 yılına ilişkin öngörülen değerlemeye esas **aylık kira bedellerinin;**

- Mağaza alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta) ortalama m² kira bedeli **45,-ABD\$,**

- Anchor Alanlarının büyük metrajı ve Müşteri Şirket gerçekleştirmeleri doğrultusunda ortalama m² kira bedelinin **17,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda ortalama m² kira bedeli **55,-ABD\$**,
- Depo alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **15,-ABD\$**,
- Sinema alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **13,-ABD\$**,
- Stand ve ATM-Baz İstasyonları için Müşteri Şirket gerçekleştirmelerinin, alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Mağaza, anchor alanı, yeme içme alanı, depo, ATM, baz İstasyonu, stand ve sinema gelirleri için 2015 ve devam eden yıllar için %3 oranında artış öngörülmüştür.

Mevcut durumda doluluk oranları göz önünde bulundurularak, mağaza, achor, yeme – içme ve depo alanları için gelecek yıllarda öngörülen doluluk oranları yıllar itibari ile aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2013(*)	2014	2015	DED
Mağaza Doluluk Oranı, %	90%	95%	95%	98%
Achor Doluluk Oranı, %	100%	100%	100%	100%
Yeme İçme Alanı Doluluk Oranı, %	100%	100%	100%	100%
Depo Doluluk Oranı, %	27%	50%	50%	50%

(*)Müşteri Şirket'ten alınan 2013 yılı gerçekleşmiş kira bilgilerine göre belirlenmiştir. Takip eden yılların doluluk oranları öngörülere dayalı olarak belirlenmiştir.

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda hazırlanmış olan İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD\$			
	2014	2015	D.E.D.
Proje Kira Gelirleri, ABD\$	25.777.333	26.550.653	27.820.381
Mağaza Kira Geliri, ABD\$	14.124.737	14.548.479	15.458.142
Yeme İçme Alanı Kira Geliri, ABD\$	2.603.977	2.682.097	2.762.559
Büyük Ölçekli Mağaza Kira Geliri, ABD\$	7.136.905	7.351.012	7.571.543
Depo Kira Geliri, ABD\$	572.832	590.017	607.717
Sinema Geliri, ABD\$	474.577	488.814	503.479
Stand Kira Geliri, ABD\$	627.446	646.270	665.658
ATM Kira Geliri, ABD\$	205.746	211.918	218.276
Baz İstasyonu Kira Geliri, ABD\$	31.112	32.045	33.007
Proje Net Nakit Akımı, ABD\$	25.777.333	26.550.653	412.153.787
İskonto Oranı	0,0975	0,0975	0,0975
İskonto Faktörü	1,0975	1,205	1,322
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76
Nakit Akımlarının NBD, ABD\$	23.487.319	22.042.769	311.778.173
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD\$			357.308.261
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü			1,0476
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD\$			374.321.974
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, €			276.121.143
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL			761.707.784

Sonuç olarak; **İNA Analizi çerçevesinde Korupark AVM'nin toplam adil piyasa değeri 761.707.784,-TL (değerleme tarihi itibariyle 276.121.143,-€; 374.321.974,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.**

6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti

6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:

Rapor'un **6.6'nci** bölümünde gerçekleştirilen İNA Analizinde detayları verildiği üzere, yapılan emsal araştırmaları ve Müşteri Şirket'ten edinilen bilgiler doğrultusunda,

- Mağaza alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m² kira bedeli **45,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda ortalama m² kira bedeli **55,-ABD\$**,
- Depo alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **15,-ABD\$**,
- Anchor Alanlarının büyük metraji ve Müşteri Şirket gerçekleştirmeleri doğrultusunda ortalama m² kira bedelinin **17,-ABD\$**,
- Sinema alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **13,-ABD\$**,
- Stand ve ATM-Baz İstasyonları için Müşteri Şirket gerçekleştirmelerinin,

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Farklı kullanım amacına sahip İş merkezi, AVM, vb. ticari mülklerde kiralamalar,

