



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – BAŞAKŞEHİR İLÇESİ
858 ADA – 1 ve 4 NUMARALI PARSEL

“Mall Of İstanbul”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

11.03.2013

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	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri.....	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı.....	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar.....	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:.....	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	8
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.....	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER.....	13
4.1. Global Görünüm.....	13
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü.....	14
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü.....	15
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler	16
4.6. Sektörel Görünüm.....	16
4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü.....	16
4.6.2. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	17
4.6.3. Türkiye Konut Sektörü	19
4.6.4. İstanbul Ofis Piyasası	22
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,.....	24
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	25
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler.....	25
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	25
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	25
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,	26
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	26
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	27
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	27
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	27
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:.....	28
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler	29
5.3.1. Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi,.....	29
5.3.2. 14.12.2010 tarihli Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesine Ek Sözleşme,	30
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	31
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:.....	31
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,.....	33
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	33
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	33
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı).....	33
6.5.1. Arsa Değerlerinin Tespiti	34
6.5.2. Yapı Değerlerinin Tespiti.....	35
6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerlerinin Tespiti	37
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi.....	38
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	41
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	41
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,.....	42
6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	42
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	43
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	43
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	44
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	44
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	44
8. SONUÇ.....	45
8.1. Nihai Değer Takdiri	45
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 İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

13.12.2012 - TRGYO/2012

1.2. Değerleme Tarihi

Değerleme çalışmalarına sözleşme tarihi itibarıyla başlanılmış ve değerlendirme çalışmalarının raporlanmasına esas teşkil edecek olan dokümanlar **11.03.2013** tarihine kadar hazır hale getirilmiştir.

Değerleme çalışmaları bahsedilen tarih aralığında gerçekleştirilmiş olup, değer tespitine esas alınan veriler ve değerlendirme tarihi **21.12.2012**'dir. Anılan tarih ile hesaplanan değerlerin yansıtılacağı mali tablo tarihi (31.12.2012) arasında piyasa koşullarında gayrimenkul değerlerini etkileyecek önemli değişiklikler olmadığından, adil (rayiç) piyasa değerleri 31.12.2012 tarihli değerleri de temsil etmektedir.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

11.03.2013 / SvP_12_TRGYO_08

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine Müşteri mülkiyetinde yer alan tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ **1 parsel** numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ **4 parsel** numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul üzerinde konumlandırılan "Mall Of İstanbul" projesinin

yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

Değerleme Uzmanı : Yasemin **KARAKAYA** – G. Değerleme Uzmanı - Y.Mimar
S.P.K. Lisans No.: 400873

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından Rapor'da detaylı bilgileri verilen, gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almalarında 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

İş bu Rapor, Standart tarafından, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ve GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur.

Müşteri tarafından Standart'a sunulan belgeler esas alınarak ilgili makamlar nezdinde **Rapor'un 5.2 bölümünde belirtilen tarih itibarıyla** 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 değerlemesi 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	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982 TL esas alınmıştır.
€/TL	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,3755 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	21.12.2012 tarihinde, 25.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 4,50 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

- Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
- Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre 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 kullanımı **Pazar Değeri’nin** tahmin edilmesi olduğunda, bu tanımın mülkün değerlemesine uygulanmasıyla ilişkili genel kriterleri de açıklamaktadır.

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

- **Pazar değerinin** veya bir tanımlanmış **pazar değeri dışı değer**in takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, Değerleme uzmanının bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. **Değerleme yaklaşımı** terimi yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar **Değerleme Yöntemleri** olarak tanınırlar.
- **Piyasaya dayalı değerlemeler**, normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanırlar. 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 tahmini yapar. Genel olarak değerlendirilen bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirilen 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 değerlendirilen 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" dır.

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında esas, yeni bir mülk veya konu mülkle aynı yararı olan ikame bir mülk geliştirme maliyetini belirlemektir. Maliyet yaklaşımında geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yaklaşımının piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve değerlemesi yapılan mülkü en yüksek değerine ulaştırarak, 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 mülkün, 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"nın 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

değerleme 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 ilişkilendirilmenin oldukça zor olabileceği bir dizi varsayıma tabidir. Değerleme Uzmanının eksiksiz bir şekilde açıklaması gereken bu tür destekleyici varsayımların geliştirilmesi sırasında dikkat gösterilmelidir. Doğrudan arazi karşılaştırmalarının mevcut olmadığı ortamlarda ihtiyatlı olmak kaydı ile aşağıdaki yöntemler de uygulanabilir.

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

Dünya ekonomisinde yılbaşından bu yana devam eden yavaşlama yılın üçüncü çeyrek döneminde de sürmektedir. ABD ekonomisinde yüzde 2,3 büyüme yaşanırken, Euro bölgesinde küçülme, Japonya'da ise çok zayıf büyüme görülmektedir. Çin'in büyüme hızındaki gerileme de sürmektedir.

Dünya Ekonomisi Büyüme (Geçen Yılın Aynı Çeyrek Dönemine Göre)				
DÖNEMLER	ABD%	EURO BÖLGESİ %	ÇİN %	JAPONYA %
2010 Q4	2,4	2,2	10,3	3,4
2011 Q1	1,8	2,4	9,7	0,0
2011 Q2	1,9	1,6	9,6	-1,7
2011 Q3	1,6	1,3	9,4	-0,6
2011 Q4	2,0	0,6	9,2	-0,6
2012 Q1	2,4	0,0	8,1	2,7
2012 Q2	2,1	-0,4	7,8	3,4
2012 Q3	2,3	-0,6	7,7	0,2

KAYNAK: OECD

Ekonomik gelişmeleri yansıtan OECD öncü göstergeleri son beş çeyrek dönemdir OECD bölgesinde durgunluğu işaret eden 100 seviyesine çok yakın gerçekleşmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde öncü göstergeler 100.2 puan ile yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Öncü göstergelerdeki durağanlık küresel ekonomik yavaşlamayı teyit etmektedir.

