



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – ESENYURT İLÇESİ
2618 ADA – 18 NUMARALI PARSEL

“Torium AVM”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	3
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	3
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	3
3.3. Beyanlar	3
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	4
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	4
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	7
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	8
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	8
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	9
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	9
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	10
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	12
4.1. Global Ekonomik Görünüm	12
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	14
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	17
4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	20
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	21
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	21
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	21
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri	21
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri	22
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	27
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	27
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri	27
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	27
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:	28
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	29
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	29
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	31
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	31
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	31
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti	31
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı İle Arsa Değerinin Tespiti	32
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı İle Yapı Değerinin Tespiti	33
6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri,	34
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi	34
6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti	37
6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:	37
6.7.2. Ayırıştırma Yöntemi Sonucu Bulunan Değerden Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Türetilmesi:	38
6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi	39
6.7.4. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırması	39
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	40
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	40
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	40
6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	40
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	41
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	41
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	42
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	42
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	42
8. SONUÇ	44
8.1. Nihai Değer Takdiri	44
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerleme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **17.12.2013** 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

31.12.2013 / SvP_13_TRGYO_04

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Esenyurt İlçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, **18 numaralı parselde** kayıtlı **"Torium AVM"**'nin Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan (toplam 300 adet bağımsız bölümün 296 adetidir) bağımsız bölümlerinin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değeri, rayiç kira bedeli** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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 Maslak Sarıyer/İstanbul
T:0 (212) 330 01 88; F: 0 (212) 330 01 89 W : www.standartgd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul
Tel: 0-216-425 20 07; Faks: 0-216-425 03 12; W: www.torunlargyo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

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

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

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

Rapor, Müşteri'nin münhasır kullanımı için hazırlanmış olup, Müşteri ilgili mevzuatın gerektirdiği bilgilendirmeler ve kamu kurum - kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde, ıslak imzalı 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;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

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

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

- **Pazar Değeri, Pazar Değeri** tanımının gereklerini karşılayan koşullarda değerlemenin yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, **mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek için bir Değerleme uzmanı ilk olarak **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımı tespit etmelidir (Bkz. Uluslararası Değerleme Standartları [UDES], Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri, paragraflar 6.3, 6.4, 6.5). Bu kullanım, bir mülkün mevcut kullanımının devamı niteliğinde olabileceği gibi bir başka alternatif kullanım da olabilir. Bu tespitler, pazardaki bulgulardan elde edilir.
- **Pazar Değeri, mülkün niteliğini ve bu mülkün piyasada işlem görebileceği koşulları yansıtan değerleme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, **Rapor’un 3.6 Bölümünde** verilmiştir.
- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadaki elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri’nin** ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**
Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, yukarıdaki prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadaki elde edilen verileri esas alması durumunda **Pazar Değeri** olmalıdır.
- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri’nin** tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabileceğini belirler. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri, karşılaştırmalı bir yaklaşımdır. Her bir değerlendirme durumunda, bir veya daha fazla sayıda yöntem genellikle piyasadaki faaliyetleri en iyi temsil eden yöntemdir. **Değerleme Uzmanı, her bir Pazar Değeri çalışmasında her yöntemi göz önüne alacak ve hangi yöntemlerin en uygun olduğunu tespit edecektir.**

Kapsam

- **UDES 1, mülkün Pazar Değeri’ne**, genellikle gayrimenkuller ve bunlarla ilişkili unsurlara uygulanmaktadır.
Değerlemesi yapılan mülkün, **süreklilik gösteren bir durumun parçası olarak veya bir başka amaçla değerlendirilmesinden ziyade piyasada satılıyormuş gibi düşünülmesini gerektirmektedir.**

Tanımlar

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

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

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 İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve 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 mantıklı olarak niçin mümkün olduğunun Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmasını gerektirebilir. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantıklı olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bunlar artık finansal fizibilite bakımından test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerle sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

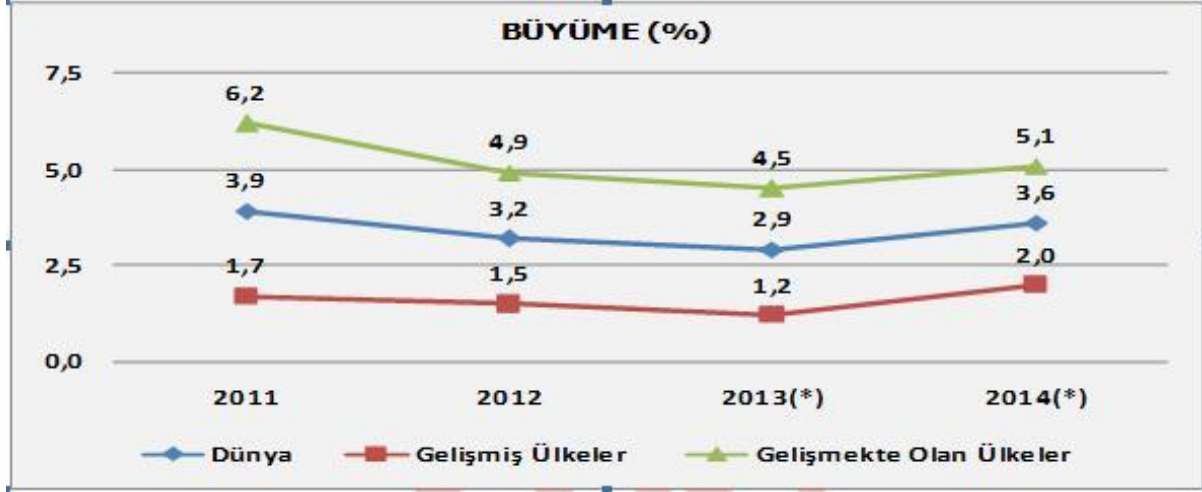
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

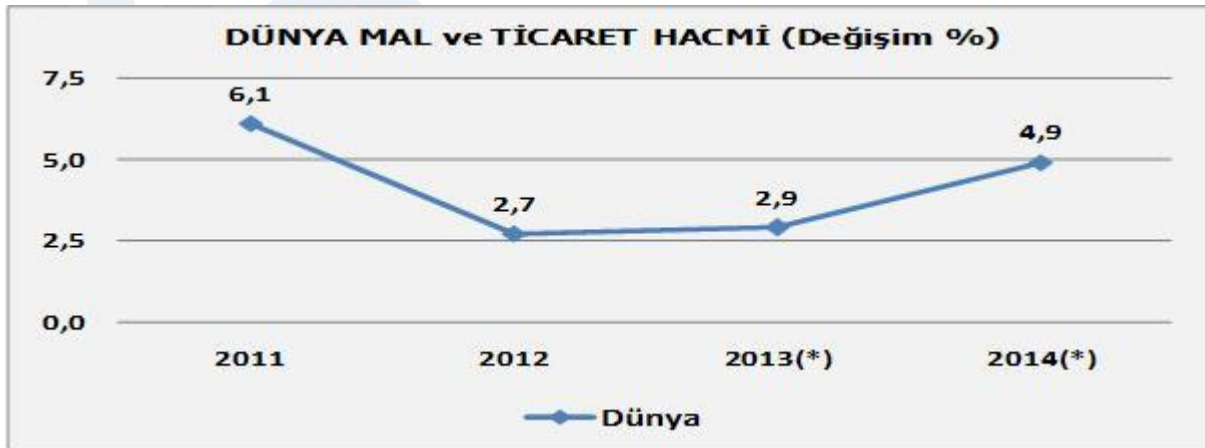
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD'de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi'nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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

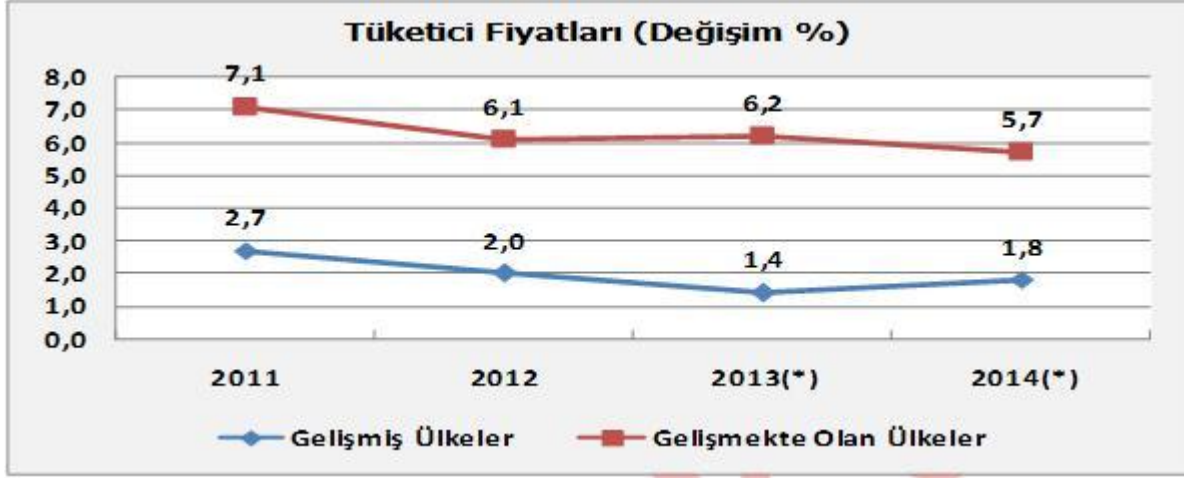
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