- ✓ Bağımsız bölümlerin kullanım amacı (Anchor, depo, yeme içme, hazır giyim, vb.),
- ✓ Mevcut doluluk / boşluk oranı
- ✓ Kapalı alan büyüklüğü,
- ✓ Kiralayanın marka değeri,
- ✓ Kiralayanın müşteri potansiyeli,
- ✓ Kapalı alan yanında kullanılan ortak alan (hol, teras, vb.)
- ✓ Konum,
- ✓ Ciro oranı,
- ✓ Kiralama sözleşme tarihi,
- ✓ Müşteri profili,

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

Yaygın uygulama, İş merkezi, AVM, vb ticari mülklerin anchor olarak adlandırılan, marka değeri ve müşteri potansiyeli yüksek firmalarla çok düşük kira bedelleri (hatta belirli süreler için bedelsiz) ile sözleşmeler yapması, oluşturulan ticari mülk prestiji ile yeni kiralamaları Malik lehine daha iyi koşullarla yapmalarıdır. Bu nedenle İNA Analizi doğrultusunda gayrimenkul değeri belirlenirken, sapmaları engelleyebilmek adına bağımsız bölüm m² kira bedelleri ortalama bir değer üzerinden hesaplanmaktadır.

Yukarıda yer alan açıklamalar doğrultusunda değerlendirme konusu Korupark AVM içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin %100 doluluk halindeki, 2014 yılı için **beklenen yıllık kira geliri** aşağıda sunulmuştur.

	Kiralabilir Alan, m ²	m ² Kira Bedeli, ABD\$	Yıllık Kira Geliri, ABD\$	Yıllık Kira Geliri, TL
Mağaza Alanı	27.533,60	45,00	14.868.144	30.255.186
Büyük Ölçekli Mağaza Alanı	34.984,83	17,00	7.136.905	14.522.889
Yeme İçme Alanı	3.945,42	55,00	2.603.977	5.298.833
Depo Alanı	6.364,80	15,00	1.145.664	2.331.312
Sinema	3.042,16	13,00	474.577	965.717
Stand			627.446	1.276.790
ATM			205.746	418.673
Baz İstasyonu			31.112	63.310
Toplam	75.870,81		27.093.572	55.132.709

Sonuç olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde**, değerlendirme konusu **Korupark AVM** içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin **%100 doluluk halindeki 2014 yılı** yıllık beklenen kira geliri **55.132.709,-TL** (değerleme tarihi itibarı ile **27.093.572,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.7.2. Ayrıştırma Yöntemi Sonucu Bulunan Değerden Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Türetilmesi:

Bu yöntemle kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen **481.686.414,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **236.712.572,-ABD\$**) tutarındaki değer esas alınmış olup, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak **rayiç kira bedeli türetilmiştir**.

Ticari mülklerde, **mevcut piyasa risk ve getiri oranlarında**, gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının ABD Doları bazlı net bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı, Rapor'da gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde de belirtildiği üzere, konu gayrimenkul için aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

İskonto Oranı	9,75%
Riksiz Getiri Oranı	6,00%
Risk Primi	2,50%
Likidite Risk Primi (Sektör Riski)	1,25%

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mülklerin geri dönüş süresi ~**14,81** yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu sebeple gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan **236.712.572,-ABD\$** (değerleme tarihi itibarıyla **481.686.414,-TL**) değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD\$	236.712.572
İskonto Oranı	0,0975
Büyüme Oranı	0,03
Yıllık Kira Bedeli, ABD\$	15.978.099
Yıllık Kira Bedeli, TL	32.513.833
Aylık Kira Bedeli, ABD\$	1.331.508
Aylık Kira Bedeli, TL	2.709.486

Sonuç olarak, yukarıda da varsayıldığı üzere, yıllık olarak ABD doları karşılığı ve %3 artış oranı ile belirlenmek suretiyle, kira bedeli tespitine konu Korupark AVM içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin değerleme tarihi itibarıyla adil (rayiç) kira bedelleri, gayrimenkullerin Ayrıştırma Yöntemi ile tespit edilen rayiç (adil) piyasa değerinden yola çıkılarak;

- ✓ **Yıllık toplam 32.513.833,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **15.978.099,-ABD\$**)
- ✓ **Aylık toplam 2.709.486,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **1.331.508,-ABD\$**)

olarak hesaplanmıştır.