Dünya Ekonomisi Öncü Göstergeleri				
DÖNEMLER	OECD BİLEŞİK ÖNCÜ GÖSTERGE ENDEKSİ	BALTİK CAPSİZE TAŞIMACILIK ENDEKSİ	IMF METAL FİYAT ENDEKSİ	OECD BÖLGESİ İŞSİZLİK % TOTAL
2010 Q4	102,8	2.346	233,58	8,4
2011 Q1	103,0	1.768	244,21	8,2
2011 Q2	101,9	2.036	235,71	8,0
2011 Q3	100,1	3.136	224,10	8,0
2011 Q4	100,2	3.287	192,11	8,0
2012 Q1	100,4	1.412	206,92	7,9
2012 Q2	100,3	1.190	185,69	7,9
2012 Q3	100,2	1.621	179,92	8,0

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Küresel ölçekte üçüncü çeyrekte toparlanma gösteren mali varlık değerleri ile emtia fiyatları 2012 yılının son çeyrek döneminde yeniden gevşeme eğilimine girmiştir. Hisse senedi piyasası performansları zayıflarken petrol ve altın fiyatları da dahil emtia fiyatlarında gerileme görülmektedir. Euro-Dolar paritesi ise yön arayışını sürdürmektedir.

Dünya Ekonomisi Mali Göstergeleri					
DÖNEMLER	DON JONES ENDEKSİ	PETROL VARİL DOLAR	ALTIN ONS DOLAR	ABD MERKEZ BANKASI FAİZİ%	EURO DOLAR PARİTESİ
2010 Q4	11.577	91,4	1.422	0,25	1,3378
2011 Q1	12.319	106,7	1.430	0,25	1,4163
2011 Q2	12.414	95,7	1.506	0,25	1,4490
2011 Q3	10.913	79,2	1.620	0,25	1,3384
2011 Q4	12.217	98,8	1.566	0,25	1,2958
2012 Q1	13.212	103,0	1.662	0,25	1,3338
2012 Q2	12.880	88,0	1.604	0,25	1,2660
2012 Q3	13.437	92,2	1.773	0,25	1,2822
2012 Q4 ⁽¹⁾	13.025	88,7	1.721	0,25	1,2984

KAYNAK: MENKUL KIYMET, EMTİA VE VADELİ İŞLEM BORSALARI, FED

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

İş dünyasının beklentilerini yansıtan imalat sanayi beklenti endeksleri her üç ana bölgede de oldukça zayıf seyretmektedir. ABD ve AB'de beklenti endeksleri 50 puanın altına gerileyerek bozulmaya dönmüştür. Çin'de ise yeniden 50 seviyesinin çok az üzerine çıkmıştır. Tüketici güveninde ise ABD ve Çin'de toparlanma görülmektedir.

Dünya Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksleri						
DÖNEMLER	İMALAT SANAYİ BEKLENTİ ENDEKSLERİ			TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSLERİ		
	ABD	AB	ÇİN	ABD	AB	ÇİN
2010 Q4	58,5	55,5	53,9	74,5	-12,1	100,4
2011 Q1	59,7	57,5	53,4	67,5	-13,0	107,6
2011 Q2	55,8	52,0	50,9	71,5	-11,2	108,1
2011 Q3	52,5	48,5	51,2	59,5	-19,3	103,4
2011 Q4	53,1	46,9	50,3	69,9	-22,1	100,5
2012 Q1	53,4	47,7	53,1	76,2	-19,3	100,0
2012 Q2	49,7	45,1	50,2	73,2	-19,7	99,3
2012 Q3	51,5	45,4	49,8	78,3	-24,0	100,8
2012 Q4 ⁽¹⁾	49,5 ⁽²⁾	46,2 ⁽²⁾	50,6 ⁽²⁾	82,7 ⁽²⁾	-23,8 ⁽²⁾	106,1 ⁽¹⁾

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim, (2) Kasım

4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

ABD inşaat harcamalarında 2012 yılı başından itibaren başlayan toparlanma yılın üçüncü ve son çeyrek döneminde de sürmektedir. Konut inşaat harcamalarında toparlanma daha kuvvetli hissedilmektedir. Konut dışı bina harcamalarında ise daha sınırlı bir toparlanma yaşanmaktadır.

ABD İnşaat Sektörü Harcamaları		
DÖNEMLER	KONUT İNŞAATI HARCAMALARI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI HARCAMALARI
2010 Q4	238,4	239,0
2011 Q1	235,8	242,8
2011 Q2	252,3	258,7
2011 Q3	241,7	261,3
2011 Q4	253,7	263,4
2012 Q1	256,2	270,8
2012 Q2	277,7	274,9
2012 Q3	292,1	273,4
2012 Q4 ⁽¹⁾	300,8	275,8

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

ABD'de konut sektöründe toparlanma sürmektedir. Yeni ev satışları ile mevcut ev satışlarında kademeli bir artış yaşanmaktadır. Ekim ayı itibarıyla yıllık mevcut ev satışları 4.79 milyon ile son dönemlerin en yükseğine ulaşmıştır. Konut fiyatlarında da kademeli artış sürmektedir. 2012 yılının üçüncü çeyrek dönemi sonunda konut fiyatları son üç yılın zirvesine çıkmıştır.

ABD Konut Sektörü				
DÖNEMLER	YENİ EV SATIŞLARI AYLIK BİN	MEVCUT EV SATIŞLARI AYLIK BİN	KONUT FİYATLARI ENDEKSİ	
			CASE SHILLER 20	CASE SHILLER 10
2010 Q4	326	4.450	142,4	156,0
2011 Q1	301	4.260	137,6	150,9
2011 Q2	304	4.180	141,5	154,9
2011 Q3	306	4.280	142,0	155,6
2011 Q4	339	4.380	136,6	149,6
2012 Q1	352	4.470	134,1	1146,5
2012 Q2	360	4.370	142,3	155,0
2012 Q3	369	4.690	146,2	158,9
2012 Q4 ⁽¹⁾	368	4.790		

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, US STANDART AND POORS CASE SHILLER HOUSE PRICE INDICES

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

Avrupa Birliği'nde inşaat faaliyetlerinde bu yıl yeniden başlayan gerileme sürmektedir. 2011 yılının son 6 aylık döneminde büyümeye geçen inşaat faaliyetleri 2012 yılında yeniden gerilemeye dönmüş ve yılın üçüncü çeyrek döneminde küçülme yüzde 4.8 olmuştur. Küçülme hem konut hem de konut dışı bina inşaatlarında görülmektedir.

Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri (BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE)			
DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2010 Q4	-9,3	-8,2	-14,4
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	-6,6	-6,4	-9,3
2012 Q2	-5,7	-5,5	-7,6
2012 Q3	-4,8	-4,6	-6,4

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

Küresel ekonomideki yavaşlama ticari gayrimenkul piyasasını olumsuz etkilemeye devam etmektedir. ABD'de görülen göreceli toparlanmanın dışında yavaşlayan iş aktiviteleri nedeniyle ticari gayrimenkul sektöründe arz ve talep tarafında durağanlık ortaya çıkmaktadır. Avrupa Birliği ve Euro bölgesinde yaşanan resesyon ticari gayrimenkul faaliyetlerini sınırlandırmaktadır. Çin'de inşaat sektörüne yönelik sınırlamalar konut ile birlikte ticari gayrimenkulleri de olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Getirilerdeki durağanlık kredi ve yatırım faaliyetlerini halen sınırlamaktadır.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri 2000 = 100				
DÖNEMLER	OFİS BİNALARI	SANAYİ LOJİSTİK BİNALARI	PERAKENDE BİNALARI	APARTMANLAR
2010 Q4	123	121	122	128
2011 Q1	126	119	123	135
2011 Q2	128	121	126	142
2011 Q3	132	123	131	148
2011 Q4	135	123	133	156
2012 Q1	139	131	137	159
2012 Q2	142	130	139	159
2012 Q3	144	131	138	163

KAYNAK: MOODYS REAL COMMERCIAL PROPERTY PRICE INDICES
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

ABD ticari gayrimenkul fiyatlarında yılbaşından bu yana görülen artış üçüncü çeyrek dönemde de perakende binaları hariç devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde ofis binaları, sanayi lojistik binaları ve apartman fiyatlarında artış gerçekleşmiştir. Yılbaşından bu yana en yüksek fiyat artışları ofis binalarında görülmektedir.

4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

Türkiye ekonomisi 2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde yüzde 1.6 büyümüştür. Büyümede yavaşlama sürmektedir. Büyümedeki yavaşlama hemen tüm sektörler yaygınlaşmıştır. Üçüncü çeyrekte ticaret faaliyetleri küçülürken, imalat sanayi sadece 1.3 ve mali hizmetler yüzde 0.9 büyümüştür. İlk dokuz aylık genel büyüme yüzde 2.6 olmuştur.

Türkiye Ekonomisi İktisadi Faaliyetlerde Büyüme					
DÖNEMLER	GSMH	İMALAT SANAYİ	TİCARET	ULAŞTIRMA İLETİŞİM	MALİ HİZMETLER
2010 Q4	9,3	11,3	13,4	13,8	9,7
2011 Q1	12,1	15,1	18,0	12,7	10,0
2011 Q2	9,1	9,3	13,7	12,1	9,2
2011 Q3	8,4	9,5	10,6	11,4	12,9
2011 Q4	5,0	5,3	3,2	6,6	6,8
2012 Q1	3,4	3,2	0,6	5,2	4,5
2012 Q2	3,0	3,8	0,7	4,5	3,6
2012 Q3	1,6	1,3	-1,2	2,3	0,9

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012 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 55.8 milyar dolara, tüketici enflasyonu ise Kasım sonunda yüzde 6.37'lere gerilemiştir. Türk Lirasında da göreceli bir istikrar sağlandığı görülmektedir.

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARI AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q4	6,40	48,6	39,6	11,4	1,55	6,50
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	71,8	19,7	9,9	1,78	5,75
2012 Q2	8,87	63,2	17,4	8,0	1,81	5,75
2012 Q3	9,19	55,8	32,4	8,8	1,79	5,75
2012 Q4	6,16		15,5	13,3	1,78	5,75

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, TC. MERKEZ BANKASI, MALİYE BAKANLIĞI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Ekonomideki genel yavaşlamaya bağlı olarak reel kesim beklentileri ile tüketici güveninde gerileme yaşanmaktadır. Reel kesim beklenti endeksi Kasım ayındaki 101 puan ile yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Tüketici güveninde de gerileme son üççeyrek dönemdir sürmektedir. Tüketici güveni de son iki yılın en düşük seviyesine inmiştir.

Türkiye Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksi		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ
2010 Q4	106,4	90,99
2011 Q1	114,8	93,43
2011 Q2	114,6	96,42
2011 Q3	112,4	93,70
2011 Q4	97,2	92,00
2012 Q1	112,9	93,90
2012 Q2	108,1	91,80
2012 Q3	103,1	88,80
2012 Q4	97,9	89,00

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir ülke seviyesine çıkarılması ile birlikte yabancıların portföy yatırımlarında önemli bir genişleme yaşanmaktadır. 2012 Kasım ayı sonu itibariyle yabancıların portföy yatırımları 143.5 milyar dolara ulaşmıştır. İMKB pazar değeri 284 milyar dolara, MB döviz rezervleri de 100.2 milyar dolara yükselmiştir.

Finansal Göstergeler					
DÖNEMLER	BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ MİLYAR TL	İMKB PAZAR DEĞERİ MİLYAR DOLAR	DIŞ BORÇ STOKU MİLYAR DOLAR	MB DÖVİZ REZERVİ MİLYAR DOLAR	YABANCILARIN PORTFÖY YATIRIMLARI MİLYAR DOLAR
2010 Q4	1.006.7	295.8	290.0	80.7	112.5
2011 Q1	1.046.4	293.5	302.5	86.2	116.5
2011 Q2	1.146.0	290.2	314.7	92.7	114.7
2011 Q3	1.213.7	232.2	314.0	87.5	99.4
2011 Q4	1.217.7	191.4	306.6	78.3	95.0
2012 Q1	1.229.0	260.1	318.6	80.2	115.4
2012 Q2	1.255.6	252.1	323.4	83.1	120.0
2012 Q3	1.271.0	268.7	-	94.8	128.1
2012 Q4	1.329.0 ⁽²⁾	284.0 ⁽¹⁾	-	100.2 ⁽¹⁾	143.5 ⁽¹⁾

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, HAZİNE MÜŞTƏŞARLIĞI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU, İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1)Ekim, (2) 2 Kasım

4.6. Sektörel Görünüm

4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü

İnşaat sektörü 2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde yüzde 0.4 büyümüştür. Yılın ikinci ve üçüncü çeyrek döneminde inşaat sektöründe büyüme durağanlaşmıştır. İlk 9 aylık büyüme yüzde 1.0 olmuştur. Gayrimenkul kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise üçüncü çeyrekte yüzde 5.4 büyüme göstermiştir.

İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü ile GSMH Büyüme			
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GAYRİMENKUL-KİRALAMA VE İŞ FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GSMH BÜYÜME %
2010 Q4	18.7	4.5	9.4
2011 Q1	15.5	10.4	12.1

2011 Q2	13.1	7.2	9.1
2011 Q3	10.3	10.2	8.4
2011 Q4	7.0	9.2	5.0
2012 Q1	2.7	7.1	3.4
2012 Q2	0.3	7.3	3.0
2012 Q3	0.4	5.4	1.6

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012'nin ilk çeyreğinde 22.1, ikinci çeyreğinde ise 22.8 milyar TL olan özel sektör inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte 18.1 milyar TL ile gerilemiştir. Kamu inşaat harcamaları ise artış eğilimindedir ve üçüncü çeyrekte 13.1 milyar TL olmuştur. Toplam inşaat harcamaları buna rağmen üçüncü çeyrekte bir önceki döneme göre gerilemiştir.

İnşaat Harcamaları Kamu ve Özel Sektör Cari Fiyatlarla Milyon TL			
DÖNEMLER	KAMU	ÖZEL	TOPLAM
2010 Q4	10.158	14.478	24.636
2011 Q1	7.701	18.088	25.789
2011 Q2	10.826	20.088	30.914
2011 Q3	12.089	18.088	30.169
2011 Q4	10.846	19.503	30.349
2012 Q1	8.613	22.086	30.699
2012 Q2	10.815	22.812	33.627
2012 Q3	13.106	18.076	31.182

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

İnşaat sektöründe istihdam mevsimsellik etkisi ile 2012 Ağustos ayında 1.89 milyona yükselmiştir. Böylece son sekiz çeyrek dönemin en yüksek istihdam seviyesine ulaşılmıştır. Genel istihdam içindeki pay ise artarak yüzde 7.5'e yükselmiştir.

İnşaat Sektöründe İstihdam			
DÖNEMLER	TOPLAM İSTİHDAM (BİN KİŞİ)	İNŞAAT İSTİHDAM (BİN KİŞİ)	İNŞAAT İSTİHDAM PAY %
2010 Q4	22.665	1.442	6.4
2011 Q1	23.286	1.440	6.2
2011 Q2	24.901	1.863	7.5
2011 Q3	24.749	1.888	7.6
2011 Q4	23.678	1.512	6.4
2012 Q1	23.817	1.400	5.9
2012 Q2	25.282	1.828	7.2
2012 Q3	28.367	1.891	7.5

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibarıyla

İnşaat maliyetlerinde 2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde maliyet artışları durağanlaşmıştır. Üçüncü çeyrekte konut ve konut dışı bina inşaat maliyetleri bir önceki çeyrek ile hemen aynı kalmıştır. İşçilik ve malzeme maliyetlerinde de artış durağanlaşmıştır.

İnşaat Maliyetleri Endeksi 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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

4.6.2. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

2012 yılında ekonomide yaşanan yavaşlama ve özellikle iç tüketim ile perakende harcamalarda görülen durağanlık nedeniyle AVM sektöründe büyüme yavaşlamaktadır. Önemli sayıda yeni proje halen devam etmekle birlikte yeni açılan AVM sayısı 2012 yılında geçen yılın altında kalmıştır. Perakende sektöründe yerli ve yabancı markaların büyüme potansiyeli ile konsolidasyon devam ederken iç talepteki büyümenin göreceli yavaşlaması AVM sektöründe de yeni dengelerin oluşmasına yol açmaktadır.

Türkiye Geneline Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri				
DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN, M ²	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M ²
2011 Q2	11	350.725	279	6.877.966
2011 Q3	8	281.880	287	7.159.846
2011 Q4	11	402.040	298	7.561.886
2012 Q1	5	155.300	303	7.717.186
2012 Q2	6	205.500	309	7.922.686
2012 Q3	2	55.270	311	7.977.956
2012 Q4	3	184.000	314	8.161.956
2012 Q4 STOK				7.933.240

2012 yılında açılan AVM sayısında yavaşlama yaşanmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde 2, son çeyreğinde ise 3 yeni AVM açılmıştır. Yıl genelinde açılan toplam 16 AVM ile 600.070 m² ilave kiralalanabilir alan yaratılmıştır. Toplam açılan AVM kiralalanabilir alanı 8.16 milyon m², kapanan AVM ile mevcut kiralalanabilir alan stoku 7.93 milyon m²'dir.

Türkiye Tüketim Harcamaları					
DÖNEMLER	HANE HALKI TÜKETİM HARCAMALARI BÜYÜME%	GIDA HARCAMALARI MİLYAR TL	GİYİM AYAKKABI HARCAMALARI MİLYAR TL	MOBİLYA VE EV EŞYALARI HARCAMALARI MİLYAR TL	EĞLENCE KÜLTÜR HARCAMALARI MİLYAR TL
2010 Q4	8.9	62.7	10.3	13.7	8.2
2011 Q1	12.1	57.9	13.1	20.9	8.4
2011 Q2	8.3	62.1	13.7	18.6	8.6
2011 Q3	7.8	65.6	13.8	18.6	9.8
2011 Q4	3.4	69.7	11.1	17.9	10.4
2012 Q1	-0.1	66.1	13.7	23.1	9.9
2012 Q2	-1.0	66.8	12.7	19.3	9.7
2012 Q3	-0.5	70.1	12.9	18.5	10.4

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012 üçüncü çeyreğinde hane halkı tüketim harcamaları yüzde 0.5 oranında gerilemiştir. Böylece, yılın ilk iki çeyreğinin ardından üçüncü çeyrekte de hane halkı tüketim harcamaları küçülmüştür. Hane halkının gıda harcamaları dışında kalan yarı dayanıklı ve dayanıklı tüketim malı harcamaları durağanlaşmıştır. Eğlence kültür harcamalarında ise mevsimsel artış görülmektedir.