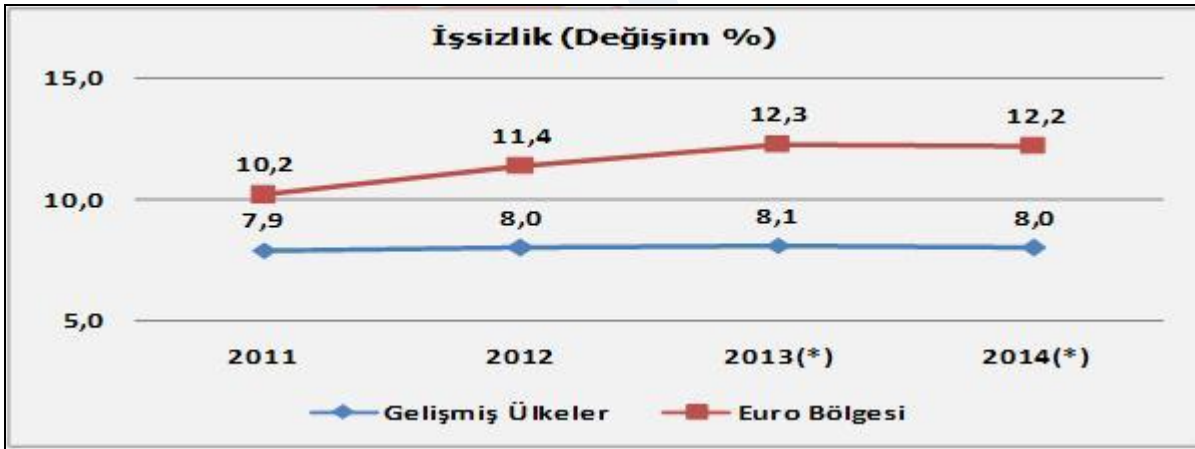
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

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

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

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

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*) Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK 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(*)
Dünya	6,1	2,7	2,9	4,9	Dünya	6,1	2,7	2,9	4,9
İhracat					İthalat				
Gelişmiş Ülkeler	5,7	2,0	2,7	4,7	Gelişmiş Ülkeler	4,7	1,0	1,5	4,0
Euro Bölgesi	6,3	2,3	2,0	4,5	Euro Bölgesi	4,4	-1,2	0,4	3,9
Diğer Gelişmiş Ülkeler	5,9	1,5	3,9	5,5	Diğer Gelişmiş Ülkeler	5,9	1,6	3,4	5,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	6,8	4,2	3,5	5,8	Gelişmekte Olan Ülkeler	8,8	5,5	5,0	5,9
Orta Ve Doğu Avrupa	8,2	4,9	4,5	5,3	Orta Ve Doğu Avrupa	8,3	0,1	3,9	4,6
BDT	9,0	4,4	1,5	3,4	BDT	16,6	10,4	1,5	5,7
Gelişen Asya	8,0	4,1	5,7	7,0	Gelişen Asya	9,2	5,5	6,1	6,9
Latin Amerika Ve Karayipler	5,8	1,7	2,2	4,9	Latin Amerika Ve Karayipler	10,6	3,2	2,9	3,7
Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	3,0	6,7	0,0	4,9	Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	1,2	9,7	6,4	6,4
Türkiye	18,5	13,0	0,7	8,5	Türkiye	29,8	-1,8	6,3	4,2

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

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

2013 itibarıyla yıllık tüketici fiyatları artışının %7,9 olduğu ve ekonomik büyümeden taviz verilmeden 2014 yılına ait hedeflenen tüketici enflasyonuna ulaşılmasında zorluk yaşanacağı görülmektedir.

TÜKETİCİ FİYATLARI (Değişim %)									
	2011	2012	2013(*)	2014(*)		2011	2012	2013(*)	2014(*)
Gelişmiş Ülkeler	2,7	2,0	1,4	1,8	Gelişmekte Olan Ülkeler	7,1	6,1	6,2	5,7
ABD	3,1	2,1	1,4	1,5	Orta Ve Doğu Avrupa	5,3	5,8	4,1	3,5
Euro Bölgesi	2,7	2,5	1,5	1,5	BDT	10,1	6,5	6,5	5,9
Almanya	2,5	2,1	1,6	1,8	Rusya	8,4	5,1	6,7	5,7
Fransa	2,3	2,2	1,0	1,5	Gelişen Asya	6,3	4,7	5,0	4,7
İtalya	2,9	3,3	1,6	1,3	Çin	5,4	2,7	2,7	3,0
İspanya	3,1	2,4	1,8	1,5	Hindistan	8,4	10,4	10,9	8,9
Japonya	-0,3	0,0	0,0	2,9	Latin Amerika Ve Karayipler	6,6	5,9	6,7	6,5
İngiltere	4,5	2,8	2,7	2,3	Brezilya	6,6	5,4	6,3	5,8
Kanada	2,9	1,5	1,1	1,6	Meksika	3,4	4,1	3,6	3,0
Diğer Gelişmiş Ülkeler	3,1	2,0	1,5	2,1	Ortadoğu Ve Kuzey Afrika	9,2	10,8	12,3	10,3
Türkiye	6,5	8,9	-	-	Türkiye (Yıl Sonu İtibariyle)	10,5	6,2	6,8	5,3

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

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

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

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

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

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

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

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

TÜRKİYE EKONOMİSİ GÜVEN VE BEKLENTİ ENDEKSİ		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ⁽¹⁾
2012 Q1	112.9	79.30
2012 Q2	108.1	76.80
2012 Q3	103.1	72.10
2012 Q4	97.9	73.60
2013 Q1	112.1	74.90
2013 Q2	111.8	76.20
2013 Q3	108.5	72.1

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

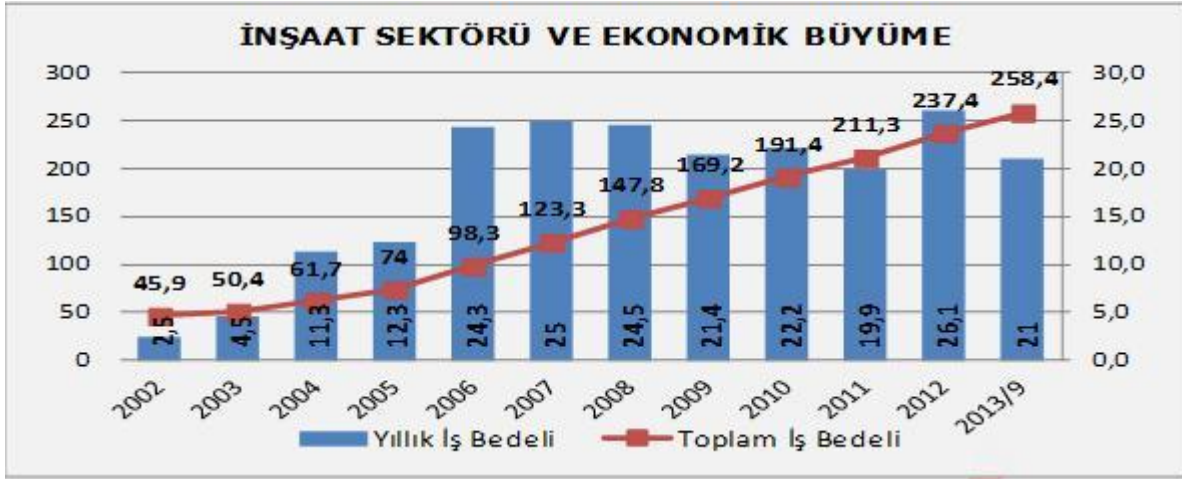
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ İLE GSMH BÜYÜME			
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GAYRİMENKUL-KİRALAMA VE İŞ FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GSMH BÜYÜME %
2011 Q4	7.0	9.2	5.0
2012 Q1	2,4	6,9	3,1
2012 Q2	-0,8	7,2	2,8
2012 Q3	-0,8	5,4	1,5
2012 Q4	1,5	6,7	1,4
2013 Q1	5,9	5,7	3,0
2013 Q2	7,6	7,0	4,5
2013 Q3	8,7	7,1	4,4

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

2013 yılının ikinci çeyrek döneminde yeni kullanılan kredi sayısı 198.034 kişi olurken, kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü 85.430 Türk Lirasına yükselmiştir. Kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü geçen yılın aynı dönemine göre %11,8 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. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

İSTANBUL: Değerleme konusu gayrimenkullerin 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,- km²'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.

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



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

Esenyurt İlçesi, İstanbul İli Deprem Haritasına göre 1. Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre, İstanbul İli, Esenyurt İlçesi'nin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Toplam	Erkek	Kadın
Esenyurt	553.369	284.209	269.160
İSTANBUL	13.854.740	6.956.908	6.897.832

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, Saadetdere Mah, E-5 Üzeri, Haramidere – Esenyurt / İSTANBUL adresinde yer alan tapuda; İstanbul İli, Esenyurt İlçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, **18 parsel** numarasında kayıtlı; toplam 300 bağımsız bölümden oluşan "**Torium AVM**" kısmının değerleme tarihi itibarıyla Müşteri Mülkiyetinde olan 296 adet bağımsız bölümdür.



(Ek: 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu "**Torium AVM+Residence**", E-5 yolu üzerinde ulaşımı kolay bir lokasyonda yer almakta olup, güneyinde sanayi alanları ve sanayi yapıları, kuzeyinde ise konut alanları bulunmaktadır. Konu gayrimenkulün yakın çevresinde Kiptaş Saadetdere Konutları, Kiptaş Regnum Astrum Towers, Solarkent, Beyaz City, Acunkent ve N Towers gibi birçok konut alanları yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu **Torium AVM + Residence** içerisinde toplam 83 adet konut, 299 adet İşyeri+Depo, 1 adet Trafo Merkezi yer almaktadır.

