



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

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

---

İSTANBUL İLİ – ŞİŞLİ İLÇESİ

➤ 306 PAFTA - 2011 ADA – 7 NUMARALI PARSEL

**“Torun Tower Projesi”**

Gayrimenkul Değerleme Raporu

**06.01.2014**

**İÇİNDEKİLER**

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER .....</b>	<b>3</b>
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası .....	3
1.2. Değerleme Tarihi .....	3
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası .....	3
1.4. Rapor Türü .....	3
1.5. Raporu Hazırlayanlar .....	3
<b>2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER .....</b>	<b>3</b>
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ .....</b>	<b>4</b>
3.1. Değerleme Raporunun Amacı .....	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar .....	4
3.3. Beyanlar .....	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar .....	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar: .....	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler .....	8
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı .....	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı .....	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi .....	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi: .....	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi .....	11
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER .....</b>	<b>13</b>
4.1. Global Görünüm .....	13
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü .....	15
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm .....	16
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü .....	18
4.5. İstanbul Ofis Piyasası .....	20
4.6. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler, .....	24
<b>5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER .....</b>	<b>25</b>
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler .....	25
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı, .....	25
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri, .....	26
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri, .....	27
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi .....	27
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri, .....	27
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri, .....	28
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri, .....	28
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri, .....	29
<b>6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI .....</b>	<b>30</b>
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi: .....	30
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler, .....	32
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler, .....	32
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar, .....	32
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) .....	33
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi, .....	33
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut ve Toplam Yapı Maliyetinin Tespiti, .....	35
6.5.3. Gayrimenkulün Mevcut Durumu ve Toplam Değeri, .....	36
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi .....	36
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri .....	41
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi, .....	41
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, .....	41
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, .....	41
<b>7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>42</b>
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması .....	42
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri, .....	43
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler .....	43
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş .....	43
<b>8. SONUÇ .....</b>	<b>44</b>
8.1. Nihai Değer Takdiri .....	44
<b>9. RAPOR EKLERİ .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>
<b>10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>
<b>11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>

## 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

### 1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

### 1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **18.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde incelemeler yapılmış 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

06.01.2014 / SvP\_13\_TRGYO\_02

### 1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, **7 parsel numaralı**, 11.099,39,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, "arsa" vasıflı gayrimenkul üzerinde geliştirilmekte olan "**Torun Tower**" projesinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış **gayrimenkul değerlendirme raporudur.**

**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

G. 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](http://www.standartgd.com)

### 2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

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

### 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

#### 3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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 gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve GYO 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 raporu 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 değerlemesi 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	<b>Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.</b>
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 <sub>max</sub>	Maksimum Yapı Yüksekliği
m <sup>2</sup>	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
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.
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 tümden 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 değerlendirilmesinde**, 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 kullanımı **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 değerlendirme 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 kiracısı 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) muhasebeciyi 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 değerlendirilmesi yapılan bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirilmesi 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 değerlendirilmesi 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 değerlemesinde en güvenilir ve gerçekçi yaklaşımı sunmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde, değerlemeye konu olan gayrimenkulün bulunduğu bölgede, benzer nitelikleri bulunan emsal gayrimenkuller incelenir ve gerekli düzeltmeler yapılarak gayrimenkulün tahmini değerine ulaşılır.

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 edilebilmelidir.
- Piyasada, değerlemeye konu olan gayrimenkul ile ortak temel özelliklere sahip yeter sayıda, makul bir zaman aralığında, satışı bekleyen veya gerçekleştirilmiş emsal mevcut olmalıdır.

#### **3.6.2. 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 İnşa 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 değerlendirilmesi 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 mantığı olarak niçin mümkün olduğunun Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmasını gerektirebilir. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantığı 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 geliştirme 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.

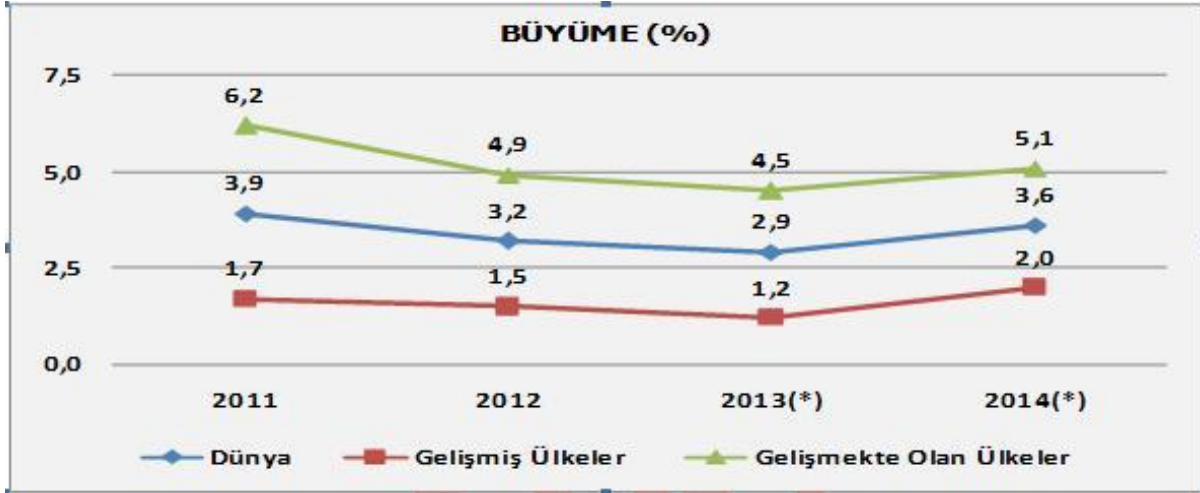
**5.25.5** Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği 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

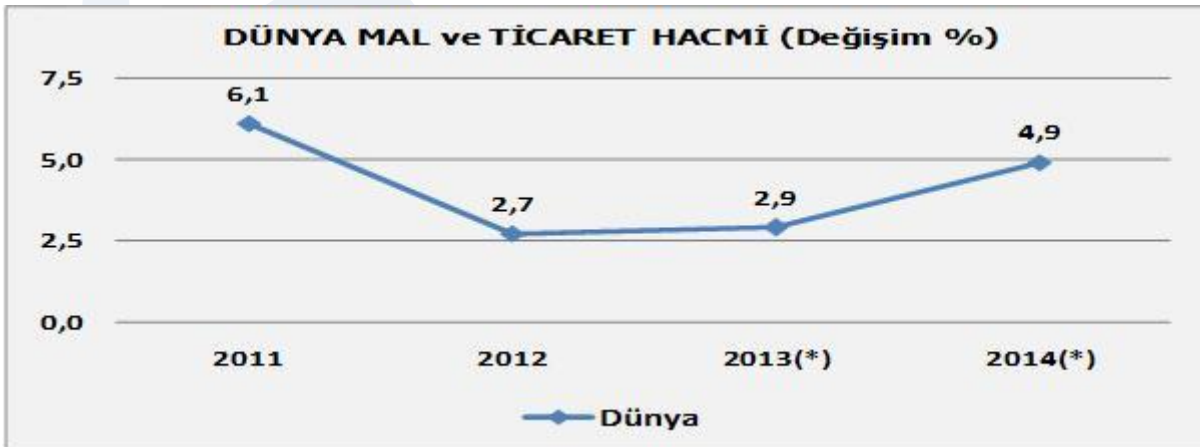
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski 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.

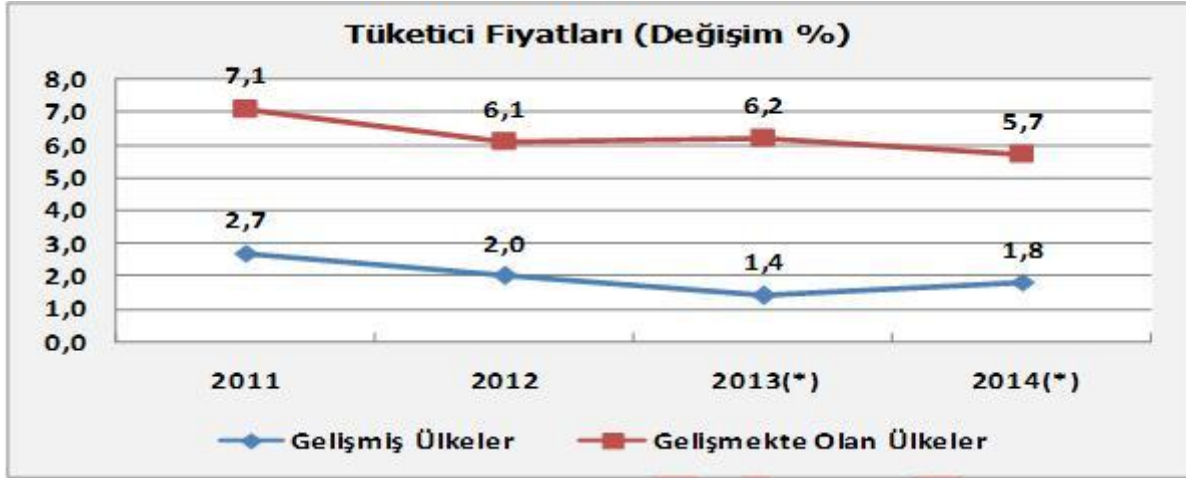
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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.