Türkiye'de Tüketici Güven Endeksi ve Satın Alma Eğilimleri				
DÖNEMLER	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ	YARI DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	GENEL EKONOMİK DURUM
2010 Q4	90.99	104.84	15.28	91.68
2011 Q1	93.43	104.37	20.56	92.51
2011 Q2	96.42	104.37	20.90	100.19
2011 Q3	93.70	106.60	18.12	96.60
2011 Q4	92.00	102.10	17.70	93.40
2012 Q1	93.90	104.50	19.00	94.40
2012 Q2	91.80	103.50	17.50	91.60
2012 Q3	88.80	108.90	16.80	86.60
2012 Q4	89.0	107.26	16.20	86.60

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU - Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde tüketicinin satın alma eğiliminde gerileme yaşanmıştır. Yarı dayanıklı tüketim mallarına ve dayanıklı tüketim mallarına harcama eğilimi düşmektedir. Genel ekonomik duruma ilişkin değerlendirme de gerilemiştir.

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100			
DÖNEMLER	TOPLAM ÇİRO ENDEKSİ	KİRALANABİLİR ALAN M2 ENDEKSİ (G)	M2 BAŞINA ÇİRO ENDEKSİ
2010 Q4	151	200	99
2011 Q1	141	203	92
2011 Q2	151	218	95
2011 Q3	137	222	91
2011 Q4	152	227	108
2012 Q1	138	230	95
2012 Q2	160	238	109
2012 Q3	151	240	98

KAYNAK: AMPO NIELSEN PERAKENDE ENDEKSİ, Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye, (G) Güncellenmiştir

Geçen yılın üçüncü çeyrek döneminde iç talepteki ve tüketimdeki yavaşlamaya bağlı olarak AVM toplam ciro endeksi bir önceki çeyrek döneme göre zayıflamıştır. Kiralanabilir alan endeksinde ise çok sınırlı bir artış görülmektedir. M² başına ciro endeksi de bir önceki çeyrek döneme göre gerilemiş olmakla birlikte önceki yılın aynı çeyrek dönemine göre m² başına ciro yüzde 7.7 oranında artmıştır. Enflasyon ile arındırıldığında m² başına reel artış görülmemektedir.

4.6.3. Türkiye Konut Sektörü

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde alınan yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri daire sayıları ikinci çeyrek döneme göre gerilemiştir. Önceki yılın aynı çeyrek dönemine göre işe alınan yapı ruhsatları artarken yapı kullanım izin belgesi daire sayıları gerilemiştir. İlk dokuz ay itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre alınan yapı ruhsatları daire sayısı yüzde 15.8 artış göstermiştir.

Alınan Konut Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzin Belgeleri		
DÖNEMLER	YAPI RUHSATI DAİRE SAYISI	YAPI KULLANIM İZİN BELGESİ DAİRE SAYISI
2010 Q4	446.933	144.430
2011 Q1	110.619 ^(R)	105.973 ^(R)
2011 Q2	164.694 ^(R)	144.694 ^(R)
2011 Q3	154.923 ^(R)	139.341 ^(R)
2011 Q4	215.438	174.861
2012 Q1	115.637	108.798
2012 Q2	231.966	129.562
2012 Q3	168.116	123.645

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, (R) Revize edilmiştir.

Konut kredilerindeki büyüme hızı 2012 dördüncü çeyrekte; yılın Üçüncü çeyrek dönemine göre büyüme göstermiştir. Aralık ayı sonu itibarıyla konut kredileri hacmi 86 milyar TL'ye ulaşmıştır. Dördüncü çeyrekte kredi büyümesi % 6.2, 2012 yılının toplamında ise % 15.3 olmuştur.

Konut Kredileri ve Tüketici Kredileri ile Toplam Krediler İçinde Payı					
DÖNEMLER	KONUT KREDİLER MİLYAR TL	TÜKETİCİ KREDİLERİ		TOPLAM KREDİLER	
		MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY	MİLYAR TL	KONUT KREDİLERİ % PAY
2010 Q4	60,8	129,0	47,1	525,9	11,6
2011 Q1	65,4	140,5	46,5	564,3	11,6
2011 Q2	70,8	156,2	45,3	620,4	11,4
2011 Q3	72,8	163,0	44,7	661,3	11,0
2011 Q4	74,6	168,4	44,3	682,9	10,9
2012 Q1	75,4	171,7	43,9	699,1	10,8
2012 Q2	78,4	179,0	43,8	737,2	10,6
2012 Q3	81,0	184,8	43,8	755,6	10,7
2012 Q4	86,0	194,0	44,1	805,6	10,7

KAYNAK: BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU - Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Üçüncü çeyrek dönem içinde toplam 85.355 adet ve 6.52 milyar TL tutarında yeni konut kredisi kullanılmıştır. İkinci çeyrek döneme göre gerileme, geçen yılın üçüncü çeyrek dönemine göre ise artış yaşanmıştır. Son beş çeyrek dönemdir kullanılan yeni konut kredisi sayısı yüz bin altında kalmaya devam etmektedir.

Çeyrek Dönemlerde Kullanılan Konut Kredileri			
DÖNEMLER	PARA CİNSİ VE TOPLAM	KREDİ MİLYON TL	KREDİ ADEDİ
2010 Q4	TL	10.899	151.330
	YP	9	79
	T	10.897	151.409
2011 Q1	TL	9.759	135.068
	YP	11	96
	T	9.771	135.164
2011 Q2	TL	9.378	124.623
	YP	1	8
	T	9.379	124.631
2011 Q3	TL	5.325	75.053
	YP	2	10
	T	5.327	75.063

2011 Q4	TL	5.276	79.160
	YP	2	15
	T	5.279	79.175
2012 Q1	TL	4.781	65.556
	YP	18	33
	T	4.799	66.589
2012 Q2	TL	6.811	87.823
	YP	3	20
	T	6.814	87.843
2012 Q3	TL	6.517	85.333
	YP	3	22
	T	6.521	85.355

KAYNAK: TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde yüzde 1.21 olan aylık ortalama konut kredisi faiz oranlarında yılın son çeyreğinde önemli ve hızlı bir gerileme görülmektedir. Ortalama kredi faizleri altı çeyrek ardından yeniden yüzde 1'in altına inerek yüzde 0.98'e gerilemiştir. Türk Lirası faiz oranlarındaki gerileme konut kredisi faiz oranlarına da yansımaktadır.