44.571,38 m² arsa alanı üzerinde konumlanmış olan **Torium AVM+Residence**, Yapı Kullanma İzin Belgelerine göre toplam **229.260,-m²** kapalı alanlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgelerine göre Torium AVM ve Rezidans'ın alanlarının fonksiyon olarak dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Niteliği	Adet	Kapalı Alan (net) m ²
Konut	83 Adet	7.090 , -m ²
Dükkan	299 Adet	98.382 , -m ²
Otopark + Ortak Alanlar		123.733 , -m ²
Trafo Merkezi	1 Adet	55 , -m ²
Toplam Alan, m²	383 Adet	229.260 , -m²

Mimari projeden alınan bilgiler doğrultusunda, "Torium AVM + Residence" ait toplam inşaat alanını gösterir tablo aşağıda sunulmuştur.

Kot	Brüt Alan, m ²	Nitelik
44,70 Kotu	1.360,00	Su Deposu
49,70 Kotu	9.888,00	Kapalı Otopark, Servis Avlusu
54,00 Kotu	17.590,76	Mağaza, Kapalı Otopark-Sığınak, Personel
57,50 Kotu	11.537,00	Depo, Kapalı otopark
61,00 Kotu	15.551,00	Mağaza
68,00 Kotu	25.814,92	Mağaza
73,75 Kotu	22.946,00	Mağaza
79,50 Kotu	28.074,80	Mağaza, Food Court, Snowpark
87,00 Kotu	26.658,00	Mağaza
92,75 Kotu	25.980,00	Kapalı Otopark
96,25 Kotu	25.295,00	Kapalı Otopark, Spor Merkezi
100,75 Kotu	7.630,00	Açık Otopark, Havuz, Mağaza
105,75 Kotu	4.203,72	Konut
108,75 Kotu	2.243,65	Konut
111,75 Kotu	2.243,65	Konut
114,75 Kotu	2.243,65	Konut
TOPLAM	229.260,15(*)	AVM+Residence

(*) Sn.Mehmet Akdeniz'e ait Konut + Mağaza alanlarını da kapsamaktadır.

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

Toplam Kiralanabilir Alan	
Kiosk	595,00
Kış Sporları Merkezi (Snowpark)	3.459,84
Sinema	3.939,35
Spor Merkezi	3.826,19
Food Court (Restaurant-Kafe)	3.826,19
Mağaza	81.326,77
* Elektronik Market	5.503,00
* Hipermarket	9.723,00
* Küçük-Orta-Büyük Ölçekli Mağaza	66.100,77
Depo	2.379,29
Sn.Mehmet Akdeniz'e Ait Alanlar	2.668,43
Toplam Kiralanabilir Alan	101.324,87
Torunlar GYO Kiralanabilir Alan, m²	98.656,44

Proje kapalı bölümlerinde gün ışığından maksimum yararlanmak, aydınlatma ve havalandırma sistemlerinde enerji tasarruf sağlamak amacı ile "yeşil bina" olarak tasarlanmış olup, kısmen açılıp kapanabilen bir tavan sistemine sahiptir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

ANA GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ	
İli	İstanbul
İlçesi	Esenyurt
Mahallesi/Köyü	Esenyurt
Pafta No	-
Ada No	2618
Parsel No	18
Yüzölçümü,m ²	44.571,38
Niteliği	Arsa
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	13.09.2011/28627
Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

B.B. No.	BlokNo	Kat No	Niteliği	Arsa Payı		Cilt No	Sayfa No
1	A	10.Bodrum	Depo	566	4457138	686	68092
2	A	10.Bodrum	Depo	599	4457138	686	68093
3	A	10.Bodrum	Depo	924	4457138	686	68094
4	A	10.Bodrum	Depo	1116	4457138	686	68095
5	A	10.Bodrum	Depo	472	4457138	686	68096
6	A	10.Bodrum	Depo	458	4457138	686	68097
7	A	10.Bodrum	Depo	554	4457138	686	68098
8	A	10.Bodrum	Depo	947	4457138	686	68099
9	A	10.Bodrum	Depo	857	4457138	686	68100
10	A	10.Bodrum	Depo	621	4457138	686	68101
11	A	10.Bodrum	Depo	549	4457138	686	68102
12	A	10.Bodrum	Depo	609	4457138	686	68103
13	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68104
14	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68105
15	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68106
16	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68107
17	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68108
18	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68109
19	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68110
20	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68111
21	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68112
22	A	10.Bodrum	Depo	125	4457138	686	68113
23	A	10.Bodrum	Depo	226	4457138	686	68114
24	A	10.Bodrum	Depo	249	4457138	686	68115
25	A	10.Bodrum	Depo	249	4457138	686	68116
26	A	10.Bodrum	Depo	249	4457138	686	68117
27	A	10.Bodrum	Depo	249	4457138	686	68118
28	A	10.Bodrum	Depo	249	4457138	686	68119
29	A	10.Bodrum	Depo	512	4457138	686	68120
30	A	10.Bodrum	Depo	192	4457138	686	68121
31	A	10.Bodrum	Depo	176	4457138	686	68122
32	A	10.Bodrum	Depo	152	4457138	686	68123
33	A	10.Bodrum	Depo	213	4457138	686	68124
34	A	10.Bodrum	Depo	328	4457138	686	68125
35	A	10.Bodrum	Depo	612	4457138	686	68126
36	A	10.Bodrum	Depo	578	4457138	686	68127
37	A	10.Bodrum	Depo	426	4457138	686	68128
38	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68129
39	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68130
40	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68131
41	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68132
42	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68133
43	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68134
44	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68135
45	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68136
46	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68137
47	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68138
48	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68139
49	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68140
50	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68141
51	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68142
52	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68143
53	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68144
54	A	10.Bodrum	Depo	166	4457138	686	68145
55	A	10.Bodrum	Depo	160	4457138	686	68146
56	A	9.Bodrum	Depo	42146	4457138	686	68147
57	A	9.Bodrum	Depo	292	4457138	686	68148
58	A	9.Bodrum	Depo	378	4457138	686	68149
59	A	8.Bodrum	Depo	235	4457138	686	68150
60	A	8.Bodrum	Depo	302	4457138	686	68151
61	A	8.Bodrum	Otopark	825	4457138	686	68152
62	A	7.Bodrum	Mağaza	2251	4457138	686	68153
63	A	7.Bodrum	Mağaza	2155	4457138	687	68154
64	A	7.Bodrum	Mağaza	2080	4457138	687	68155
65	A	7.Bodrum	Mağaza	3302	4457138	687	68156
66	A	7.Bodrum	Mağaza	51326	4457138	687	68157
67	A	7.Bodrum	Mağaza	14674	4457138	687	68158
68	A	7.Bodrum	Mağaza	4292	4457138	687	68159

69	A	7.Bodrum	Mağaza	4492	4457138	687	68160
70	A	7.Bodrum	Mağaza	4492	4457138	687	68161
71	A	7.Bodrum	Mağaza	455	4457138	687	68162
72	A	7.Bodrum	Mağaza	1272	4457138	687	68163
73	A	7.Bodrum	Mağaza	1727	4457138	687	68164
74	A	7.Bodrum	Mağaza	1727	4457138	687	68165
75	A	7.Bodrum	Mağaza	1727	4457138	687	68166
76	A	7.Bodrum	Mağaza	1318	4457138	687	68167
77	A	7.Bodrum	Mağaza	385673	4457138	687	68168
78	A	7.Bodrum	Mağaza	7984	4457138	687	68169
79	A	7.Bodrum	Mağaza	7984	4457138	687	68170
80	A	7.Bodrum	Mağaza	14298	4457138	687	68171
81	A	7.Bodrum	Mağaza	5043	4457138	687	68172
82	A	7.Bodrum	Mağaza	6428	4457138	687	68173
83	A	7.Bodrum	Mağaza	2624	4457138	687	68174
84	A	7.Bodrum	Mağaza	8341	4457138	687	68175
85	A	6.Bodrum	Mağaza	2324	4457138	687	68176
86	A	6.Bodrum	Mağaza	15329	4457138	687	68177
87	A	6.Bodrum	Mağaza	2953	4457138	687	68178
88	A	6.Bodrum	Mağaza	34429	4457138	687	68179
89	A	6.Bodrum	Mağaza	43871	4457138	687	68180
90	A	6.Bodrum	Mağaza	8223	4457138	687	68181
91	A	6.Bodrum	Mağaza	45093	4457138	687	68182
92	A	6.Bodrum	Mağaza	33147	4457138	687	68183
93	A	6.Bodrum	Mağaza	25140	4457138	687	68184
94	A	6.Bodrum	Mağaza	20417	4457138	687	68185
95	A	6.Bodrum	Mağaza	7799	4457138	687	68186
96	A	6.Bodrum	Mağaza	25426	4457138	687	68187
97	A	6.Bodrum	Mağaza	17990	4457138	687	68188
98	A	6.Bodrum	Mağaza	14537	4457138	687	68189
99	A	6.Bodrum	Mağaza	12647	4457138	687	68190
100	A	6.Bodrum	Mağaza	15727	4457138	687	68191
101	A	6.Bodrum	Mağaza	11713	4457138	687	68192
102	A	6.Bodrum	Mağaza	6587	4457138	687	68193
103	A	6.Bodrum	Mağaza	11986	4457138	687	68194
104	A	6.Bodrum	Mağaza	19655	4457138	687	68195
105	A	6.Bodrum	Mağaza	33412	4457138	687	68196
106	A	6.Bodrum	Mağaza	23928	4457138	687	68197
107	A	6.Bodrum	Mağaza	31561	4457138	687	68198
108	A	6.Bodrum	Mağaza	2574	4457138	687	68199
109	A	6.Bodrum	Mağaza	43002	4457138	687	68200
110	A	6.Bodrum	Mağaza	9002	4457138	687	68201
111	A	6.Bodrum	Mağaza	6618	4457138	687	68202
112	A	6.Bodrum	Mağaza	2817	4457138	687	68203
113	A	6.Bodrum	Mağaza	32970	4457138	687	68204
114	A	6.Bodrum	Mağaza	26093	4457138	687	68205
115	A	6.Bodrum	Mağaza	9119	4457138	687	68206
116	A	6.Bodrum	Mağaza	3492	4457138	687	68207
117	A	6.Bodrum	Mağaza	4809	4457138	687	68208
118	A	6.Bodrum	Mağaza	34194	4457138	687	68209
119	A	6.Bodrum	Mağaza	18807	4457138	687	68210
120	A	6.Bodrum	Mağaza	11480	4457138	687	68211
121	A	6.Bodrum	Mağaza	10094	4457138	687	68212
122	A	6.Bodrum	Mağaza	22197	4457138	687	68213
123	A	6.Bodrum	Mağaza	17782	4457138	687	68214
124	A	6.Bodrum	Mağaza	1818	4457138	687	68215
125	A	6.Bodrum	Mağaza	14058	4457138	687	68216
126	A	6.Bodrum	Mağaza	7951	4457138	687	68217
127	A	6.Bodrum	Mağaza	818	4457138	687	68218
128	A	6.Bodrum	Mağaza	818	4457138	687	68219
129	A	6.Bodrum	Mağaza	636	4457138	687	68220
130	A	6.Bodrum	Mağaza	636	4457138	687	68221
131	A	6.Bodrum	Mağaza	636	4457138	687	68222
132	A	6.Bodrum	Mağaza	909	4457138	687	68223
133	A	6.Bodrum	Mağaza	1454	4457138	687	68224
134	A	5.Bodrum	Mağaza	10026	4457138	687	68225
135	A	5.Bodrum	Mağaza	7794	4457138	687	68226
136	A	5.Bodrum	Mağaza	14512	4457138	687	68227
137	A	5.Bodrum	Mağaza	3388	4457138	687	68228
138	A	5.Bodrum	Mağaza	93843	4457138	687	68229