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

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

<b>EURO BÖLGESİ İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME (Değişim %)</b>			
<b>DÖNEM</b>	<b>TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ</b>	<b>KONUT İNŞAATI</b>	<b>KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI</b>
<b>2011 Q1</b>	-2,5	-2,3	-3,9
<b>2011 Q2</b>	-4,9	-5,6	-1,4
<b>2011 Q3</b>	1,9	1,8	0,9
<b>2011 Q4</b>	2,1	2,5	-0,3
<b>2012 Q1</b>	-5,9	-5,3	-9,0
<b>2012 Q2</b>	-6,1	-5,7	-7,7
<b>2012 Q3</b>	-4,7	-4,0	-6,5
<b>2012 Q4</b>	-4,3	-4,1	-5,1
<b>2013 Q1</b>	-6,1	-5,6	-8,0
<b>2013 Q2</b>	-4,0	-3,9	-4,8
<b>2013 Q3</b>	-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(*)
<b>Dünya</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	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	<b>Türkiye</b>	<b>8,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (\*) Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK Millî 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 görünümlü net ihracat performansının 2013 yılının aksine 2014 yılında tekrar yakalanmasıdır.

MAL ve HİZMET TİCARET HACMİ (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
<b>Dünya</b>	<b>6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>Dünya</b>	<b>6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>
<b>İhracat</b>					<b>İthalat</b>				
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>	<b>5,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>Gelişmiş Ülkeler</b>	<b>4,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>
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
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	<b>6,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,8</b>	<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	<b>8,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>
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
<b>Türkiye</b>	<b>18,5</b>	<b>13,0</b>	<b>0,7</b>	<b>8,5</b>	<b>Türkiye</b>	<b>29,8</b>	<b>-1,8</b>	<b>6,3</b>	<b>4,2</b>

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(*)
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>	2,7	2,0	1,4	1,8	<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	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
<b>Türkiye</b>	6,5	8,9	-	-	<b>Türkiye (Yıl Sonu İtibariyle)</b>	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(*)
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>	7,9	8,0	8,1	8,0	<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>	-	-	-	-
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	<b>Türkiye</b>	<b>9,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,5</b>	<b>9,4</b>

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.

<b>TÜRKİYE EKONOMİSİ GÜVEN VE BEKLENTİ ENDEKSİ</b>		
<b>DÖNEMLER</b>	<b>REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ</b>	<b>TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ<sup>(1)</sup></b>
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.

<b>İNŞAAT HARCAMALARI KAMU VE ÖZEL SEKTÖR CARİ FİYATLARLA (MİLYON TL)</b>			
<b>DÖNEMLER</b>	<b>KAMU</b>	<b>ÖZEL</b>	<b>TOPLAM</b>
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

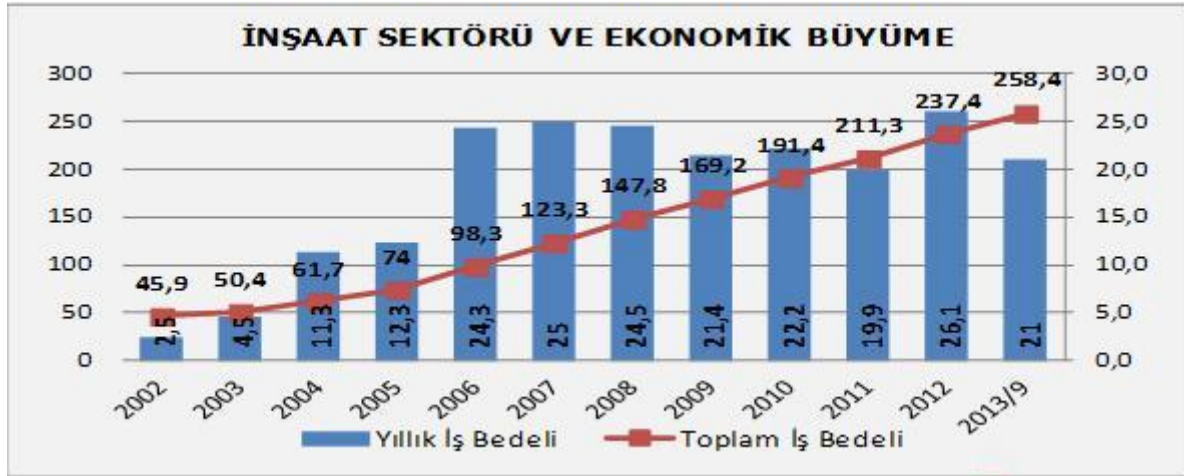
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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 mütekabiliyet yasasının çıkarılması ve yabancılar gayrimenkul satışının kolaylaştırılması olmuştur.

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

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.

<b>İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ İLE GSMH BÜYÜME</b>			
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.

<b>İNŞAAT MALİYETLERİ ENDEKSİ 2005=100</b>						
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 da 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

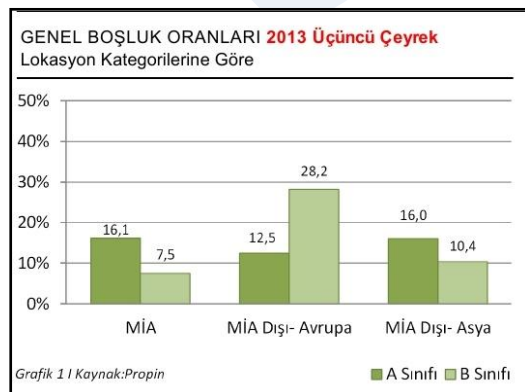
Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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 artmıştır. 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. İstanbul Ofis Piyasası

Ticari gayrimenkul sektöründe ofis piyasası en hareketli alt pazar olmayı sürdürmektedir. Ofis ihtiyacı ve talebi ile birlikte yeni ofis arzları karşılanmakta ve yeni kiralamalar (emilim) devam etmektedir.

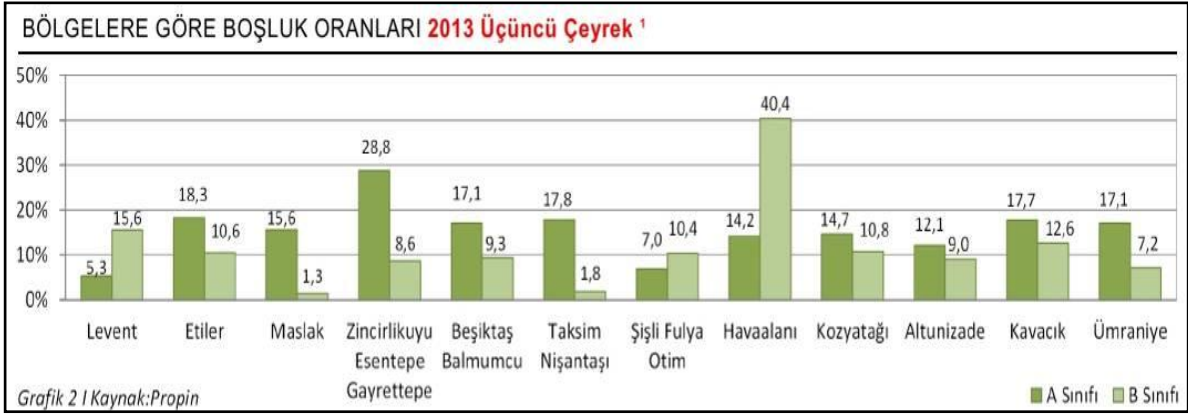


İstanbul Ofis Piyasası 2013 yılı üçüncü çeyrek dönemi "lokasyon kategorileri"ne göre;

✓ MİA'da A sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 16,1; B sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 7,5

✓ MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 12,5; B sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 28,2

✓ MİA Dışı-Asya'da A sınıfı ofis binalarında boşluk oranı %16,0; B sınıfı ofis binalarında boşluk oranı % 10,4 oldu.

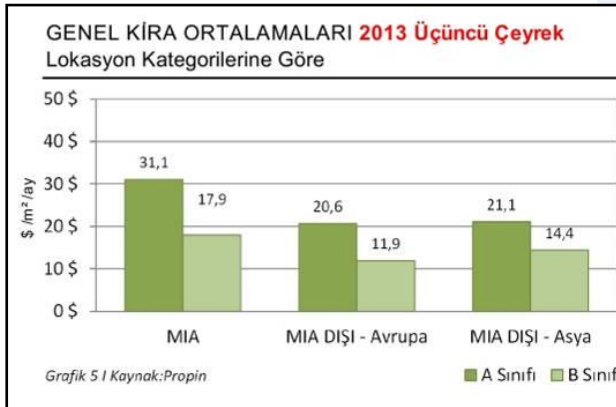


Levent'te A sınıfı boşluk oranları % 5,3 seviyesinde belirlendi. İnşaat halindeki binaların tamamlanmaya başlaması, bölge stokunun ve boşluk oranlarının artmasına sebep oldu.