Konut Kredisi Aylık Faiz Oranları Yüzde			
DÖNEMLER	MİNİMUM	ORTALAMA	MAKSİMUM
2010 Q4	0,56	0,90	1,10
2011 Q1	0,72	0,95	1,19
2011 Q2	0,80	1,00	1,29
2011 Q3	1,04	1,14	1,49
2011 Q4	1,19	1,29	1,55
2012 Q1	0,96	1,25	1,46
2012 Q2	0,96	1,21	1,39
2012 Q3	0,96	1,21	1,39
2012 Q4	0,82	0,98	1,39

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Kullanılan konut kredilerinin orta vadeli olanlarında yoğunlaşma devam etmektedir. 61-120 ay vadeli kredilerin toplam kredilerdeki payı artışını sürdürerek yüzde 56.1'e kadar yükselmiştir. Payını arttıran diğer vade grubu ise 37-60 ay vadeli krediler olmuştur. 121-180 ay vadeli kredilerin payı ise yüzde 19.6'dır.

Konut Kredilerinin Vade Dağılımı ve Yüzde Pay (TÜRK LİRASI KULLANDIRAN KREDİLER)							
DÖNEMLER	1-12 AY	13-36 AY	37-60 AY	61-120 AY	121-180 AY	181-240 AY	241 AY+
2010 Q4	0,2	5,7	26,6	52,6	14,0	0,6	0,3
2011 Q1	0,2	5,3	25,7	53,8	13,9	0,5	0,6
2011 Q2	0,1	4,9	24,6	55,0	14,4	0,5	0,6
2011 Q3	0,1	4,2	22,1	53,8	18,6	0,5	0,6
2011 Q4	0,1	4,0	21,5	54,2	19,2	0,5	0,5
2012 Q1	0,1	3,8	20,9	54,6	19,6	0,5	0,5
2012 Q2	0,2	3,8	20,2	54,9	19,8	0,5	0,6
2012 Q3	0,2	3,8	19,5	55,1	20,5	0,5	0,5
2012 Q4 ⁽¹⁾	0,2	3,9	19,6	56,1	19,6	0,4	0,2

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye, (1) Kasım

Takipteki konut kredilerinin oranı yüzde 0.82 ile son yılların en düşük oranına gerilemiştir. Takipteki konut kredileri üçüncü çeyrek sonunda 673 milyon TL, Ekim ayı sonunda ise 679 milyon TL'dir. Konut kredilerinin yüksek kalitesi sürmektedir.

Takipteki Konut Kredileri			
DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ %PAY
2010 Q4	60.801	860	1,41
2011 Q1	65.391	796	1,22
2011 Q2	70.841	718	1,01
2011 Q3	72.808	708	1,97
2011 Q4	74.591	659	1,88
2012 Q1	75.439	641	0,85
2012 Q2	78.383	641	0,82
2012 Q3	81.033	673	0,83

2012 Q4 ⁽¹⁾	82.083	682	0,82
KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU			
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Kasım			

2012 üçüncü çeyrekte konut satışları 103.543 ile ikinci çeyreğin yüzde 2.4 altında, önceki yılın aynı döneminin ise yüzde 1.8 üzerinde gerçekleşmiştir. Konut satışlarında üç büyük il dışında kalan diğer illerin payındaki artış ise sürmektedir. Satış payı üçüncü çeyrekte yüzde 61.3 ile en yükseğe çıkmıştır.

Konut Satışları Adet				
DÖNEMLER	TÜRKİYE GENELİ	İSTANBUL	ÜÇ BÜYÜK İL	DiĞER İLLER
2010 Q4	97.517	20.922	42.202	55.315
2011 Q1	91.071	18.768	39.501	51.570
2011 Q2	107.308	22.343	46.432	60.876
2011 Q3	101.757	18.494	40.445	61.309
2011 Q4	118.867	24.249	49.547	69.320
2012 Q1	96.092	20.778	40.768	55.324
2012 Q2	106.035	23.040	45.201	60.834
2012 Q3	103.543	19.422	40.043	63.500

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Tüketicilerin konut satın alma eğiliminde yavaşlama ve zayıflama sürmektedir. 2012 birinci çeyrekte 10,60 olan eğilim, dördüncü çeyrekte 9,4'e kadar gerilemiştir. Tüketici güvenindeki zayıflama konut satın alma eğilimini de azaltmaktadır.

Tüketicilerin Konut Satın Alma Eğilimi	
DÖNEMLER	KONUT SATIN ALMA EĞİLİMİ
2010 Q4	7,46
2011 Q1	10,42
2011 Q2	9,47
2011 Q3	10,61
2011 Q4	10,30
2012 Q1	10,60
2012 Q2	9,20
2012 Q3	9,30
2012 Q4	9,4

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI - Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Türkiye genelinde mevcut konut fiyatlarında yılın üçüncü çeyrek döneminde önemli bir sıçrama yaşanmıştır. Ekim ayı itibariyle yılbaşından bu yana on aylık dönemde mevcut konut fiyatları artışı Türkiye genelinde yüzde 16'ya ulaşmıştır. Fiyat artışları tüm illerde benzer oranlarda görülmektedir.

Konut Fiyatları, Konut Fiyatları Endeksi 2007 = 100				
DÖNEMLER	TÜRKİYE	İSTANBUL	ANKARA	İZMİR
2010 Q4	93,5	93,3	90,3	97,3
2011 Q1	95,2	95,0	92,9	97,5
2011 Q2	96,4	96,5	94,2	97,8
2011 Q3	98,4	99,0	96,7	101,7
2011 Q4	100,8	101,8	98,3	105,6
2012 Q1	103,5	105,2	100,1	108,8
2012 Q2	106,7	108,4	104,0	112,1
2012 Q3	114,5	116,6	111,7	119,8
2012 Q4 ⁽¹⁾	116,0	118,8	111,5	120,9

KAYNAK: GARANTİ MORTGAGE REIDEN EMLAK ENDEKS - Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Ekim

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde Türkiye genelinde konut kiralarda hissedilir bir artış olmuş ve bu dönemde konut kiralari yüzde 6.1 artmıştır. Ekim ayı itibariyle Türkiye genelinde 10 aylık kira artışları ise yüzde 14.0 olmuştur.