139	A	5.Bodrum	Mağaza	11312	4457138	687	68230
140	A	5.Bodrum	Mağaza	7713	4457138	687	68231
141	A	5.Bodrum	Mağaza	7713	4457138	687	68232
142	A	5.Bodrum	Mağaza	50776	4457138	687	68233
143	A	5.Bodrum	Mağaza	22500	4457138	687	68234
144	A	5.Bodrum	Mağaza	22243	4457138	687	68235
145	A	5.Bodrum	Mağaza	18320	4457138	687	68236
146	A	5.Bodrum	Mağaza	7119	4457138	687	68237
147	A	5.Bodrum	Mağaza	10049	4457138	687	68238
148	A	5.Bodrum	Mağaza	7441	4457138	687	68239
149	A	5.Bodrum	Mağaza	24176	4457138	687	68240
150	A	5.Bodrum	Mağaza	62094	4457138	687	68241
151	A	5.Bodrum	Mağaza	5497	4457138	687	68242
152	A	5.Bodrum	Mağaza	83508	4457138	687	68243
153	A	5.Bodrum	Mağaza	4621	4457138	687	68244
154	A	5.Bodrum	Mağaza	2614	4457138	687	68245
155	A	5.Bodrum	Mağaza	37462	4457138	687	68246
156	A	5.Bodrum	Mağaza	27002	4457138	687	68247
157	A	5.Bodrum	Mağaza	16515	4457138	687	68248
158	A	5.Bodrum	Mağaza	16515	4457138	687	68249
159	A	5.Bodrum	Mağaza	21782	4457138	687	68250
160	A	5.Bodrum	Mağaza	10774	4457138	687	68251
161	A	5.Bodrum	Mağaza	11910	4457138	687	68252
162	A	5.Bodrum	Mağaza	18626	4457138	688	68253
163	A	5.Bodrum	Mağaza	17808	4457138	688	68254
164	A	5.Bodrum	Mağaza	16961	4457138	688	68255
165	A	5.Bodrum	Mağaza	6133	4457138	688	68256
166	A	5.Bodrum	Mağaza	25926	4457138	688	68257
167	A	5.Bodrum	Mağaza	4589	4457138	688	68258
168	A	5.Bodrum	Mağaza	10149	4457138	688	68259
169	A	5.Bodrum	Mağaza	7149	4457138	688	68260
170	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68261
171	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68262
172	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68263
173	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68264
174	A	5.Bodrum	Mağaza	909	4457138	688	68265
175	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68266
176	A	5.Bodrum	Mağaza	546	4457138	688	68267
177	A	4.Bodrum	Mağaza	13947	4457138	688	68268
178	A	4.Bodrum	Mağaza	4437	4457138	688	68269
179	A	4.Bodrum	Mağaza	11796	4457138	688	68270
180	A	4.Bodrum	Mağaza	8100	4457138	688	68271
181	A	4.Bodrum	Mağaza	17990	4457138	688	68272
182	A	4.Bodrum	Mağaza	4344	4457138	688	68273
183	A	4.Bodrum	Mağaza	2090	4457138	688	68274
184	A	4.Bodrum	Mağaza	188606	4457138	688	68275
185	A	4.Bodrum	Mağaza	4308	4457138	688	68276
186	A	4.Bodrum	Mağaza	4512	4457138	688	68277
187	A	4.Bodrum	Mağaza	17788	4457138	688	68278
188	A	4.Bodrum	Mağaza	12302	4457138	688	68279
189	A	4.Bodrum	Mağaza	14698	4457138	688	68280
190	A	4.Bodrum	Mağaza	19006	4457138	688	68281
191	A	4.Bodrum	Mağaza	19728	4457138	688	68282
192	A	4.Bodrum	Mağaza	894	4457138	688	68283
193	A	4.Bodrum	Mağaza	13538	4457138	688	68284
194	A	4.Bodrum	Mağaza	15243	4457138	688	68285
195	A	4.Bodrum	Mağaza	155553	4457138	688	68286
196	A	4.Bodrum	Mağaza	24995	4457138	688	68287
197	A	4.Bodrum	Mağaza	22546	4457138	688	68288
198	A	4.Bodrum	Mağaza	35626	4457138	688	68289
199	A	4.Bodrum	Mağaza	4517	4457138	688	68290
200	A	4.Bodrum	Mağaza	2726	4457138	688	68291
201	A	4.Bodrum	Mağaza	11165	4457138	688	68292
202	A	4.Bodrum	Mağaza	21851	4457138	688	68293
203	A	4.Bodrum	Mağaza	5349	4457138	688	68294
204	A	4.Bodrum	Mağaza	5889	4457138	688	68295
205	A	4.Bodrum	Mağaza	4907	4457138	688	68296
206	A	4.Bodrum	Mağaza	4907	4457138	688	68297
207	A	4.Bodrum	Mağaza	46836	4457138	688	68298
208	A	4.Bodrum	Mağaza	6847	4457138	688	68299

209	A	4.Bodrum	Mağaza	8440	4457138	688	68300
210	A	4.Bodrum	Mağaza	12578	4457138	688	68301
211	A	4.Bodrum	Mağaza	4953	4457138	688	68302
212	A	4.Bodrum	Mağaza	13284	4457138	688	68303
213	A	4.Bodrum	Mağaza	3825	4457138	688	68304
214	A	4.Bodrum	Mağaza	9867	4457138	688	68305
215	A	4.Bodrum	Mağaza	4422	4457138	688	68306
216	A	4.Bodrum	Mağaza	4787	4457138	688	68307
217	A	4.Bodrum	Mağaza	11357	4457138	688	68308
218	A	4.Bodrum	Mağaza	9795	4457138	688	68309
219	A	4.Bodrum	Mağaza	4341	4457138	688	68310
220	A	4.Bodrum	Mağaza	11954	4457138	688	68311
221	A	4.Bodrum	Mağaza	5225	4457138	688	68312
222	A	4.Bodrum	Mağaza	14733	4457138	688	68313
223	A	4.Bodrum	Mağaza	1636	4457138	688	68314
224	A	4.Bodrum	Mağaza	1636	4457138	688	68315
225	A	4.Bodrum	Mağaza	909	4457138	688	68316
226	A	3.Bodrum	Mağaza	59475	4457138	688	68317
227	A	3.Bodrum	Mağaza	5061	4457138	688	68318
228	A	3.Bodrum	Mağaza	1799	4457138	688	68319
229	A	3.Bodrum	Mağaza	3544	4457138	688	68320
230	A	3.Bodrum	Mağaza	45605	4457138	688	68321
231	A	3.Bodrum	Mağaza	30949	4457138	688	68322
232	A	3.Bodrum	Mağaza	14785	4457138	688	68323
233	A	3.Bodrum	Mağaza	12216	4457138	688	68324
234	A	3.Bodrum	Mağaza	27211	4457138	688	68325
235	A	3.Bodrum	Mağaza	7269	4457138	688	68326
236	A	3.Bodrum	Mağaza	20788	4457138	688	68327
237	A	3.Bodrum	Mağaza	18191	4457138	688	68328
238	A	3.Bodrum	Mağaza	6235	4457138	688	68329
239	A	3.Bodrum	Mağaza	23748	4457138	688	68330
240	A	3.Bodrum	Mağaza	19195	4457138	688	68331
241	A	3.Bodrum	Mağaza	16556	4457138	688	68332
242	A	3.Bodrum	Mağaza	14248	4457138	688	68333
243	A	3.Bodrum	Mağaza	18555	4457138	688	68334
244	A	3.Bodrum	Mağaza	19671	4457138	688	68335
245	A	3.Bodrum	Mağaza	4579	4457138	688	68336
246	A	3.Bodrum	Mağaza	3378	4457138	688	68337
247	A	3.Bodrum	Mağaza	6494	4457138	688	68338
248	A	3.Bodrum	Mağaza	201208	4457138	688	68339
249	A	3.Bodrum	Mağaza	12029	4457138	688	68340
250	A	3.Bodrum	Mağaza	29198	4457138	688	68341
251	A	3.Bodrum	Mağaza	21819	4457138	688	68342
252	A	3.Bodrum	Mağaza	3919	4457138	688	68343
253	A	3.Bodrum	Mağaza	32086	4457138	688	68344
254	A	3.Bodrum	Mağaza	16328	4457138	688	68345
255	A	3.Bodrum	Mağaza	18411	4457138	688	68346
256	A	3.Bodrum	Mağaza	18431	4457138	688	68347
257	A	3.Bodrum	Mağaza	21929	4457138	688	68348
258	A	3.Bodrum	Mağaza	16144	4457138	688	68349
259	A	3.Bodrum	Mağaza	16604	4457138	688	68350
260	A	3.Bodrum	Mağaza	6620	4457138	688	68351
261	A	3.Bodrum	Mağaza	16022	4457138	689	68352
262	A	3.Bodrum	Mağaza	11656	4457138	689	68353
263	A	3.Bodrum	Mağaza	7314	4457138	689	68354
264	A	3.Bodrum	Mağaza	20730	4457138	689	68355
265	A	3.Bodrum	Mağaza	19664	4457138	689	68356
266	A	3.Bodrum	Mağaza	8377	4457138	689	68357
267	A	3.Bodrum	Mağaza	1105	4457138	689	68358
268	A	3.Bodrum	Mağaza	900	4457138	689	68359
269	A	3.Bodrum	Mağaza	909	4457138	689	68360
270	A	3.Bodrum	Mağaza	909	4457138	689	68361
271	A	3.Bodrum	Mağaza	909	4457138	689	68362
272	A	3.Bodrum	Mağaza	909	4457138	689	68363
273	A	3.Bodrum	Mağaza	909	4457138	689	68364
274	A	2.Bodrum	Mağaza	58556	4457138	689	68365
275	A	2.Bodrum	Otopark	20664	4457138	689	68366
276	A	1.Bodrum	Mağaza	83632	4457138	689	68367
278	A	Zemin	Mağaza	1045	4457138	689	68369
279	A	Zemin	Mağaza	2181	4457138	689	68370