Maslak'taki yaklaşık 70,000 m<sup>2</sup>'lik stok artışı, boşluk oranlarında dikkat çekici bir yükselişi beraberinde getirdi. Bu dönemde Maslak'ta A sınıfı boşluk oranları % 18,3 olarak belirlendi. Bir önceki çeyrek dönemde boşluk %5,4 seviyesindeydi.

Beşiktaş'ta da boşluk oranları % 1,7'den % 10,4'e yükseldi. Oldukça dikkat çekici bu artış, bölgedeki toplam ofis stokuna yeni bina eklenmesinden sebep gerçekleşti.

Ümraniye'de de boşluk oranlarında büyük yükseliş gözlemlendi. 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'de Ümraniye'deki boşluk oranı % 17,1 seviyesine çıktı. Bölgede gerçekleşen güncel kiralamalara rağmen boşluk oranlarının artmasına stoktaki artışlar sebep olmuştur.



Altunizade'de stoka katılan yeni binalar oldu ve boşluk oranı % 7,7'den % 12,1 seviyesine çıktı.

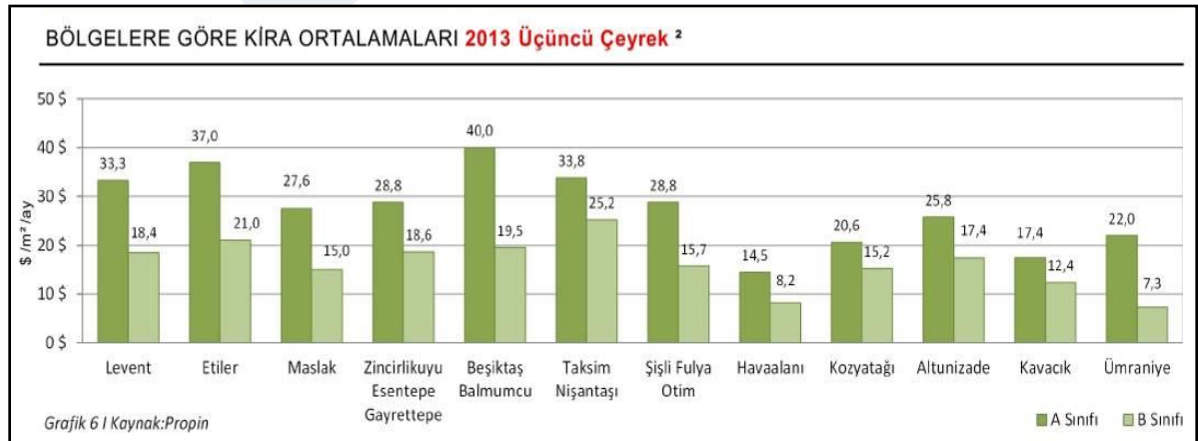
2013 Üçüncü Çeyrek Dönemi A sınıfı ve B sınıfı ofis binalarına ait Lokasyon Kategorileri'ne göre genel kira ortalamaları;

✓ MİA'daki A sınıfı ofis binalarının kira ortalaması 31,1 ABD Doları /m<sup>2</sup>/ay, B sınıfı ofis binalarının kira ortalaması 17,9 ABD Doları /m<sup>2</sup>/ay

✓ MİA Dışı-Asya A sınıfı binaların kira ortalaması 21,1 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay, B sınıfı

binaların kira ortalaması 14,4 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay

✓ MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı binaların kira ortalaması 20,6 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay, B sınıfı binaların kira ortalaması 11,9 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay'dır.



Propin tarafından hazırlanan çalışmalara göre, 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'deki bölge bazlı kira ortalamalarını gösteren grafik yukarıdadır.

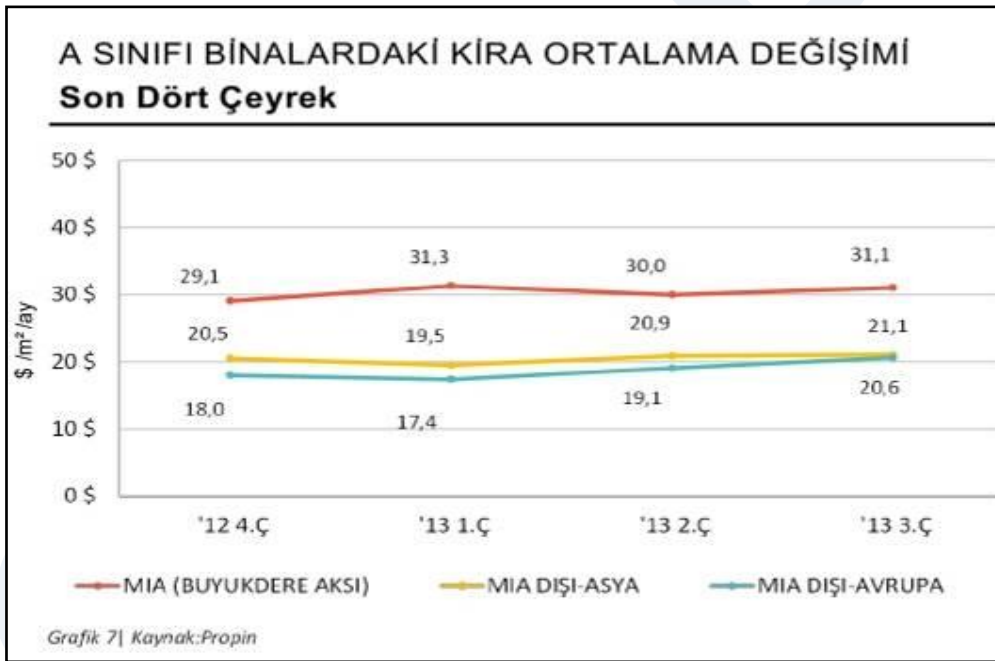
Levent'te A sınıfı binalardaki kira ortalaması 33,3 ABD Doları / m<sup>2</sup> /ay olarak gözlemlendi. Stoka katılacak yeni binaların liste fiyatı, grafikte görünen bu ortalamadan daha yüksek seviyededir.

Maslak'ta stoka katılan nitelikli binalarda talep edilen liste fiyatları, bölgedeki kira ortalamalarını yükseltti. 2013 İkinci Çeyrek Dönem'de 24,7 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay kira ortalaması varken, 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'de 27,6 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay oldu.

Altunizade'de boşluk oranlarının artması, kira ortalamalarının da yükselmesinde etkili oldu ve MİA Dışı-Asya içinde kira ortalamasının en yüksek görüldüğü bölge oldu. Altunizade'de A sınıfı kira ortalaması 25,8 ABD Doları /m<sup>2</sup> /ay olarak belirlendi.

Beşiktaş, 40 Doları /m<sup>2</sup> /ay kira ortalamasıyla on iki ofis bölgesi içinde en yüksek kira ortalamasına sahip bölge oldu.

Ümraniye'de stokun ve boşluk oranlarının artmasıyla, bölgedeki kira ortalaması da arttı. Ümraniye'de A sınıfı binalardaki kira ortalaması 22 ABD \$ /m<sup>2</sup> /ay'a yükseldi.

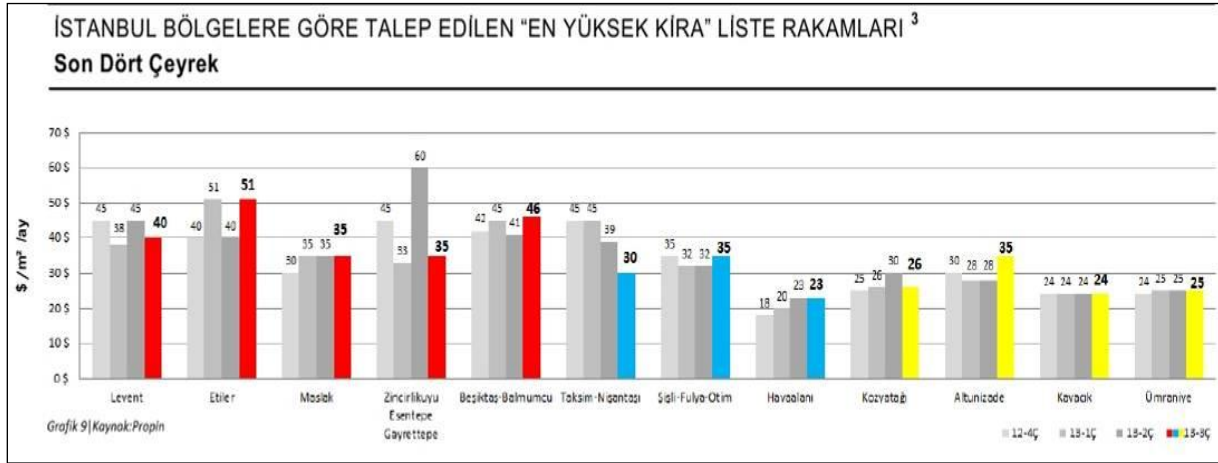


"Lokasyon Kategorileri"ne göre A sınıfı ofis binalarındaki kira ortalamalarının son dört çeyrekteki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir.