Yeni Konut Fiyat Endeksi 2010 Ocak = 100					
ÇEYREK DÖNEMLER	GENEL	1+1 DAİRE	2+1 DAİRE	3+1 DAİRE	4+1 DAİRE
2010 Q4	105,3	105,5	105,8	105,6	102,4
2011 Q1	106,7	107,2	108,6	106,5	102,1
2011 Q2	108,2	109,3	110,8	107,6	102,2
2011 Q3	110,4	108,0	113,4	109,9	105,9
2011 Q4	115,7	116,6	119,4	114,4	109,5
2012 Q1	119,1	119,3	123,5	117,5	113,2

2012 Q2	121,8	122,8	126,1	120,0	116,3
2012 Q3	123,9	124,9	128,0	122,1	119,2
2012 Q4	127,0	127,8	130,9	125,1	122,2

REIDIN - GYODER

Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2012 Aralık ayında bir önceki aya göre %1,28 oranında; geçen yılın aynı dönemine göre %9,77 oranında; endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise %27,00 oranında artış gerçekleşmiştir.

4.6.4. İstanbul Ofis Piyasası

Ticari gayrimenkul sektöründe ofis piyasası en hareketli alt pazar olmayı sürdürmektedir. Ofis ihtiyacı ve talebi ile birlikte yeni ofis arzları karşılanamakta ve yeni kiralama (emilim) devam etmektedir. MİA bölgesi A sınıfı arzının yüzde 41'ine sahipken üçüncü çeyrekte stokta değişiklik olmamıştır. MİA dışı Avrupa bölgesinde de stok değişmezken MİA dışı Anadolu bölgesinde stok artışı sürmektedir. Kağıthane, Ataşehir ve Kartal yeni ofis bölgeleri olarak öne çıkmaktadır. İstanbul Finans Merkezi Projesi ile Ataşehir yeni bir ivme kazanmaktadır.

İstanbul Ofis Piyasası Boşluk Oranları Yüzde						
DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2010 Q4	11.3	18.6	14.4	9.2	33.9	15.1
2011 Q1	8.8	19.4	13.3	7.6	31.5	15.3
2011 Q2	9.8	16.9	16.2	7.2	30.4	15.5
2011 Q3	10.7	12.4	17.2	6.6	29.9	17.5
2011 Q4	11.1	10.3	16.9	6.6	28.3	17.2
2012 Q1	11.1	10.2	16.4	6.4	27.7	13.7
2012 Q2	11.1	7.7	15.4	6.4	25.6	9.2
2012 Q3	10.5	8.3	16.0	7.9	24.6	8.3
2012 Q4	10.7	10.2	13.3	7.5	24.8	9.4

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

İstanbul ofis piyasasında yeni arzlar devam ederken yeterli kiralama talebinin oluşması ile birlikte boşluk oranları da göreceli olarak düşük kalmayı sürdürmektedir. 2012 yılının dördüncü çeyrek döneminde A sınıfı ofis boşluk oranları MİA bölgesinde 0.2 puan, MİA dışı Avrupa bölgesinde 1.9 puan yükselirken, Asya bölgelerinde 2.7 puanlık bir düşüş vardır. B sınıfı ofislerde ise MİA dışı Avrupa bölgesindeki yüksek boşluk oranları sürerken Asya bölgesinde de boşluk oranlarında artış olmuştur.

İstanbul Ofis Piyasası Kira Ortalamaları Dolar/m ² /Ay						
DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA	MİA	MİA DIŞI AVRUPA	MİA DIŞI ASYA
2010 Q4	28.2	18.0	20.3	16.7	9.7	13.0
2011 Q1	27.5	18.1	19.3	14.6	9.8	13.6
2011 Q2	27.6	18.3	19.5	17.0	9.6	13.5
2011 Q3	27.6	17.9	18.8	14.8	10.4	13.3
2011 Q4	29.3	19.4	18.9	14.9	10.3	12.9
2012 Q1	30.2	17.7	19.3	15.6	10.5	12.5
2012 Q2	30.0	16.7	19.4	14.3	10.9	13.0
2012 Q3	29.7	15.5	20.3	16.9	10.1	13.8
2012 Q4	29.1	18.0	20.5	17.0	10.05	13.7

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

Ofis kiralalarında genel istikrar korunurken MİA bölgesindeki B sınıfı ofis kiralalarında 2012 üçüncü çeyrekte yukarı yönlü kıpırdanma görülmektedir. A sınıfı ofis kiralaları ise MİA bölgesinde ortalamalarını korurken MİA dışı Avrupa bölgesi kiralalarında yıl genelinde gerileme görülmektedir.

Türkiye Geneli Ofis (İşyeri) Binası Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzni		
DÖNEMLER	OFİS BİNASI ALINAN YAPI RUHSATI M ²	OFİS BİNASI ALINAN YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ M ²
2010 Q4	2.237.091	780.328
2011 Q1	1.003.417 ^(G)	756.089 ^(G)
2011 Q2	1.024.386 ^(G)	991.262 ^(G)
2011 Q3	1.285.772 ^(G)	784.330 ^(G)
2011 Q4	1.633.705	836.032

2012 Q1	791.187	942.039
2012 Q2	2.080.451	1.010.790
2012 Q3	1.615.325	829.346

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, (G) Güncellenmiştir

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde ofis binaları için alınan yapı ruhsatları toplam 1.62 milyon m² olmuştur. Alınan yapı ruhsatları ikinci çeyrek döneme göre gerilemiş olmakla birlikte önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 26 artmıştır. Ofis ihtiyacı ve talebine bağlı olarak ofis yatırımları sürmektedir.