280	A	Zemin	Mağaza	2272	4457138	689	68371
281	A	Zemin	Mağaza	3736	4457138	689	68372
282	A	Zemin	Mağaza	1363	4457138	689	68373
283	A	Zemin	Mağaza	3845	4457138	689	68374
284	A	Zemin	Mağaza	6165	4457138	689	68375
285	A	Zemin	Mağaza	6678	4457138	689	68376
286	A	Zemin	Mağaza	6458	4457138	689	68377
287	A	Zemin	Mağaza	5074	4457138	689	68378
288	A	Zemin	Mağaza	6724	4457138	689	68379
292	A	Zemin	Mağaza	22487	4457138	689	68380
293	A	Zemin	Mağaza	21480	4457138	689	68381
294	A	Zemin	Mağaza	20797	4457138	689	68382
295	A	Zemin	Mağaza	22492	4457138	689	68383
296	A	Zemin	Mağaza	17684	4457138	689	68384
297	A	Zemin	Mağaza	6468	4457138	689	68385
298	A	Zemin + 1	Mağaza	95342	4457138	689	68386
299	A	1	Mağaza	25372	4457138	689	68387
300	A	1.Bodrum	Enerji Dağıtım Merkezi	25	4457138	689	68368

(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

31.12.2013 tarihi itibari ile Esenyurt Tapu Müdürlüğü ve Esenyurt Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu ana gayrimenkulün bağımsız bölümleri 13.09.2011 tarihinde 28627 yevmiye numarası ile kat irtifakı tesisi işleminden tapuya tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde alım-satım işlemine konu olmamışlardır.

5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu bağımsız bölümler üzerindeki takyidatlar aşağıda sunulmuştur.

Beyanlar Hanesi: Yönetim Planı: 13.09.2011/28627

İrtifak Hanesi:

- ✓ A.M. 6187,-m² lik kısımda TEAŞ G.M. lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 29.05.1998, Bitiş Tarihi: 29.05.1998, Süre: -) (29.05.1998/1003 Yev.)
- ✓ A.M. 285 m² lik, 145 m², 315 m² lik kısımlarda TEAŞ G.M. lehine irtifak hakkı. (Başlama Tarihi: 18.10.2000, Bitiş Tarihi: 18.10.2000, Süre: -) (18.10.2000 /8731 Yev.)
- ✓ Diğer İrtifak Hakkı: TEİAŞ Genel Müdürlüğü adına A.M. 4168,82 m² B.M. 2561,02 m² ve C.M. 4602,45 m² irtifak hakkı vardır. (Başlama Tarihi: 26.07.2011, Bitiş Tarihi: 02.07.2110, Süre: 99 Yıl) (27.07.2011/24040 Yev.)

Şerhler Hanesi: 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (TEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL kira şerhi. (Başlama Tarihi: 10.03.2010; Süre: 99 Yıl) (15.03.2010/6543 Yev.)

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, **120.000.000,00 USD** bedelle, %6,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK mühdetli, 14.10.2009 tarih ve 27323 yevmiye ile müşterek* **ipotek**. (*İpotek değerlendirme konusu Torunlar GYO Mülkiyetindeki bütün bağımsız bölümler ve 289 nolu b.b. için müşterektir.)

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Rapor konusu 2618 ada, **18 numaralı parsel**, 15.10.2010 onay tarihli, 1/1000 ölçekli Esenyurt 4. Etap Uygulama İmar Planı'nda "**Ticaret + Hizmet Alanı**" içerisinde kalmakta olup, yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

- **Emsal (E): 2,00**
- Taks:0,40

- Min. Parsel büyüklüğü 1.000,-m²'dir.
- Avan projeye göre uygulama yapılacaktır.

Yapı Ruhsatı:

- ✓ 01.07.2008 tarih ve 2008/12217 ruhsat numaralı Yapı Ruhsatı Mevcuttur. (Tadilat yapı ruhsatı üzerinden okunmuştur.)
- ✓ 20.01.2011 tarih ve 2010/18788 ruhsat numaralı, "Konut, İşyeri, Otopark+Ortak Alanlar ve Trafo Merkezi" için verilmiş 229.260,-m² alanlı Tadilat Yapı Ruhsatı Mevcuttur.

Yapı Kullanma İzin Belgesi:

- ✓ 27.10.2010 tarih ve 2010/19402 numaralı **Kısmi Yapı Kullanma İzin Belgesi** mevcuttur. Belgenin detayı aşağıda sunulmuştur:
 - Bina İçinde **İşyeri 228 adet b.b. için 94.674,-m²,**
 - Ortak Alan için **49.828,-m² olup toplamda 144.502,-m² kapalı alan** için düzenlenmiştir.
- ✓ 2012/8358 numaralı **Tadilat Yapı Kullanma İzin Belgesi (kısmi)** mevcuttur. Belgenin detayı aşağıda sunulmuştur:
 - Apartman Binası 83 adet b.b. için 7.090,-m²,
 - Dükkan 71 adet b.b. için 3.708,-m²,
 - Trafo Merkezi 1 adet b.b. için 55,-m²,
 - Ortak Alan için 73.905,-m² kapalı alan için düzenlenmiştir.

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(EK : 5 : Gayrimenkullere Ait İmar Paftası ve Plan Notları)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

Değerleme konusu anagayrimenkulün, yapı denetimi **Aka 3 Yapı Denetim Ltd. Şti.** tarafından yapılmıştır.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

Bu Standart, örneğin "**TMS 16 Maddi Duran Varlıklar**" Standardında yer alan değerlendirme yöntemi gibi diğer Standartlara uygun olarak değerlendirilmiş tutarlardan (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değerden**) izlenen varlıklara uygulanır. Değerlenmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun değer tespiti için 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 tarafımıza kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmalarının ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.

- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir.**
- **UMS: 36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır.** Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar** dikkate alınmış olup, belirlenen değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" dir. Konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir.** Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle **vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması** önerilmektedir.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

Değerlemeye konu olan gayrimenkuller 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 gayrimenkullere 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 gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

Değerleme çalışmaları, müşteri şirket mülkiyetindeki toplam 296 bağımsız bölüm (toplam 300 BB'dür) için gerçekleştirilmiştir.

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

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

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satımına konu olmuş arsa emsal araştırmaları doğrultusunda parsel değeri belirlenmektedir.
- **Maliyet Yaklaşımı** ile yapının özellikleri ve yıpranma oranları dikkate alınarak **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi yapılan **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı İle Arsa Değerinin Tespiti

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1	Saadetdere Mahallesi'nde E-5 Karayolu'na 205m cepheli, Ticaret + Konut imarlı, Emsali:3 olan 18.472,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	18.472	56.366.730	3.051	27.700.000	1.500
Emsal 2	Saadetdere Mahallesi'nde, konu gayrimenkule ~700 m mesafede, Ekin Caddesi'ne cepheli, Ticari imarlı, Emsali: 1,50 olan, 5.136,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	5.136	13.226.850	2.575	6.500.000	1.266
Emsal 3	Güzelyurt Mahallesi'nde, D-100 Karayolu'na yakın, gayrimenkule ~1,5 km mesafede konumlu, Ticaret + Hizmet imarlı, Emsali:3 olan, 10.500,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	10.500	31.540.950	3.004	15.500.000	1.476