MİA'daki A sınıfı ofis binalarının kira ortalamasının son dört çeyrekte benzer seviyelerde olduğu grafik eğrisinde görülüyor. 2014'te MİA'da stoka katılacak yeni binaların liste fiyatları, bölge ortalamasının yükselmesine yol açacaktır.

MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı binaların kira ortalamalarının son dört çeyrek dönemdeki yükselişi dikkat çekiyor.

MİA Dışı-Asya'daki A sınıfı ofis binalarının kira ortalamalarında da son üç çeyrekte artış görülüyor. Görülen bu artışta stoka eklenen nitelikli yeni binalardaki kira rakamlarının, mevcut kira rakamları ortalamasından daha yüksek olması etkili oldu.



Bölgelere göre talep edilen "en yüksek kira" liste rakamlarının son dört çeyrek karşılaştırmaları Grafik 9'da sunulmaktadır.

2013 Üçüncü Çeyrek Dönemi'nde, talep edilen en yüksek kira bedeli, 51 ABD Doları /m<sup>2</sup>/ay liste rakamıyla Etiler'de gözlemlendi. Levent Bölgesi'nde talep edilen en yüksek kira rakamı 40 ABD \$ /m<sup>2</sup>/Ay'dır.

Maslak'ta en yüksek kira rakamı 35 ABD \$ /m<sup>2</sup>/ay'dır.

MIA Dışı-Asya'daki dört bölge içerisinde en yüksek kira rakamı, 35 ABD Doları /m<sup>2</sup>/ay Altunizade'de olmuştur. Kozyatağı'ndaki en yüksek kira rakamı 26 ABD \$ /m<sup>2</sup>/ay'dır.

#### 4.6. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler<sup>1</sup>,

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

İstanbul İli'nin batısında Tekirdağ, doğusunda Kocaeli, güneyinde Marmara Denizi ve kuzeyinde Karadeniz yer almaktadır. İstanbul İli'nin, Avcılar, Arnavutköy, Ataşehir, Bakırköy, Esenyurt, Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa, Başakşehir, Zeytinburnu, Fatih, Beyoğlu, Beşiktaş, Şişli, Kağıthane, Sarıyer, Gaziosmanpaşa, Eyüp, Küçükçekmece, Büyükçekmece, Silivri, Çatalca, Çekmeköy, Esenyurt, Küçükçekmece, Beykoz, Kadıköy, Kartal, Pendik, Tuzla, Ümraniye, Adalar, Maltepe, Sancaktepe, Sultanbeyli, Sultangazi ve Şile olmak üzere 39 ilçesi bulunmakta olup, yüzölçümü 5.512,- km<sup>2</sup>'dir.

İstanbul'da Akdeniz ile Karadeniz iklimleri arasında geçiş iklimi olarak tanınan Marmara iklimi hakimdir. Güneyde Marmara kıyılarında yazlar sıcak ve kurak, kışlar ılık geçerken, Karadeniz kıyılarında yazlar daha ılık ve yağışlı, kışlar da serin geçer.

Ekonomik yönden İstanbul, Türkiye'nin en gelişmiş kentlerinden biridir. Turizm, sanayi, ticaret ekonomisinde ağırlıklıdır. Sanayi kuruluşlarının büyük çoğunluğu il dışına taşınmasına karşılık, kent imalat sanayi yönünden önemini korumaktadır.

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

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



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

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

	Erkek	Kadın	Toplam
Şişli	156.054	162.163	318.217
<b>İstanbul</b>	<b>6.956.908</b>	<b>6.897.832</b>	<b>13.854.740</b>

<sup>1</sup> 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, Esentepe Mahallesi, Büyükdere Caddesi, Yazarlar Sokak, No:141 Şişli/İstanbul açık adresinde konumlu olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel numaralı, 11.099,39-m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa üzerinde inşa edilmekte olan "Torun Tower" projesidir.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

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

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

Gayrimenkulün bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

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

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu 2011 ada, **7 parsel numaralı** gayrimenkul, güneyden Büyükdere Caddesi'ne, batıdan Yazarlar Sokak'a cephelidir. Hali hazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde **%51,20**'lik<sup>2</sup> inşaat tamamlanma oranına sahip olduğu tespit edilmiştir.

Söz konusu parsel üzerinde, **onaylı tadilat mimari projesine göre;**

- 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal katlı,
- Toplam 106.080,25m<sup>2</sup> brüt alanlı,
- 188 bağımsız bölüm ve tek bloktan oluşan,

**Torun Tower** projesi planlanmıştır.

**Projede;**

- Ara katlarda konumlandırılmış, **38.533,33m<sup>2</sup> kapalı alanlı 179 adet ofis birimi,**
- Zemin ve zemin altı bodrum katlarda konumlandırılmış, **1.324,39m<sup>2</sup> kapalı alanlı 9 adet dükkan ve mağazadan** oluşan perakende birimleri bulunmaktadır.

6, 5, 4 ve 3'üncü bodrum katlar otopark alanı olarak kullanılmaktadır. Projede toplam 706 araç kapasiteli kapalı, 28 araç kapasiteli açık otopark alanı düşünülmektedir. Aşağıda 6, 5, 4 ve 3'üncü bodrum katların brüt alanları, otopark alanları ve araç kapasitelerini gösterir tablo sunulmuştur.

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m <sup>2</sup>	OTOPARK ALANI, m <sup>2</sup>	OTOPARK ADEDİ
6. BODRUM KAT	9.715,34	6.327,46	154
5. BODRUM KAT	9.216,96	8.273,11	208
4. BODRUM KAT	9.216,97	8.281,57	212
3. BODRUM KAT	9.216,97	6.503,02	132
<b>Toplam</b>	<b>37.366,24</b>	<b>29.385,16</b>	<b>706</b>

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

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m <sup>2</sup>	KULLANIM FONKSİYONU
2. Bodrum Kat	8.720,46	Ofis + Cafe + Servis Ofisi
1. Bodrum Kat	8.072,19	Ofis + Dükkan
<b>Toplam</b>	<b>16.792,65</b>	

Aşağıda **kat brüt alanları belirtilmiştir.**

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m <sup>2</sup>	KULLANIM FONKSİYONU
Zemin	1.704,47	Banka+Restoran
1	1.576,57	Mekanik Kat + Ofis
2	1.582,62	Ofis
3	1.586,47	Ofis
4	1.590,17	Ofis
5	1.593,74	Ofis
6	1.597,11	Ofis
7	1.600,41	Ofis
8	1.603,22	Ofis
9	1.606,50	Ofis
10	1.609,07	Ofis
11	1.612,01	Mekanik Kat + Ofis
12	1.614,54	Ofis
13	1.616,91	Ofis
14	1.619,17	Ofis
15	1.621,07	Ofis
16	1.623,16	Ofis
17	1.624,93	Ofis

<sup>2</sup> Tamamlanma Oranlarını gösterir tablo Ek'te sunulmuştur.

18	1.626,56	Ofis
19	1.628,03	Ofis
20	1.629,32	Mekanik Kat + Ofis
21	1.630,49	Ofis
22	1.631,50	Ofis
23	1.632,32	Ofis
24	1.633,00	Ofis
25	1.633,53	Ofis
26	1.633,92	Ofis
27	1.634,14	Ofis
28	1.634,18	Ofis
29	1.634,02	Ofis
30	1.633,72	Mekanik Kat + Ofis
31	1.130,60	Ofis
32	593,87	Ofis
<b>Toplam</b>	<b>51.921,34</b>	

Müşteri Şirketten öğrenildiği üzere, Torun Tower projesi içerisinde konumlanacak ofis ve dükkanlar brüt alan üzerinden kiralanması planlanmaktadır. Müşteri Şirketten temin edilen kiralanabilir kapalı alan bilgisi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	<b>KİRALANABİLİR BRÜT ALAN, m<sup>2</sup></b>
<b>DÜKKÂN</b>	1.669,77
<b>OFİS</b>	64.615,98
<b>TOPLAM</b>	<b>66.285,75</b>

Proje bünyesinde 10 katta bir (1., 11., 20. ve 30. katlarda) mekanik kat planlanmıştır. Buna göre mekanik katlarda, su depoları, yangın sulama sistemleri vb. mekanik tesisatlar bulunacaktır. Söz konusu 39 katlı kulenin 40. Metresinden sonra (8. Normal Kat) boşaz manzarasına sahip olunmaktadır. Şirket yetkililerinden edinilen bilgiye göre, projede yer alacak ofis ve perakende birimlerinin tamamının satışa konu edilmeksizin kiralanması planlanmaktadır.