6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkulün Kira Bedeli Tespiti için Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ve Değerden Türetme Yöntemleri (Ayrıştırma Yöntemi) kullanılmış olup, özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (YILLIK RAYİÇ KİRA BEDELİ)		
KULLANILAN YÖNTEM	TL	ABD\$
Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı (%100 doluluk halinde)	55.132.709	27.093.572
Değerden Türetme (Ayrıştırma Yöntemi) (%100 doluluk halinde)	32.513.833	15.978.099

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

- ✓ Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ve Değerden türetme yaklaşımı sonucu belirlenen kira bedellerinin birbiri ile örtüşmediği;
 - Benzer AVM'lerde yapılan kira bedelleri esas alındığında bulunan rayiç aylık kira bedelinin (**29,76 ABD\$/ay/m²**), değerden türetme yaklaşımıyla bulunan rayiç kira bedelinin (**17,55 ABD\$/Ay/m²**) üstünde olduğu,
 - Bu hususun, bölgedeki AVM yatırımlarının, piyasanın mevcut risk/getiri seviyelerinin üstünde gelir yaratabildikleri anlamına geldiği,

- ✓ **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan yıllık kira bedelinin**, piyasa dinamiklerini daha iyi yansıtabiliyor olması sebebiyle, **rayiç kira bedellerini daha doğru temsil edebileceği**,
- ✓ Gayrimenkulün rayiç yıllık kira bedeli olarak, %100 doluluk halinde, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla hesaplanan 55.132.709,-TL'nin** (değerleme tarihi itibarıyla **27.093.572,-\$**)'nin esas alınmasının uygun olacağı,
- ✓ Bu adil (rayiç) kira bedelinin, kiralanabilir alan üzerinden **ortalama 29,76 ABD\$/m²/ay** kiralama bedelini ifade ettiği,

kanaatine varılmıştır.

6.7.4. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırılması:

Rapor'un farklı bölümlerinde açıklandığı üzere, değerlendirme konusu **Korupark AVM** içerisinde konumlu, bağımsız bölümlerin kiralanabilir alanı **75.870,81m²**'dir. Müşteri Şirketten edinilen bilgiler doğrultusunda konu gayrimenkullerin toplamda **%92,11** doluluk oranına (**69.887,-m²**) sahip olduğu öğrenilmiştir.

Rayiç Kira bedeline ilişkin olarak yapılan analizler sonucu ulaşılan yıllık ve birim kira bedelleri ile, değerlendirme konusu mülklerin mevcut durum itibarıyla yarattığı kira gelirleri aşağıdaki tabloda toplu olarak sunulmuştur.

	KİRA BEDELİ, ABD\$	
	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	Mevcut Durum
100%	27.093.572	30.011.494
92,11%	24.955.889	27.643.587
m² / Ay Ortalama Kira Bedeli	29,76	32,96

Şirket'in değerlendirme konusu mülklere ilişkin olarak yapmış olduğu **mevcut kiralamaaların, sabit kira bedeli üzerinden ortalama 32,96 ABD \$/m²/Ay bedelle** olduğu anlaşılmaktadır.

Değerleme konusu gayrimenkullerin **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** sonucu belirlenen ortalama **rayiç kira bedeli 29,76 ABD\$/m²/Ay** olup, bu m² kira bedeli, Müşteri Şirket'in mevcut kiralamaaları dikkate alınarak hesaplanan ortalama **32,96 ABD\$/m²/ay** bedeli ile yüksek oranda örtüşmektedir.

Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan m² kira bedelinin, mevcut kira bedellerine yakın, hatta biraz altında olması, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına gelmektedir.