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- Bölgede yer alan Ticari, Ticari + Hizmet, Ticari + Konut imarlı arsaların m² emsal bedeli **2.575,-TL ile 3.050,-TL** arasında değişmekte olduğu,
- Emsal 1'de yer alan gayrimenkulün 1 yıldan uzun süredir satışta olduğu ve Ticaret + Konut imarlı olduğu,
- Emsal 2'de yer alan arsanın Ticari imarlı ve yapılaşma hakkının E:1,50 olduğu,
- Emsal 1 ve 3'de yer alan arsaların, yapılaşma hakkının E:3,0 olduğu,
- Söz konusu bedellerin deklare satış bedeli olduğu, pazarlık payının olabileceği,

tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan, piyasada satılık olan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, "**m² yapılaşma hakkına göre parsel değeri**" hesaplanmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün **E:2,00** olan yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$/m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		E:2,0 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
3.051	1.500	3,0	1.017	500	2.034	1.000
2.575	1.266	1,5	1.717	844	3.434	1.687
3.004	1.476	3,0	1.001	492	2.003	984
Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL					2.490	1.224

Emsal mülklerin m² birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla oluşturulan tablodaki birim değerlerin karşılaştırılması sonucunda;

- ✓ Düzeltilmiş emsal değerlerin 2.003,-TL/m² ile 3.434,-TL/m² arasında değişiklik gösterdiği,
- ✓ **Düzeltilmiş** emsal tablosunda **ortalama m² emsal değerinin 2.490,-TL/m²** olduğu,

tespit edilmiştir.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda;

- ✓ Güncel piyasa koşulları,
- ✓ Gayrimenkulün **konumu**,
- ✓ Yüzölçümü
- ✓ Yapılaşma hakları

dikkate alınarak, değerlendirme konusu ana gayrimenkulün arsasının **m² emsal değerinin 2.600,-TL** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu birim emsal değer esas alınarak hesaplanan toplam ve gayrimenkulün müşteri Şirket payına düşen bağımsız bölümlerin arsa rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI (ARSA DEĞERİ)	
Parsel Yüzölçümü, m ²	44.571,38
m ² Emsal Değeri, TL	2.600
Σ Parsel Değeri, TL	115.885.588
Müşteri Şirket BB Parsel Değeri, TL	110.560.944

(*) Torium AVM içerisinde konumlu Torunlar GYO'ya ait mağazaların sahip olduğu toplam 4252344/4457138 arsa payı üzerinden arsa değeri hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile **Torium AVM+Rezidans**'ın konumlu olduğu 2618 ada, 18 numaralı parselin;

- ✓ Toplam adil piyasa değeri **115.885.588,-TL**
- ✓ **Müşteri hissesine düşen ve değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin** toplam 4252344/4457138 hissesine karşılık gelen **arsa adil piyasa değeri 110.560.944,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı İle Yapı Değerinin Tespiti

Değerleme konusu Torium AVM'nin mahaller itibari ile farklılaşmaya gidilerek, toplam yapı değerleri bulunmuştur.

- **AVM Alanı Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Ticarethane ve İşyerleri için Lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** 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 olduğu varsayılmıştır.
- Gayrimenkulün bugünkü değerine ulaşılırken, yapının yapım yılı ve fiziksel/ fonksiyonel yıpranmaya tabi olduğu dikkate alınmış ve fiili değerlendirme tarihi itibari ile 02.12.1982 tarih ve 17886 sayılı Resmi Gazete yayımlanan "Aşınma Paylarına İlişkin Oranları Gösteren Cetvel"e göre, belirlenen yıpranma bedeli düşülerek gayrimenkulün bugünkü yapı değeri hesaplanmıştır.

Mimari ve Mühendislik Bedeli Oranı	5%
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin % 5'i oranında varsayılmıştır.	
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı	5%
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı, inşaat maliyeti ve Mimari ve Mühendislik Bedelleri toplamının % 5'i oranında varsayılmıştır.	
Diğer Giderler Oranı	5%
Diğer Giderler, toplam maliyetlerin % 5'i oranında varsayılmıştır.	

Yukarıda yapılan açıklamalar ve tespitler ışığında, değerlendirme konusu gayrimenkulün müşteri Şirket payına düşen bağımsız bölümlerin bugünkü yapı değerinin hesaplamasını gösteren tabloda aşağıda sunulmuştur.

Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2)	464.967.109
1) AVM İnşaat Maliyeti	474.843.861
Σ Kapalı Alanı, m² (*)	218.726,09
Birim Maliyet	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	93,77
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	98,46
Diğer Maliyetler	103,38

Giydirilmiş Birim Maliyet	2.170,95
2)Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	9.496.877
Yıpranma Oranı	0,04
3)Yıpranma Tutarı	19.373.630

(*) Toplam kapalı alan yapı ruhsatında 229.260,-m² olarak belirtilmiş olup, Torium AVM'nin Torunlar GYO mülkiyetindeki bağımsız bölümlerine ait arsa payı oranında kapalı alan hesaplanmış ve analiz bu değer üzerinden yapılmıştır.

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı ile Torium AVM'nin **Torunlar GYO'ya ait bağımsız bölümlerinin** bugünkü yapı değeri **464.967.109,-TL** olarak tespit edilmiştir.

6.5.3. Gayrimenkulün 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 Maliyet Yaklaşımı hesaplanan **yapı değeri** tutarı ilave edilmek suretiyle toplam değeri hesaplanmıştır.

Ayrıştırma Yaklaşımı	
(*)Parsel Değeri, TL	110.560.944
(**)Yapı Değeri, TL	464.967.109
Toplam Torium AVM Değeri, TL	575.528.053

(*) Torium AVM içerisinde konumlu Torunlar GYO'ya ait mağazaların sahip olduğu 4252344/4457138 arsa payı üzerinden arsa değeri hesaplanmıştır.

(**) Toplam kapalı alan yapı ruhsatında 229.260,-m² olarak belirtilmiş olup, Torium AVM'nin Torunlar GYO mülkiyetindeki bağımsız bölümlerine ait arsa payı oranında kapalı alan hesaplanmış ve analiz bu değer üzerinden yapılmıştır.

Sonuç olarak, Ayrıştırma Yaklaşımı ile Torium AVM'nin Torunlar GYO'ya ait değerlemeye konu bağımsız bölümlerinin toplam adil piyasa değeri **575.528.053,-TL** olarak tespit edilmiştir.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

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

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

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

İskonto Oranı	9,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%

(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.

Yıl ortası düzeltme faktörü: Proje gelir ve giderlerinin yıl içerisinde normal dağılıacağı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. İskonto oranı bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır. Analizlerde bu oran %3 olarak alınmış olup, aşağıda açıklanacak sebeplerle 2017 yılından itibaren beklenen kira gelirlerine uygulanmıştır.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin değerlendirme konusu gayrimenkulün konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ					
Alışveriş Merkezi	Açılış Tarihi	Kapalı Alan, m ²	Kiralananabilir Alan, m ²	Mağaza Kira Değeri, ABD\$	Yeme-İçme Alanı Kira Değeri, ABD\$
Beylicium	2006	40.000	19.500	20-25	25-35
Carrefour Haramidere	2001	34.735	17.831	30-40	40-50
Migros Beylikdüzü	1997	62.000	33.000	25-35	50-55
Perla Vista	2010	44.000	34.300	25-30	30-35
Deposit Outlet	2008	75.000	60.000	15-20	20-25
Atirus	2005	56.000	19.000	15-25	20-30

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- **Beylicium AVM**, 2006 yılında faaliyete geçmiş olup, 10.050,-m² yüzölçümlü arsa üzerine konulan toplam 40.000,-m² kapalı alanlıdır. Toplam, bir çarşı katı ve zemin katı dâhil olmak üzere 6 kattan oluşan Beylicium AVM içerisinde, 127 mağaza, toplam 288 araçlık 2 katlı kapalı otopark mevcuttur. **Beylicium AVM’de konumlu mağaza alanlarının 20-25,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 25-35,-ABD\$/m² bedelle kiralananmaktadır.**
- **Carrefour Haramidere**, 2001 yılının Ekim ayında açılmıştır. Carrefour Haramidere Alışveriş Merkezi, 92.117,-m² arsa üzerine inşa edilmiş olup, içerisinde 38 mağaza, 8 restoran-cafe ve 2 büyük mağaza bulunmaktadır. 15.483 m² üzerine kurulu CarrefourSA Hipermarket’in yer aldığı Carrefour Haramidere Alışveriş Merkezi’nde; 1.050 m²’lik çocuk alanı da bulunmaktadır. **Carrefour Haramidere Alışveriş Merkezi’de konumlu mağaza alanlarının 25-30,-ABD\$/m² bedel ile Yeme - İçme alanlarının ise, 40-50,-ABD\$/m² bedelle kiralananmaktadır.**
- **Migros Beylikdüzü**; 1997 yılında faaliyete geçmiştir. Toplam 3 kattan oluşan alışveriş merkezinde, 110 mağaza, toplam 1400 araçlık açık, kapalı ücretsiz otopark, 5M Migros hipermarket, cafe, restoran, fast food, tekstil mağazaları, 10 salonlu AFM Sinemaları ve bowling salonu bulunmaktadır. **Migros Beylikdüzü’nde yer alan mağaza alanlarının 25-35,-ABD\$/m² bedel ile Yeme - İçme alanlarının ise, 50-55,-ABD\$/m² bedelle kiralananmaktadır.**
- **Deposit Outlet Merkezi**; 2008 yılında faaliyete geçmiştir. Toplam 5 kattan oluşan Outlet Merkezi içerisinde 160 adet mağaza, 2000 araç kapasiteli kapalı otopark mevcuttur. **Deposit Outlet Merkezi’nde yer alan mağaza alanlarının 15-20,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 20-25,-ABD\$/m² bedelle kiralananmaktadır.**
- **Atirus AVM**, Büyükçekmece E-5 Karayolu üzerinde konumlu olup, 56.000,-m² kapalı alanlıdır. 2005 yılı sonunda faaliyete geçmiştir. Atirus Alışveriş merkezinde 80 mağazanın yanı sıra 64 ofislik bir de iş merkezi yer almaktadır. **Atirus AVM’de konumlu mağaza alanlarının 15 - 25,-ABD\$/m² bedel ile Yeme - İçme alanlarının ise, 20-30,-ABD\$/m² bedelle kiralananmaktadır.**

tespitleri yapılmıştır.