### 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,

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

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)

## 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

16.12.2013 tarihi itibari ile Şişli Tapu Müdürlüğü ve Şişli Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

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

### 5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

#### Beyanlar Hanesi:

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (99 yıllığı 1 TL den 9258 No'lu satış merkezi ve kablo geçiş güzergâhı için TEDAŞ lehine 28.12.2011 tarihinden başlamak üzere 99 yıl müddetle kira şerhi.) (Başlama tarihi: 28.12.2011 Süre:99 yıl) (04.01.2012/128 Yev.)

#### İrtifak Hanesi:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel koşullar: bedelsiz) (İstanbul Büyükşehir Belediyesi) 24.04.2013 tarih ve 7857 yevmiye.

#### Rehinler Hanesi:

- **İpotek:** Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. lehine, **390.000.000,-USD bedelle**, Yıl Lib+4,75 faizle, 1.dereceden, FBK müddetli, **ipotek tesis edilmiştir.** (29.08.2013 / 16674 Yev.)

(EK: 3: Gayrimenkullere Ait Tapu Takyidatı)

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

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

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

#### Yapı Ruhsatı:

- 30.09.2011 tarihli 2/74 numaralı "Ofis (işyeri) binası + Dükkan" için verilmiş **106.949,-m<sup>2</sup>** alanlı **Yeni Yapı Ruhsatı** mevcuttur.
- 07.05.2013 tarihli 11/2-74 numaralı "Ofis (işyeri) binası + Dükkan" için verilmiş **106.949,-m<sup>2</sup>** alanlı **İsim Değişikliği Yapı Ruhsatı** mevcuttur.
- 13.12.2013 tarihli 11/2-74 numaralı "Ofis (işyeri) binası + Dükkan" için verilmiş **106.080,25m<sup>2</sup>** alanlı **Tadilat Yapı Ruhsatı** mevcuttur.

**İlgili Belediyede yapılan incelemelerde, değerlendirme konusu 2011 ada, 7 numaralı parsel için düzenlenen Yeni Yapı Ruhsatı ve İsim Değişikliği Yapı Ruhsat'ında 139 ofis + 13 dükkan olmak üzere toplamda 152 adet bağımsız bölüm için düzenlenmiştir. Fakat 13.12.2013 tarihinde düzenlenen Tadilat Yapı Ruhsatı'na göre 179 ofis + 9 dükkan olmak üzere toplamda 188 adet bağımsız bölüm olarak değiştirildiği tespit edilmiştir.**

#### Mimari Proje:

- 04.10.2011 tasdik tarihli mimari projesi mevcuttur.
- 10.12.2013 tasdik tarihli tadilat mimari projesi mevcuttur.

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

(EK: 5: Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı)

(EK: 6: Gayrimenkule Ait Mimari Proje)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu 2011 ada, **7 numaralı parsel** üzerinde geliştirilmekte olan yapının, yapı denetim firması (Yapı Ruhsatı'na göre) **SYD YAPI DENETİM LTD. ŞTİ.**'dir.

S v P

## 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)** nin 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 değerlemeler, 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 muhasebeleştirilmesini 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. Değerlenmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun değerinin tespitinde 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 çalışmaların 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.**

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

**Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Emsal Değer) ile elde edilen **arsa değerine**, Maliyet Yaklaşımı ile parsel üzerinde yer alan inşaat halindeki yapının tamamlanma oranı **dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri** ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı yöntemi ile bulunan gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına yer verilmiştir.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin imar durumu, onaylı mimari projesi ve fiili durum itibarıyla ofis+perakende birimlerinden oluşacak işyeri projesi geliştirilmekte olduğundan hareketle;

- a) Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri öngörülmüş,
- b) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2014 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınarak mevcut ve gerekli yatırım maliyeti tutarları öngörülmüş, bu tutarlar analize yansıtılmıştır.



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

## 6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)

**Ayrıştırma Yöntemi** doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkulün **Arsa Değeri** ve **Yapı Değeri** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkulün toplam değeri tespit edilmiştir. Bu yöntemde konu gayrimenkulün parsel ve yapı değeri hipotetik olarak ayrıştırılmak suretiyle;

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satıma konu olmuş arsa emsal araştırmaları doğrultusunda **parsel değeri** belirlenmektedir.
- **Maliyet Yaklaşımı** ile **yapının özellikleri** dikkate alınarak ile **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi 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	Arsa Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>	
Emsal 1 Gayrettepe'de, ana cadde üzerinde yer alan, 4.200,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü Turizm imarlı, Emsali:3, H:Serbest yapılaşma hakkına sahip arsa satılıktır.	4.200	172.966.500	41.182,50	85.000.000	<b>20.238,10</b>	
Emsal 2 Gayrettepe Metro istasyonuna yakın konumlu, ara sokakta yer alan, atıl vaziyetteki binanın 206,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsası, ticari imarlı, emsali: 2 olan arsa satılıktır.	206	3.194.793	15.508,70	1.570.000	<b>7.621,36</b>	
Emsal 3 Konu mülke yakın konumlu, ticari imarlı, emsali 2 olan, 2.817,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsa satılıktır.	2.817	111.919.500	39.730,03	55.000.000	<b>19.524,32</b>	
Emsal 4 İzzetpaşa Mahallesi'nde konumlu, ticari imarlı, emsali 2,0, h: serbest olan, 2.600,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsa satılıktır.	2.600	71.221.500	27.392,88	35.000.000	<b>13.461,54</b>	

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

- Gayrimenkulün merkezi iş alanında konumlu olması ve bölgenin yoğun yapılaşma özelliği göstermiş olması sebebiyle satılık arsa arzının kısıtlı olduğu,
- Emsal 1'de yer alan E:3 yapılaşma hakkına sahip Turizm imarlı arsanın uzun süredir satışta olduğu,
- Emsal 2'de yer alan arsa üzerinde atıl bir yapı yer aldığı ve arsa yüzölçümünün çok küçük olduğu,
- Emsal 3'de yer alan arsanın Ticari imarlı, E:2 yapılaşma hakkına sahip olduğu ve uzun süredir satışta olduğu,
- Emsal 4'de yer alan arsanın konu mülke uzak konumlu olduğu,
- Söz konusu bedelin deklare satış bedeli olduğu, pazarlık payının olabileceği,

Tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca, bölgedeki ivmeyi artıran yatırımlar ile gerçekleşme yılları ve bedellerinin detayları incelendiğinde;

- 2007 yılında, Büyükdere Caddesi'ne sahip, 46.241,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı İETT arsası 705.000.000,-ABD \$ bedelle (**m<sup>2</sup> emsal bedeli 15.246,-ABD\$**)

- 2007 yılında 96.505,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal: 2.90, Ticari imarlı Karayolları arsası 800.000.000,-ABD \$ bedelle Zorlu Holding'e (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~8.290,-ABD\$**)
- 2008 yılında, eski Tekel Likör Fabrikasının konumlu olduğu, 23.711,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:2.50, ticari imarlı arsa 269.440.000,-ABD \$ bedelle Kiler GYO'ya (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~11.364,-ABD\$**)
- 2009 yılında, Albayrak Holding'e ait 2.400,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, Ticari imarlı arsa 25.000.000,-ABD \$ bedelle Çalık Holding'e (**m<sup>2</sup> emsal bedeli 11.417,-ABD\$**)
- 2010 yılında, 34.640,43m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:2,50, Turizm+Ticaret imarlı, Ali Sami Yen arsası, Torunlar GYO A.Ş. – Torun Yapı A.Ş. – Kapıcıoğlu A.Ş. İş Ortaklığı'na 475.000.000,-TL bedelle (**m<sup>2</sup> emsal bedeli 13.712,-TL**)
- 2011 yılında, ~7.000,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı, Yıldız Teknik Üniversitesi'ne ait arsa, Nuro Holding'e 111.000.000,-TL bedelle (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~15.857,-ABD\$**)

satıldığı tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan, satışı gerçekleşmiş ve piyasada satılık olan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, "**m<sup>2</sup> yapılaşma hakkına göre parsel değeri**" hesaplanmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün plan notları ile<sup>3</sup> belirlenen emsal hesabı sonucunda **~3,28** oranına denk gelen yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$/m <sup>2</sup>		Emsal Yapılaşma Hakkı	m <sup>2</sup> Başına İnşaat Hakkı Değeri		3,28 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
41.183	20.238,10	3,0	13.728	6.746	45.026	22.127
15.509	7.621,36	2,0	7.754	3.811	25.434	12.499
39.730	19.524,32	2,00	19.865	9.762	65.157	32.020
27.393	13.461,54	2,00	13.696	6.731	44.924	22.077
-	15.246,21	3,0	-	5.082	-	16.669
-	8.289,73	2,9	-	2.859	-	9.376
-	11.363,50	2,5	-	4.545	-	14.909
-	10.416,67	3,0	-	3.472	-	11.389
15.857	-	3,0	5.286	-	17.337	11.558
13.712	-	2,5	5.485	-	17.991	11.994
<b>Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL</b>					<b>35.978</b>	<b>16.462</b>