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

6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu Korupark AVM'nin mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" kullanılmamıştır.

6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu Korupark AVM'nin değer tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalarda müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere;

İrtifak Bölümü: İrtifak Hakkı: 519 ada 14 Parsel lehine, 519 ada 15 parsel aleyhine 112,23m² alanda **geçiş hakkı** vardır. (Başlama Tarihi:25.09.2008, Bitiş Tarihi:02.09.2107-Süre:99 yıl) (26.09.2008 tarih/27015 yev. no. ile)

Şerh Bölümü: Seneliği 1.650.000,-ABD dolarından 15 yıl müddetle Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret Ve Gıda Sanayi A.Ş. lehine **kira şerhi** vardır. (23.02.2007/3983 Yev.)

İpotek Bölümü: Akbank T.A.Ş. lehine, 1. Dereceden, akdi faizli, FBK müddetle, **225.000.000,-Euro bedelli ipotek vardır.** (02.04.2008/10582 yevmiye no. ile)

S v P

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Değerleme çalışmalarında, aşağıda UDES Standart 1’de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı kullanılabilecekleri hususları dikkate alınarak, UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1) bir arada ele alınmıştır.

Değerleme çalışmaları, Pazar Değerinin tespiti amacıyla gerçekleştirilmiş olup, çalışmalarda, Rapor’un 3.6 Bölümünde açıklanan Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları (yöntemleri) kullanılmıştır. UDES içerisinde Pazara Dayalı değerlendirme yöntemleri arasında sayılan ve aşağıda detayları verilen üç ana yaklaşımdan Rapor’a konu olan gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına söz konusu gayrimenkulün **arsa** değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkulün özel kullanım amaçlı mülk olması, AVM niteliğine sahip büyük ölçekli gayrimenkullerin Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımıyla (emsal m² satış değerleri esas alınarak) tespit edilecek değerlerden yola çıkılarak değer tespitine gidilmesinin hatalı sonuçlara yol açabileceği hususları dikkate alınarak gayrimenkulün bütünü için “**Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı**” kullanılmamıştır.

Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile parsel üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan ve yıpranma payları düşülmüş inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Gayrimenkulün; AVM olarak geliştirilmesinin tamamlanmış, AVM’nin yüksek doluluk oranları ile kiralamalara konu olmuş ve fiilen gelir yaratıyor olması sebebiyle gayrimenkul değerinin tespiti amacına yönelik olarak tercih edilebilir bir yöntem olan **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Ayrıca, değerlendirme konusu gayrimenkullerin **adil /rayiç) kira bedellerinin belirlenmesine yönelik** çalışmalarda, gerek emsal kira bedellerinden, gerekse **mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/Kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli belirlenmiş, bulunan bu bedeller** Gayrimenkulün mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen gayrimenkul değerleri aşağıda verilmiştir.

1) Gayrimenkulün Değeri Özet Sunum

ÖZET TABLO			
Kullanılan Yöntemler	TL	ABD\$	€
Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	481.686.414	236.712.572	174.612.634
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	761.707.784	374.321.974	276.121.143

Sonuç olarak;

- Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle bulunan Gayrimenkul değerlerinin birbirleriyle yüksek oranda örtüşmese de tutarlılık gösterdiği,
- Ayrıştırma Yöntemi ile bulunan değer, **geliştirici karını ve projenin marka değerinin** yarattığı olumlu unsurları dikkate almadığı ve esasen maliyet esaslı bir yaklaşım olduğu, gelir artırıcı unsurları içermemesi nedeni ile beklenildiği üzere daha düşük olarak bulunduğu, yöntemin esasen geliştirilmekte olan ve/veya henüz tamamlanmış ticari gayrimenkullerde daha doğru sonuçlar verdiği,