Yukarıda yer alan emsaller ve Müşteri Şirket’ten edinilen 2013 yılı kira bilgileri doğrultusunda 2014 yılı kira öngörülürü,

- Mağaza alanları için metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m² kira bedeli **18,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları (Food Court) için ortalama m² kira bedeli **45,-ABD\$**,
- Depo alanları için ortalama m² kira bedeli **10,-ABD\$**,
- Anchor Alanlarının (sinema, spor ve kiş sporları merkezi) büyük metrajı nedeni ile ortalama m² kira bedelinin **10,-ABD\$**,
- Standları (KİOSKlar) için projede 595,-m² alan belirlenmişken, fiili kiralama bedelinin daha fazla metraj üzerinden ve ortalama m² kira bedeli **50,-ABD\$/ay bedele yakın**

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Verilerin incelenmesiyle, değerlendirme tarihi itibarıyla TL/ABD Doları paritesindeki \$ lehine gelişmelerin, kira bedellerine aynı ölçüde yansımadağı, ancak TL cinsinden gerçekleşmelerin daha önceki öngörülerin üzerinde olduğu görülmektedir.

Konu gayrimenkulün konumlandığı bölgede AVM arzının fazla olması nedeni ile değerlendirme konusu Torium AVM başta olmak üzere birçok AVM’de doluluk oranlarının düştüğü gözlemlenmektedir.

2013 yılı AVM Doluluk Oranının (%84,27) öngörülenin (%87) altında olmasına rağmen toplam gelirlerinin ABD Doları bazında yapılan öngörülerle tutarlı olduğu, ancak 2014 ve izleyen yıllarda ABD Doları cinsinden aynı birim kiralama bedellerinin sağlanamayacağı, aynı şekilde öngörülen doluluk oranlarının da azalacağı öngörülmüştür.

Mevcut durum ve bölgede yer alan AVM’lerin doluluk oranları ile dolardaki ani kur yükselişi sebebiyle Firma yetkililerince gerçekleştirilen birim kira bedellerindeki indirim de göz önünde bulundurularak;

✓ Mağaza alanları için, 2013 yılı %75 (gerçekleşmiş), 2014 yılı ve devam eden yıllarda ise %80,
✓ Depo alanları için, 2013 yılı %52 (gerçekleşmiş), 2014 yılı ve devam eden yıllarda ise %55 doluluk öngörülmüştür.

- ✓ AVM içerisinde yer alan yeme – içme alanları ve Anchor alanının %100 doluluğa sahip olduğu tespit edilmiştir.
- ✓ ATM’ler ve baz istasyonları için herhangi bir doluluk öngörülmemiş olup, mevcut durum dikkate alınmıştır.
- ✓ Standlar (KİOSK) için ise, Standların (KİOSK’ların) çalışma şekillerine bağlı olarak günlük, haftalık, aylık kiralamalara konu olduğu, bu fonksiyon için belirlenmiş sabit alanlar bulunmadığı bu nedenle doluluk oranlarına ilişkin öngörüler yapılamadığından, geçmiş yıl gerçekleşmeleri ve Şirket öngörülerini dikkate alınarak beklentiler oluşturulmuştur.
- ✓ Geçmiş dönemlere ilişkin gerçekleşmeler müşteriden temin edilmiştir.

Müşteriden temin edilen bilgiye ve ek protokollere² göre; Torium AVM içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin büyük çoğunluğunda, **“Kira Destekleme Programı”** adı altında dolar kurunda meydana gelen ani yükselişten kiracıların zarar görmesini engellemek adına,

- ✓ Bazı bağımsız bölümlerin sabit kira bedellerinde ve ciro kira bedellerinde indirim,
- ✓ Bazı bağımsız bölümlerin sabit kira bedellerinde ve ciro kira bedellerinde ciro üzerinden belli oranları geçmeyeceğine dair sabitlemelere,
- ✓ Bazı bağımsız bölümlerin kapalı alanlarının bir kısmından kira alınmayarak, diğer kısmından da kira indirimlerine,

gidildiği gözlenmiştir. Her bağımsız bölüm için ayrı bir indirim yöntemi, indirim oranı belirlenmiş olması ve bu indirimlerin iade faturaları ile sonradan kiracıya geri veriliyor olması nedenleri ile yıllık net kira bedelleri uzun vadede belirlenebilecektir. Ancak Müşteri Şirket’ten alınan bilgiye göre 2013 yılı için toplam ABD doları cinsinden belirlenen yıllık kira bedeli üzerinden ortalama %25 indirim yapılmıştır. Takip eden yıllarda bu ek protokoller yenilenerek toplam yıllık kira bedelindeki indirim oranları aşağı çekilecektir.

Müşteri’den alınan bilgilere göre, 2014 yılında toplam yıllık kira bedeli üzerinden %20, 2015 yılında toplam yıllık kira bedeli üzerinden %10 indirim yapılarak “Kira Destekleme Programı” sona erdirilecektir.

Aşağıdaki İNA analizinde 2014 ve 2015 yılları toplam yıllık kira bedelleri üzerinden sırasıyla %20 ve %10 kira indirimi uygulanarak İNA Analizine dahil edilmiştir.

Kira bedelleri 2017 yılından itibaren %3 oranında arttırılmış olup, bu varsayımlar doğrultusunda hazırlanmış olan İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

² Ticari sır niteliği taşıması sebebiyle Rapor ekinde verilmemiştir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$					
	2014	2015	2016	2017	D.E.D.
Proje Kira Gelirleri	16.680.131	18.765.148	21.475.669	22.119.939	22.783.538
Mağaza Kira Geliri, ABD\$	10.415.423	11.717.351	13.409.857	13.812.153	14.226.518
Yeme İçme Alanı Kira Geliri	2.338.848	2.631.204	3.011.267	3.101.605	3.194.653
Depo Kira Geliri	125.627	141.330	161.744	166.596	171.594
Anchor Alanı Kira Geliri	1.385.568	1.558.764	1.783.919	1.837.436	1.892.559
Stand Kira Geliri	537.462	604.645	691.983	712.742	734.124
ATM Kira Geliri	75.501	84.939	97.208	100.124	103.128
Baz İstasyonları Kira Geliri	521.808	587.034	671.828	691.983	712.742
Ciro Kira Geliri	1.279.894	1.439.881	1.647.864	1.697.300	1.748.219
Proje Net Nakit Akımı	16.680.131	18.765.148	21.475.669	22.119.939	337.533.889
İskonto Oranı	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975
İskonto Faktörü	1,0975	1,205	1,322	1,451	1,592
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63
Nakit Akımlarının NBD	15.198.297	15.579.120	16.245.501	15.246.348	211.979.927
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$					274.249.194
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,0476
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$					287.307.938
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL					584.642.922

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi çerçevesinde, **Torium AVM** olarak bilinen ana gayrimenkuldeki **Torunlar GYO'ya ait bağımsız bölümlerinin** (müşteri Şirkete ait olmayan 3 bağımsız bölüme ilişkin gelirler dikkate alınmamıştır) değeri **584.642.922,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **287.307.938,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti

6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:

Rapor'un **6.7'nci** bölümünde gerçekleştirilen İNA analizinde detayları verildiği üzere, yapılan emsal araştırmaları sonucunda, Müşteri Şirket'ten edinilen bilgiler doğrultusunda,

- Mağaza alanları için metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m² kira bedeli **18,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları (Food Court) için ortalama m² kira bedeli **45,-ABD\$**,
- Depo alanları için ortalama m² kira bedeli **10,-ABD\$**,
- Anchor Alanlarının (sinema, spor ve kış sporları merkezi) büyük metraji nedeni ile ortalama m² kira bedelinin **10,-ABD\$**,
- Standlar (KİOSKlar) için ortalama m² kira bedeli **50,-ABD\$**,

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

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

Yukarıda yer alan çıkılmalar doğrultusunda değerlendirme konusu Torium AVM içerisinde konumlu Müşteri Mülkiyetindeki bağımsız bölümlerin %100 doluluk halindeki yıllık kira geliri aşağıda sunulmuştur.

	Kiralanabilir Alan,m ²	M ² Kira Bedeli, ABD\$	Yıllık Kira Geliri, ABD\$	Yıllık Kira Geliri, TL
Mağaza Alanı	81.326,77	18	17.566.582	35.746.238
Yeme İçme Alanı	3.826,19	45	2.066.143	4.204.394
Depo Alanı	2.379,29	10	285.515	580.994
Sinema	3.939,35	10	472.722	961.942
Spor Merkezi- Kış Sporları Alanı	6.589,84	10	790.781	1.609.160
KİOSK - Stand	595,00	50	357.000	726.459
ATM			94.377	192.047
Baz İstasyonları			35.225	71.679
Σ Yıllık Kira Geliri	98.656,44		21.668.344	44.092.913

Sonuç olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde**, değerlendirme konusu Torium AVM içerisinde konumlu Müşteri Mülkiyetindeki bağımsız bölümlerin **%100 doluluk halindeki** yıllık beklenen toplam kira geliri **44.092.913,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **21.668.344,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

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

Bu yöntemle kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen **575.528.053,-TL (değerleme tarihi itibariyle 282.828.666,-ABD\$) tutarındaki değer esas alınmış olup**, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiştir.