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

Emsal mülklerin m<sup>2</sup> birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen **ortalama 16.462,-ABD\$/m<sup>2</sup> yapılaşma hakkı parsel değerinin;**

- ✓ Güncel piyasa koşulları,
- ✓ Gayrimenkulün konumu,
- ✓ Gayrimenkulün parsel büyüklüğü,
- ✓ **Son 1 yıl içinde dolar kurunda yaşanan artış,**
- ✓ **Son dönemde Dolar kurunda TL karşısında yaşanan artışın gayrimenkul fiyatlarına aynı oranda yansımamış olması, diğer bir ifadeyle TL cinsinden fiyatların kur ile aynı ölçüde artmadığı,**

gibi kriterler ışığında **m<sup>2</sup> emsal bedelinin** tutucu bir yaklaşımla **12.500,-ABD \$/m<sup>2</sup>** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Arsa)	
Net Parsel Alanı, m <sup>2</sup>	11.099,39
m <sup>2</sup> Emsal Değeri, ABD \$	12.500
<b>Gayrimenkulün Σ Parsel Değeri, ABD \$</b>	<b>138.742.375</b>
<b>Gayrimenkulün Σ Parsel Değeri, TL</b>	<b>282.326.859</b>

<sup>3</sup> İnşaat emsali uygulaması net parsel alanı üzerinden yapılacak olmasına karşın, kamu eline geçen yol alanlarının da plan notları ile emsal hesabına dâhil edilmesi toplam emsale dahil inşaat alanı hakkını büyütmüş ve yapılan uygulama ile söz konusu parselin 2,75 olan yapılaşma hakkı, 3,28 oranına denk gelecek şekilde artmıştır. Hesaplama, emsal alınan diğer parsellerin de benzer haklara sahip olabileceği dikkate alınarak, iskan edilebilir olmasına rağmen emsale dahil edilmeyen **1'inci ve 2'nci Bodrum katlar dikkate alınmamıştır.**

**Sonuç olarak;** Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, konu gayrimenkulün arsa adil piyasa değeri 282.326.859,-TL (değerleme tarihi itibarıyla **138.742.375,-ABD \$**) olarak hesaplanmış ve takdir edilmiştir.

#### 6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut ve Toplam Yapı Maliyetinin Tespiti,

Rapor'un 5.1.2 Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri bölümünde detayları verildiği üzere, hali hazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde inşaatın **~%51,20** tamamlanma seviyesinde olduğu görülmüştür.

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

- **Ofis 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, Diğer Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m<sup>2</sup>** esas alınmış,
- **Otopark yapı maliyeti ise**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Yeraltı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **687,08 TL/m<sup>2</sup>** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olacağı varsayılmıştır.

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

Yukarıdaki varsayımlar altında belirlenen **toplam proje geliştirme maliyetleri** aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

<b>TOPLAM PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ</b>	<b>TL</b>	<b>ABD \$</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti</b>	<b>180.904.170</b>	<b>88.900.767</b>
<b>Σ Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>76.695,09</b>	<b>76.695,09</b>
m <sup>2</sup> Birim Maliyet	1.875,35	921,59
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri	56,26	27,65
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri	57,95	28,48
Diğer Giderler	59,69	29,33
Giydirilmiş Birim Maliyet	2.049,25	1.007,05
<b>1) İşyeri Alanı İnşaat Maliyeti</b>	<b>157.167.074</b>	<b>77.235.773</b>
<b>Σ Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>29.385,16</b>	<b>29.385,16</b>
m <sup>2</sup> Birim Maliyet	687,08	337,65
<b>2) Otopark Alanı İnşaat Maliyeti</b>	<b>20.189.956</b>	<b>9.921.842</b>
<b>3) Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti</b>	<b>3.547.141</b>	<b>1.743.152</b>

İnşaatın tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **180.904.170,-TL** (değerleme tarihi itibarı ile **88.900.767,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

	<b>TL</b>	<b>ABD \$</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti</b>	<b>180.904.170</b>	<b>88.900.767</b>
<b>Σ Değerleme Tarihi İtibarıyla Yapılan Harcama (%51.20)</b>	<b>92.622.935</b>	<b>45.517.193</b>
<b>Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti</b>	<b>88.281.235</b>	<b>43.383.574</b>

Parsel üzerinde geliştirilmekte olan **"Torun Tower" projesinin** değerlendirme tarihi itibarıyla tamamlanma oranı **(%51.20)** olup, bu tamamlanma yüzdesi doğrultusunda;

- ✓ Gerçekleştirilmiş inşaat maliyeti **92.622.935,-TL** (değerleme tarihi itibarı ile **45.517.193,-ABD\$**)

- ✓ %100 tamamlanma için gerekli inşaat maliyeti **88.281.235,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **43.383.574,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

### 6.5.3. Gayrimenkulün Mevcut Durumu ve Toplam Değeri,

Değerleme konusu gayrimenkulün,

- ✓ Rapor'un 6.5.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde **yapının maliyet kalemlerine göre belirlenmiş ~%51,20 tamamlanma oranı doğrultusunda hesaplanan bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle **mevcut durum toplam değeri**
- ✓ Rapor'un 6.5.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde **yapının tamamlanması için gerekli bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle **toplam değeri** hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	282.326.859
Tamamlanma Oranına Göre (Gerçekleşmiş)Yapı Maliyeti, TL	92.622.935
<b>Gayrimenkulün Mevcut Toplam Değeri, TL</b>	<b>374.949.794</b>
<b>Gayrimenkulün Mevcut Toplam Değeri, ABD \$</b>	<b>184.259.568</b>

**Sonuç olarak;** Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün fiili durumunu temsil eden tamamlanma oranına<sup>4</sup> göre toplam (parsel + mevcut inşaat) adil piyasa değeri **374.949.794,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **184.259.568,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMASI HALİNDE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	282.326.859
Tamamlanma Oranına Göre ( <b>Gerçekleşmiş</b> ) Yapı Maliyeti, TL	180.904.170
Tamamlanma Oranına Göre <b>Gerekli (İlave) Yapı Maliyeti, TL</b>	<b>88.281.235</b>
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL</b>	<b>463.231.029</b>
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$</b>	<b>227.643.142</b>

**Sonuç olarak;** Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, parsel üzerindeki "**Torun Tower**" projesinin tamamlanması halindeki toplam (parsel + yapı) adil piyasa değeri **463.231.029,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **227.643.142,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

## 6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu 2011 ada, **7 numaralı parsel**; 14.03.2011 tasdik tarihli, Mer'î İmar Planı'na göre "**Turizm+Ticaret Alanı**"nda kalmakta olup, plan notlarında belirlenen fonksiyonlara uygun olarak, Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan ve belediyesinde de tespit edilen 10.12.2013 tarihinde tasdik edilmiş Tadilat Mimari Projesine göre, 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal kat olmak üzere toplam 39 katlı işyeri amaçlı geliştirilmesi amacıyla projelendirilmiştir. "**Torun Tower**" projesinin, yerinde yapılan incelemeleri neticesinde değerlendirilmiştir. Geliştirilmekte olan projeye ilişkin olarak, bu veriler ışığında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

**İNA Analizi çerçevesinde esas alınan varsayımlar ve proje özeti aşağıda sunulmuştur.**

**Proje özeti:** Konu parsel alanı net alan olup, toplam **11.099,39 m<sup>2</sup>**dir. Söz konusu parsel üzerinde, onaylı tadilat mimari projesine göre, ofis+perakende birimlerinden oluşan işyeri kullanım amaçlı projenin inşasının tamamlanması durumunda, **projenin gelecekte yaratacağı geliştirme maliyetleri düşülmüş net nakit akımlarının bugünkü değerinin, gayrimenkulün arsa+ mevcut inşaat değerini temsil edeceği** kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa+ mevcut inşaat değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir.

<sup>4</sup> Değerleme tarihi itibariyle yaklaşık %51,20'lik orandır.

1. Maliyet Yaklaşımı ile parsel üzerinde geliştirilecek olan **proje maliyetleri hesaplanmış**, yerinde yapılan incelemelerde projenin tamamlanma yüzdesi(gerçekleşmiş yatırım tutarı) ile bu verilerden hareketle **değerleme tarihi itibariyle gerekli(iltave) yatırım tutarı** belirlenmiş,
2. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile bölgede kiralık dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak projenin **olası kira gelirleri hesaplanmış**,
3. Son olarak gelir ve giderlerin varsayılan iskonto oranlarıyla günümüz değerlerine indirgenmek suretiyle gerçekleştirilen **İNA Analizi** ile bugünkü **net parsel değeri + %51,20 tamamlanma oranına göre inşaat** değerini (mevcut durum) temsil eden tutara eşit olması beklenen **net nakit akımları** tespit edilmiştir.