- Değerleme konusu gayrimenkulün, ticari gelir (kira geliri) elde etme amacına yönelik bir mülk olması, gelişiminin tamamlanmış, AVM rantının oluşmuş, doluluk oranları ve sağlanan kira gelirlerinin istikrar kazanmış olması sebepleriyle, değer tespitinde "gelir yaklaşımı" esaslı yöntemin daha doğru sonuca ulaşılmasını sağlayacağı,
- Açıklanan sebeplerle, **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi** sonucu bulunan değer, gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde temsil edeceği,
- Gayrimenkulün fiilen yarattığı gelirler dikkate alınarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi** ile hesaplanan **761.707.784,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **276.121.143,-€**; **374.321.974,-ABD\$**) tutarındaki değer, **gayrimenkulün toplam rayiç (adil) değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

2) Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Özet Sunum

Değerleme konusu gayrimenkulün adil /rayiç) kira bedelinin belirlenmesine yönelik çalışmalar Rapor'un 6.7.3 ve 6.7.4 bölümünde verilmiş olup, belirlenen rayiç kira bedeli ve mevcut kira gelirlerini gösteren tablo aşağıda sunulmaktadır.

KİRA BEDELİ, ABD\$		
	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	Mevcut Durum
100% Doluluk Oranında	27.093.572	30.011.494
92,11% Mevcut Doluluk Oranında	24.955.889	27.643.587
m² / Ay Ortalama Kira Bedeli	29,76	32,96

Şirket'in değerleme konusu mülklere ilişkin olarak yapmış olduğu **mevcut kiralama**ların, **sabit kira bedeli üzerinden ortalama 32,96 ABD \$/m²/Ay bedelle** olduğu anlaşılmaktadır.

Değerleme konusu gayrimenkullerin **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** sonucu belirlenen ortalama **rayiç kira bedeli 29,76 ABD\$/m²/Ay** olup, bu m² kira bedeli, Müşteri Şirket'in mevcut kiralama dikkate alınarak hesaplanan ortalama **32,96 ABD\$/m²/ay** bedeli ile yüksek oranda örtüşmektedir.

Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan m² kira bedelinin, mevcut kira bedellerine yakın, hatta biraz altında olması, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralama konu edilebildiği anlamına gelmektedir.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gereklere

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu **Korupark AVM'nin** inşaatı tamamlanmış ve yapı kullanma izin belgesi alınmış olup, **mevzuat gereğince izin ve belgeleri eksiksizdir.**

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

Raporunun 5.2.'nci Yasal Süreç Analizi ve 6.6.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analizler bölümünde detayları verildiği üzere;

- ✓ **Değerleme konusu gayrimenkulün mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,**

- ✓ Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, "**İpotek, rehin ve sınırlı ayni hak tesisi**" başlıklı 30. Maddesinin 1. Fıkrasında (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) "**Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı ayni haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı ayni haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufla bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.**" hükmü gereği,
 - **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 225.000.000,-Euro tutarındaki ipotekle konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:6) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipotekle ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen genel borçlanma sınırı, toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamalarının değerlendirme çalışması kapsamında olmadığı düşünüldüğünden tarafımızca bir çalışma gerçekleştirilmemiş olduğunun dikkate alınmasında fayda görülmektedir.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, mülkiyeti **Torunlar GYO A.Ş.**'ye ait, tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Mahallesi, 519 ada, 15 parsel numarasında kayıtlı, 53.185,61m² yüzölçümlü parsel üzerinde konumlu, 2 katlı Alışveriş Merkezi vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin, rayiç kira bedelinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda; değerlendirme konusu gayrimenkulün,

- I) Rapor'un 7.4.'üncü bölümünde belirtildiği üzere, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) Fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre ve takyidatlar dikkate alınmaksızın,**
- **Adil (rayiç) piyasa değerinin,**
 - KDV Hariç **761.707.784,00TL**
 - KDV Dahil **898.815.185,12TL**
 - **Tam doluluk halinde, toplam Yıllık Rayiç Kira Bedelinin;**
 - KDV Hariç **55.132.709,00TL**
 - KDV Dahil **65.056.596,62TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.
Saygılarımızla



Fatma **KOÇ KESEN**
G. Değerleme Uzmanı
S.P.K. Lisans No.: 402238



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

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