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

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

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mülklerin geri dönüş süresi ~**14.81** yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu sebeple gayrimenkulün Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile hesaplanan **282.828.666,-ABD\$ (değerleme tarihi itibariyle 575.528.053,-TL)** değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD \$	282.828.666
İskonto Oranı	0,0975
Büyüme Oranı	0,03
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	19.090.935
Yıllık Kira Bedeli, TL	38.848.144
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	1.590.911
Aylık Kira Bedeli, TL	3.237.345

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

- ✓ **Yıllık toplam 38.848.144,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **19.090.935,-ABD\$**)
- ✓ **Aylık toplam 3.237.345,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **1.590.911,-ABD\$**)

olarak belirlenmiştir.

6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkullerin toplam Kira Bedeli Tespiti için Emsal Karşılaştırma ve Değerden Türetme Yöntemleri kullanılmış olup, özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (TOPLAM YILLIK RAYİÇ KİRA BEDELİ)		
KULLANILAN YÖNTEM	TL	ABD \$
Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı	44.092.913	21.668.344
Değerden Türetme (Ayrıştırma Yöntemi)	38.848.144	19.090.935

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

- ✓ Farklı yöntemler sonucu belirlenen toplam kira bedellerinin birbiri ile aykırılık teşkil etmediği,
- ✓ Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan toplam yıllık kira bedelinin benzer niteliklere sahip AVM'lerden elde edildiği ve sapmalar içerebileceği, bu nedenle,
- ✓ Gayrimenkulün %100 doluluk halinde, rayiç yıllık toplam kira bedeli olarak, **Değerden Türetme Yaklaşımıyla** (Ayrıştırma Yöntemi) hesaplanan **38.848.144,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **19.090.935,-ABD\$**)'nın **esas alınmasının** uygun olacağı,
- ✓ Bu yıllık toplam adil (rayiç) kira bedelinin, kiralanan alan üzerinden **16,12 ABD\$/m²/ay** birim kiralama bedelini ifade ettiği,

kanaatine varılmıştır.

6.7.4. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırması

Rapor'un farklı bölümlerinde açıklandığı üzere, değerlendirme konusu Torium AVM içerisinde konumlu, Müşteri mülkiyetindeki bağımsız bölümlerin toplam kiralanan alanı 98.656,44 m²'dir. Müşteri Şirketten edinilen bilgiler doğrultusunda ise konu gayrimenkullerin %84,27 doluluk oranına (83.133,10m²) sahip olduğu öğrenilmiştir.

Şirket'in son durum itibarıyla sabit kira ve ciro kira bedeli dahil, aylık brüt kira gelirleri, kiralanan alan metrajı, aylık ve yıllık kira bedelleri aşağıda verilmiştir.

84,27%	AYLIK KİRA TUTARI, ABD\$	YILLIK KİRA TUTARI, ABD\$	BİRİM FİYAT, ABD\$	AYLIK KİRA TUTARI (Ciro Dahil) ABD\$	YILLIK KİRA TUTARI(Ciro Dahil), ABD\$	BİRİM FİYAT ABD\$
83.133,10	\$1.632.906	\$19.594.874	\$19,64	1.766.229	21.194.742	21,25

Şirket'in yapmış olduğu **mevcut kiralamaların, sabit kira bedeli üzerinden ortalama 19,64 ABD \$/Ay bedelle, ciro dahil kira bedeli üzerinden ise ortalama 21,25 ABD \$/Ay bedelle** yapılmakta olduğu anlaşılmaktadır.

Değerleme konusu gayrimenkullerin değerden türetme yaklaşımı sonucu belirlenen m² kira bedeli **16,12 ABD\$** olup, bu m² emsal kira bedeli, müşteri şirketin mevcut kiralamaları dikkate alınarak hesaplanan **ortalama kira bedeli/ay/m²** (ciro payları dahil) bedelinin altındadır.

Anılan tutarlar, ortalama olarak belirlenmiş olup, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi dışında bir yöntemle bulunan gayrimenkul değerinin, mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret etmektedir. Değerden türetme yaklaşımıyla bulunan m² kira bedelinin, mevcut kira bedellerinin altında olması, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına gelmekte olup, İNA analiziyle bulunan gayrimenkul değerinin daha yüksek bulunmasını da açıklamaktadır.

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

6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

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

6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, değerlendirme konusu bağımsız bölümler üzerinde yer alan takiyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Beyanlar Hanesi: Yönetim Planı: 13.09.2011/28627

İrtifak Hanesi:

- ✓ A.M. 6187,-m² lik kısımda TEAŞ G.M. lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 29.05.1998, Bitiş Tarihi: 29.05.1998, Süre: -) (29.05.1998/1003 Yev.)
- ✓ A.M. 285 m² lik, 145 m², 315 m² lik kısımlarda TEAŞ G.M. lehine irtifak hakkı. (Başlama Tarihi: 18.10.2000, Bitiş Tarihi: 18.10.2000, Süre: -) (18.10.2000 /8731 Yev.)
- ✓ Diğer İrtifak Hakkı: TEİAŞ Genel Müdürlüğü adına A.M. 4168,82 m² B.M. 2561,02 m² ve C.M. 4602,45 m² irtifak hakkı vardır. (Başlama Tarihi: 26.07.2011, Bitiş Tarihi: 02.07.2110, Süre: 99 Yıl) (27.07.2011/24040 Yev.)

Şerhler Hanesi: 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (TEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL kira şerhi. (Başlama Tarihi: 10.03.2010; Süre: 99 Yıl) (15.03.2010/6543 Yev.)

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, **120.000.000,00 USD bedelle**, %6,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK mühdetli, 14.10.2009 tarih ve 27323 yevmiye ile müşterek* **ipotek**. (*İpotek değerlendirme konusu Torunlar GYO Mülkiyetindeki bütün bağımsız bölümler ve 289 nolu b.b. için müşterektir.)

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 Değeri 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.

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

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

Değerleme çalışmaları, müşteri şirket mülkiyetindeki toplam 296 bağımsız bölüm için gerçekleştirilmiştir.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle **Müşteri mülkiyetinde bulunan** değerlendirme konu gayrimenkuller için elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

1) Gayrimenkullerin Değeri Özet Sunum

ÖZET TABLO		
	TL	ABD \$
Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	575.528.053	282.828.666
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	584.642.922	287.307.938

Sonuç olarak;

- **İki farklı yöntemle bulunan değer yüksek oranda örtüştüğü,**
- Ayrıştırma Yaklaşımı ile bulunan değer geliştirici karını ve projenin marka değerini içermemesi nedeni ile beklenildiği üzere İNA yaklaşımıyla bulunan değerden daha düşük olarak bulunduğu, değerler arasındaki farkın beklenen geliştirici karını temsil etmediği, bu hususun büyük ölçüde arzu edilen doluluk oranlarının sağlanamamasından kaynaklandığı,
- Anagayrimenkulün mevcut durum itibarıyla gelir yaratıyor olması ve bu hususun istikrar arz etmesi sebebiyle, gelir yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemlerinin “gayrimenkul değerini” daha doğru temsil edeceği,
- Bu sebeple, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan **584.642.922,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **287.307.938,-ABD \$**) tutarındaki toplam değer **müşteri mülkiyetindeki değerlendirme konusu gayrimenkullerin rayiç (adil) piyasa değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

2) Gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedeli Özet Sunum

Değerleme konusu gayrimenkullerin adil /rayiç) kira bedelinin belirlenmesine yönelik çalışmada, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** ve mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli

ilişkisinden yola çıkılarak (**değerden türetme**) **rayiç kira bedeli türetilmiş** olup, değerlendirme konusu taşınmazların toplamı için ulaşılan sonuçlar aşağıda yer almaktadır:

ÖZET TABLO (%100 Doluluk halinde YILLIK RAYİÇ KİRA BEDELİ)		
KULLANILAN YÖNTEM	TL	ABD \$
Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı	44.092.913	21.668.344
Değerden Türetme (Ayrıştırma Yöntemi)	38.848.144	19.090.935

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

- ✓ Farklı yöntemler sonucu belirlenen toplam kira bedellerinin birbiri ile aykırılık teşkil etmediği,
- ✓ Anagayrimenkulün %100 doluluğu halinde rayiç yıllık kira bedeli olarak, değerlendirme konusu gayrimenkullerin toplamı için Değerden Türetme Yaklaşımıyla (Ayrıştırma Yöntemi) hesaplanan **38.848.144,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 19.090.935,-ABD\$)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- ✓ **Anılan tutarların, ortalama olarak belirlendiği ve mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında, gayrimenkullerin yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret ettiği,**
- ✓ **Hesaplanan tutarın, mevcut kira bedellerinin altında olmasının, AVM'nin ortalama olarak emsallerine benzer ancak görece daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına geldiği,**

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 Gereklilerin 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. anagayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin mevzuat gereğince izin ve belgeleri eksiksizdir.

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

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

- ✓ **Değerleme konusu bağımsız bölümlerin mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,**
- ✓ Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, "**İpotek, rehin ve sınırlı aynı 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 aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufta bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.**" hükmü gereği,
 - **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 120.000.000,-USD tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:6) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerleme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteğe 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 değerleme çalışması kapsamında olmadığı düşünöldüğünden tarafımızca bir çalışma gerçekleştirilmemiş olduğunun dikkate alınmasında fayda görölmektedir.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Esenyurt İlçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, 18 numaralı parselde kayıtlı "**Torium AVM**"nin Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

I. Rapor'un 7.4'üncü ve ilgili diğer bölümlerinde açıklandığı üzere değerlendirme konusu gayrimenkulün GYO portföyüne alınmasında herhangi bir sakınca olmadığı,

II. Fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre, Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan ve tapu bilgileri ekli tabloda verilmiş bağımsız bölümlerin;

- Toplam **adil piyasa değerinin**,
 - KDV Hariç **584.642.922,00TL**
 - KDV Dahil **689.878.647,96TL**
- Tam doluluk halinde toplam **Yıllık Rayiç Kira Bedelinin**;
 - KDV Hariç **38.848.144,00TL**
 - KDV Dahil **45.840.809,92TL**

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.