**i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI:** Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulan proje bilgileri ışığında, konu parsel üzerinde **106.080,25m<sup>2</sup>** kapalı alanlı ofis+perakende birimlerinden oluşan "**Torun Tower**" projesi geliştirilmektedir. Proje varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PARSEL ve PROJE BİLGİLERİ	
Ada/Parsel No	2011 Ada - 7 Parsel
Net Parsel Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	11.099,39
<b>Emsale Esas Net Alan, m<sup>2</sup>(*)</b>	<b>13.257,66</b>
İnşaat Emsali	2,75
H <sub>max</sub>	Serbest
<b>Hesaplanan Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>36.458,57</b>
<b>Mimari Projeye Göre Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>36.457,86</b>
Mimari Proje Bilgileri	
<b>Σ İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>106.080,25</b>
o Emsale Dâhil Alan, m <sup>2</sup>	36.458,57
o (**)Emsale Dâhil Olmayan Alan, m <sup>2</sup>	69.621,69

(\*) Plan notlarında belirtildiği üzere "yol alanları emsal hesabına dahil edilebilir." hükmü gereği yola terk edilecek 2.158,18,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü alan net parsel alanına ilave edilerek emsale dahil yapılaşma alanı hesaplanmıştır.

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

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

Tesisin tamamlanmış olması durumundaki toplam değerinin tespiti amacıyla değerlendirme tarihi ve yapı inşaat kalitesi dikkate alınarak Rapor'un 6.5.2 ve 6.5.3 bölümlerinde de detayları verildiği üzere gayrimenkulün **toplam geliştirme maliyeti**, yerinde yapılan tespitlere (tamamlanma yüzdesine) göre gerçekleştirilmiş **geliştirme maliyeti tutarına** ve bu verilerden yola çıkılarak projenin tamamlanması için **gerekli maliyet tutarına** ulaşılmıştır.

Belirlenen proje geliştirme maliyetleri özet olarak aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMASI HALİNDE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	<b>282.326.859</b>
Tamamlanma Oranına Göre <b>(Gerçekleşmiş) Yapı Maliyeti, TL</b>	<b>180.904.170</b>
Tamamlanma Oranına Göre <b>Gerekli (İlave) Yapı Maliyeti, TL</b>	<b>88.281.235</b>
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL</b>	<b>463.231.029</b>
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$</b>	<b>227.643.142</b>

Projenin toplam inşaat maliyeti **180.904.170,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **88.900.767,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

	TL	ABD \$
<b>ΣProje Toplam Geliştirme (İnşaat) Maliyeti</b>	<b>180.904.170</b>	<b>88.900.767</b>
<b>Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%51,20)</b>	<b>92.622.935</b>	<b>45.517.193</b>
<b>Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti</b>	<b>88.281.235</b>	<b>43.383.574</b>

- Projenin tamamlanması için gerekli yatırımın 88.281.235,-TL tutarındaki (değerleme tarihi itibarıyla 43.383.574,-ABD \$) geri kalan kısmının (%48,80 eksikliği temsil etmektedir) tamamlanma süresinin 1 yıl olacağı ve projenin 2014 yılında tamamlanacağı varsayılmıştır.

	2014
Gerekli Tamamlama Maliyeti, ABD \$	43.383.574
Gerekli (İlave) Yatırımların Tamamlanma Oranı, %	100 %

iii. **PROJE GELİR VARSAYIMLARI:** 2011 ada, 7 numaralı parsel üzerinde Ofis + Perakende birimlerinden oluşan Torun Tower projesinin İNA analizinin gelir kalemini oluşturacak veriler aşağıda ki şekilde elde edilmiştir.

Bölgede kiralık dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak **projenin olası kira gelirleri** tespit edilmiştir.

1) **Ofis Kira Geliri Tespiti:** İNA Analizine esas teşkil etmek üzere, piyasada yapılan araştırmalar sonucu konu parsel üzerinde geliştirilmekte olan projenin **tamamlanması halinde kiralamaya konu edilebileceği tutarı temsil eden emsal ofis kira verileri** aşağıda sunulmuştur.

KİRALIK OFİS EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	EMSAL KİRA BEDELİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup> /Ay	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup> /Ay	
Emsal 1	Maya Akar Center'da, üst katlarda konumlu, 550,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı ofis kiralıktır.	550	54.942	100	27.000	49
Emsal 2	Astoria Kempinski'de, üst katlarda konumlu, 650,-m <sup>2</sup> alanlı ofis kiralıktır.	650	61.047	94	30.000	46
Emsal 3	Maya Akar Center'da, 272,-m <sup>2</sup> alanlı ofis kiralıktır.	272	18.314	67	9.000	33
Emsal 4	Astoria Kempinski'de 200,-m <sup>2</sup> alanlı ofis kiralıktır.	200	14.244	71	7.000	35

Değerleme konusu gayrimenkulün yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları sonucunda;

- Büyükdere Caddesine cepheli ve plaza nitelikli ofislerin yüksek bedellerden kiralamaya konu olduğu,
- Bölgede doluluk oranlarının yüksek olduğu,
- Kiralama işlemlerinin genellikle ABD Dolar ve Euro bazlı yapıldığı,
- Kiralamaların kat brüt alanları üzerinden yapıldığı,
- Emsal alınan mülklerde net/brüt alan oranının ~%30 civarında olmasına karşın, konu gayrimenkulde bu oranın daha fazla olduğu,
- Astoria Kempinski'de yer alan ofislerin **35,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** ile **46,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** aralığında kiralamaya konu oldukları,
- Maya Akar Center'da yer alan ofislerin **33,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** ile **49,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** aralığında kiralamaya konu oldukları,
- Üst katlarda yer alan ofislerin manzara kriterinden dolayı daha yüksek bedelden kiralamaya konu oldukları,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projenin tamamlanmasının ardından ofislerin brüt alanları üzerinden kiralamaya konu olacağı,
- Emsallerin ortalama brüt m<sup>2</sup> kiralama bedelinin **41,-ABD\$/Ay** olduğu
- Emsal alınan mülklerde net/brüt alan oranının ~%30 civarında olmasına karşın, konu gayrimenkulde bu oranın daha fazla olduğu,
- Projenin tamamlanmış olması halinde, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ofis kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin **brüt alan üzerinden** tutucu bir yaklaşımla **30,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** bedelle kiralanabileceği, bu emsal kira bedelinin analizlere esas alınmasının uygun olacağı,

- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, **ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı**,
- Değerlemeye esas alınan bu emsal kira bedellerinin ABD Doları cinsinden yıllık %3 oranında artacağı,

Varsayılmış/ uygun görülmüştür.

**2) Perakende Birimleri Kira Geliri Tespiti: İNA Analizine esas teşkil etmek üzere, piyasada yapılan araştırmalar sonucu konu parsel üzerinde geliştirilmekte olan projenin tamamlanması halinde kiralamaya konu edilebileceği tutarı temsil eden mağaza/dükkan emsal kira verileri aşağıda sunulmuştur.**

A- KİRALIK MAĞAZA/DÜKKÂN EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	EMSAL KİRA BEDELİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup> /Ay	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup> /AY	
Emsal 1	Büyükdere Caddesi üzerinde, Mecidiyeköy istikametinde giriş katta yer alan dükkan kiralıktır.	750	34.593	46,1	17.000	<b>22,7</b>
Emsal 2	Esentepe'de Büyükdere Caddesi üzerinde konumlu, 110,-m <sup>2</sup> düz giriş, 65,-m <sup>2</sup> alt katı olan dükkan kiralıktır.	175	15.900	90,9	7.814	<b>44,6</b>
Emsal 3	Konu mülke yakın konumlu, 250,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı, düz giriş dükkan kiralıktır.	250	11.000	44,0	5.406	<b>21,6</b>

Değerleme konusu gayrimenkulün yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları sonucunda;

- Konu gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan mağaza/dükkan fonksiyonlu taşınmazların kira bedellerinin **21,60 ABD\$ ile 44,6 ABD \$/ m<sup>2</sup>** aralığında yer aldığı,
- Emsal 1'de yer alan gayrimenkulün 1 yıldan uzun süredir kiralamaya konu olduğu,
- Emsal 2'de yer alan gayrimenkulün küçük kapalı alana sahip olduğu,
- Emsal 1 ve 2'de yer alan gayrimenkullerin konum olarak konu gayrimenkule yakın olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

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

B-YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ							
ALIŞVERİŞ MERKEZİ	AÇILIŞ TARİHİ	İLÇE/SEMT	YER SEÇİMİ	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN (m <sup>2</sup> )	MAĞAZA SAYISI	AYLIK m <sup>2</sup> ORTALAMA KİRA BEDELİ	
						MAĞAZA KİRA BEDELİ	FOOD-COURT ALANI KİRA BEDELİ
Astoria AVM	2008	Mecidiyeköy	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	25.000,00	110	65 €	80 €
Profilo	1998	Mecidiyeköy	Konut dokusu ve MİA Alanına yakın	48.700,00	209	\$50	\$70
Metrocity	2003	Beşiktaş	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	32.638,00	141	\$80	\$95
Kanyon AVM	2006	Beşiktaş	MİA Alanında, Karayolu üzerinde	37.500,00	160	100 €	185 €

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Yakın çevresinde yer alan AVM mağaza/fast-food bölümü kira bedellerinin değişkenlik gösterdiği, buna göre;
  - Ulaşılabilirliği güçlü, karayolları üzerinde yer alan ve metropoliten ölçekteki AVM'lerde m<sup>2</sup> kira bedellerinin yüksek olduğu (Metrocity, Kanyon, Astoria)
  - Kiralamaların kat brüt alanları üzerinden yapıldığı,
  - Emsal alınan mülklerde net/brüt alan oranının ~%30 civarında olmasına karşın, konu gayrimenkulde bu oranın daha fazla olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projede yer alacak yeme-içme alanları ile mağazaların daha çok ofis kullanıcılarının günlük ihtiyaçlarına yönelik olacağı,
- Bölgede yer alan büyük ölçekli AVM'lerde konumlu mağaza ve yeme-içme alanlarından daha düşük bedellerden kiraya verileceği,
- Projenin tamamlanmış olduğu varsayımıyla, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla; içerisinde yer alacak mağaza/dükkan kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin ortalama **50,-ABD\$/m<sup>2</sup>/Ay** bedelle kiralanabileceği,
- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı,
- Kiralama sonrası (izleyen yıl), kira bedellerinin ABD Doları cinsinden yıllık %3 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

PROJE GELİR VARSAYIMLARI, ABD \$						
Yıl	Kiralanabilir Alan, m <sup>2</sup>	Kira Bedeli, ABD \$/m <sup>2</sup> /Ay	Olası Kira Geliri, ABD \$	Doluluk Oranı,%	Yıllık Toplam Kira Geliri, ABD \$	
<b>Projenin Kira Gelirleri, ABD \$</b>						
<b>Mağaza/Dükkan Geliri</b>	<b>2014</b>	1.669,77	50,0	-	-	-
	<b>2015</b>		51,5	1.031.918	80%	825.534
	<b>2016</b>		53,0	1.062.875	90%	956.588
	<b>2017</b>		54,6	1.094.762	95%	1.040.024
	<b>2018</b>		56,3	1.127.605	98%	1.105.052
<b>Ofis Geliri</b>	<b>2014</b>	64.615,98	30,0	-	-	-
	<b>2015</b>		30,9	23.959.605	80%	19.167.684
	<b>2016</b>		31,8	24.678.394	90%	22.210.554
	<b>2017</b>		32,8	25.418.745	95%	24.147.808
	<b>2018</b>		33,8	26.181.308	98%	25.657.682

#### iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- İskonto Oranı;** Bu oran, gayrimenkullerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmış ve **%11,00** olarak alınmıştır.
- Büyüme Oranı;** Gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, büyüme oranı olarak **% 3** esas alınmıştır.

İskonto Oranı	<b>11,00%</b>
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%
<b>Proje Risk Primi</b>	<b>1,25%</b>

(\*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondlarının 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.

#### v. İNA ANALİZİ:

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



PROJE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$					
	2014	2015	2016	2017	D.E.D.
<b>Proje Tamamlama Maliyeti</b>	<b>-43.383.574</b>				
İnşaat Tamamlama Maliyeti	-43.383.574				
<b>Proje Kira Gelirleri</b>		<b>19.993.219</b>	<b>23.167.142</b>	<b>25.187.832</b>	<b>26.762.734</b>
Dükkan Kira Geliri		825.534	956.588	1.040.024	1.105.052
Ofis Kira Geliri		19.167.684	22.210.554	24.147.808	25.657.682
<b>Proje Net Nakit Akımı</b>	<b>-43.383.574</b>	<b>19.993.219</b>	<b>23.167.142</b>	<b>25.187.832</b>	<b>334.534.175</b>
İskonto Oranı	0,1100	0,1100	0,1100	0,1100	0,1100
İskonto Faktörü	1,1100	1,232	1,368	1,518	1,685
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59
<b>Nakit Akımlarının NBD</b>	<b>-43.383.574</b>	<b>16.226.945</b>	<b>16.939.615</b>	<b>16.592.005</b>	<b>198.529.750</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$</b>					<b>204.904.740</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>					<b>1,0536</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>					<b>215.880.540</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>					<b>439.295.310</b>

**Sonuç olarak; İNA Analizi çerçevesinde, Parsel + mevcut tamamlanma yüzdesine (%51,20) göre gayrimenkulün toplam mevcut durum değeri 439.295.310,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 215.880.540,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.**

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

### 6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

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

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

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

### 6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu 306 pafta, 2011 ada, 7 numaralı parsel üzerinde, yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

#### Beyanlar Hanesi:

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (99 yıllığı 1 TL den 9258 Nolu satış merkezi ve kablo geçiş güzergâhı için TEDAŞ lehine 28.12.2011 tarihinden başlamak üzere 99 yıl müddetle kira şerhi.) (Başlama tarihi: 28.12.2011 Süre:99 yıl) (04.01.2012/128 Yev.)

#### İrtifak Hanesi:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel koşullar: bedelsiz) (İstanbul Büyükşehir Belediyesi) 24.04.2013 tarih ve 7857 yevmiye.

#### Rehinler Hanesi:

- **İpotek:** Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. lehine, **390.000.000,-USD bedelle**, Yıl Lib+4,75 faizle, 1.dereceden, FBK müddetli, **ipotek tesis edilmiştir.** (29.08.2013 / 16674 Yev.)

**Müşteri Şirketten edinilen bilgi ve alınan yazı doğrultusunda, parsel üzerinde yer alan ipotegin, parsel üzerindeki projenin gerçekleştirilmesi için alındığı anlaşılmaktadır.**

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

**Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Emsal Değer) ile elde edilen **arsa değerine**, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde yer alan inşa halindeki yapının tamamlanma oranı **dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri** ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı yöntemi ile bulunan gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına yer verilmiştir. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin imar durumu, onaylı mimari projesi ve fiili durum itibarıyla ofis+perakende birimlerinden oluşacak işyeri projesi geliştirilmekte olduğundan hareketle;

- Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri öngörülmüş,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2014 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınarak mevcut ve gerekli yatırım maliyeti tutarları öngörülmüş, bu tutarlar analize yansıtılmıştır.

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

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO		
	TL	ABD\$
<b>Ayrıştırma (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) Yöntemi</b>	<b>374.949.794</b>	<b>184.259.568</b>
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi</b>	<b>439.295.310</b>	<b>215.880.540</b>

#### Sonuç olarak;

- Farklı yöntemlerle bulunan değerlerinin birbirleriyle yakın ve tutarlı olduğu,
- Gayrimenkulün geliştirmesinin henüz tamamlanmamış ve gelir yaratmaya başlamamış olması sebebiyle, değerlendirme çalışmalarında "gelir esaslı" yaklaşımların kullanılmasının fazla öngörü ve varsayımlara dayandığı, bu yöntemle bulunacak değerlerin daha fazla sapmalar içerebileceği,
- Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan değer, değerlendirme konusu gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, **374.949.794,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla)

**184.259.568,-ABD \$)** değerini, **% 51,20 tamamlanma oranına sahip gayrimenkulün rayiç (adil) piyasa değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı, kanaatine varılmıştır.

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

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

## 7.3. Yasal 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 gayrimenkulün yapı ruhsatları mevcuttur.

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

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

- **Değerleme konusu gayrimenkulün; henüz inşaat aşamasında olması sebebiyle cins tashihine gerek kalmaksızın "arsa" olarak, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, "**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 tasarrufta bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.**" hükmü gereği,
  - **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 390.000.000,-USD tutarındaki ipotek konusu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:7) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan, değerlendirme konusu gayrimenkulün GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipotek ilişkisine 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 tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, **7 parsel numaralı**, 11.099,39,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul üzerinde geliştirilmekte olan "**Torun Tower**" projesinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik yapılan çalışmalar sonucunda hazırlanmış olup, takyidatlar dikkate alınmaksızın;

- I) Rapor'un 7.4.'üncü bölümünde detayları belirtildiği üzere, gayrimenkulün GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) Değerleme konusu "Torun Tower" projesinin, değerlendirme tarihi itibari ile toplam (parsel + %51,20'lik tamamlanma oranına sahip yapı) adil piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibariyle peşin değer esasına göre;**
- o **KDV hariç 374.949.794,00TL**
  - o **KDV dahil 442.440.756,92TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,



Fatma **KOÇ KEŞEN**  
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.