4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

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

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

Başakşehir; 2008 yılında Küçükçekmece ilçesinden ayrılarak, ilçe statüsüne geçmiştir. Başakşehir; Küçükçekmece ilçesine bağlı; Başakşehir, Kayabaşı, Ziya Gökalp, Güvercintepe, Altınşehir, Şahintepe yerleşimleri, Mehmet Akif Mahallesi'nin TEM'in kuzeyinde kalan bölümü, Sazlıdere Baraj Gölü'nün batısında, doğusunda ve güneyinde kalan kısımlarıyla Şamlar Köyü, Esenler ilçesine bağlı; Başakşehir, Büyükçekmece ilçesine bağlı Bahçeşehir yerleşimlerini kapsayarak kurulmuştur.



Denize kıyısı olmayan Başakşehir; kuzeyde Arnavutköy, kuzeydoğuda Eyüp, doğuda Sultangazi ve Esenler, güneyde Bağcılar, Küçükçekmece ve Avcılar ile güneybatıda Esenyurt ilçeleriyle komşudur.

Türkiye Deprem Bölgeleri Haritası'na göre, Başakşehir İlçesi 2'inci Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	İl/İlçe merkezi			Belde/Köy			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Başakşehir	311.095	156.484	154.611	5.081	2.508	2.573	316.176	158.992	157.184
İstanbul	13.710.512	6.883.487	6.827.025	144.228	73.421	70.807	13.854.740	6.956.908	6.897.832

¹ Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.
SVP_12_TRGYO_08

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 **gayrimenkuller**, tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ 1 parsel numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ 4 parsel numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve üzerinde konumlandırılan "Mall Of İstanbul" projesidir.



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu **Mall of İstanbul projesi**, Atatürk Bulvarı ile Avrupa Otoyolu'nun kesiştiği köşe parsel üzerinde konumlanmıştır. Mall of İstanbul projesinin yakın çevresinde, İstoç, Marmara Sanayi Sitesi, İkitelli Organize Sanayi Sitesi ve birçok konut alanları yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu Mall Of İstanbul Projesi, A, B, C ve D olmak üzere dört konut bloğu, bir ofis bloğu ve AVM'den oluşacaktır. Yapı Ruhsatına göre toplam **656.528,-m²** kapalı alanlı olacaktır.

Yapı Ruhsatına göre, Mall Of İstanbul Projesinin bloklar bazında alan dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Niteliği	Bağımsız Bölüm Adedi	Kapalı Alanı, m ²
AVM	346	129.186
Konut A Blok	362	24.425
Konut B Blok	362	24.425
Konut C Blok	362	24.425
Konut D Blok	362	24.425
Ofis	28	8.433
Ortak Alan (Otopark ve Diğer Ortak Alan)	-	421.209
TOPLAM	1.822	656.528

Dört konut bloğu içerisinde, stüdyo, 1+1, 1,5+1, 2+1, 3+1, 4+1 ve dubleks daire tipi olmak üzere toplam 1.070 adet daire yer alacaktır.

Ayrıca proje bünyesinde yer alan AVM bloğuna ilişkin, Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda, kiralanabilir alanlar detaylı olarak aşağıda verilmiştir:

Alışveriş Merkezi Alan	m ²
Hipermarket/Mobilya	8.503,85
DIY (Do it Yourself-Yapı market)	9.911,48
Elektronik Market	5.268,00
Mağazalar	92.913,11
Food Court (Yeme İçme Alanları)	8.485,88
Sinema	7.561,23
Snowpark	4.128,65
Eğlence (Müze, Sergi Alanı, Botanik Park)	5.720,21
Spor Merkezi	5.295,27
KİOSK	128,63
BANKA	223,74
Toplam Kiralanabilir AVM Alanı	148.140,05

Projenin inşaatına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibarıyla yerinde yapılan incelemeler sonucu;

- ✓ AVM bölümünün tamamlanma oranı %38,75
- ✓ Residence bölümünün tamamlanma oranı %45,625
- ✓ Ofis bölümü tamamlanma oranı %31,97
- ✓ Otopark tamamlanma oranı %100
- ✓ Ortak alanlar tamamlanma oranı ise, yapılar bazında ayrıştırılarak hesaplanmıştır.
- ✓ Toplam proje tamamlanma oranı yaklaşık %50,98 olarak tespit edilmiştir.

2014 yılı üçüncü çeyreğinde projenin tamamlanması planlanmaktadır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

GAYRİMENKULLERE AİT TAPU BİLGİLERİ		
İli	İstanbul	
İlçesi	Başakşehir	
Mahallesi/Köyü	İkitelli-2	
Pafta No	-	
Ada No	858	
Parsel No	1	4
Yüzölçümü,m ²	18.208,90	122.718,62
Niteliği	Arsa	Arsa
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	26.01.2011/919 08.03.2011/2616 01.03.2012/2280 06.09.2012/9952	20.07.2011/7966
Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	
Hisse Oranı	TAM	TAM

(*)Gayrimenkullere ait edinme tarihi ve yevmiye numaraları 25.12.2012 tarihli Yazılı Tapu Takyidatına göre yazılmıştır.
(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

25.12.2012 ve 25.02.2013 tarihleri itibarı ile Başakşehir Tapu Sicil Müdürlüğü ve Başakşehir Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

858 Ada, 1 No'lu Parsel,

- ✓ 234194/240000 payı 26.01.2011 tarih ve 919 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "Kat Karşılığı Temlik" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 695/240000 payı Yiğit KOÇ adına kayıtlı iken 08.03.2011 tarih ve 2616 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "satış" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 3764/240000 payı 01.03.2012 tarih ve 2280 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "Satış + Birleşme" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 1347/240000 payı 06.09.2012 tarih ve 9952 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "Satış" işleminden tescil edilmiştir.

858 Ada, 4 No'lu parsel (eski 2 parsel)

- ✓ T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'na ait olan 219859/240000 arsa payının 36193/40000'lik kısmı 29.06.2009 tarih ve 6967 yevmiye no ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne satılmış ve Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'nin arsa payı 237299/240000 olmuştur.
- ✓ T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'na ait olan 2701/240000 arsa payı 10.06.2010 tarih ve 5898 yevmiye no ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne satılmış ve Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş. tam mülkiyet sahibi olmuştur.
- ✓ 858 ada, 2 numaralı parselin ifraz işlemi sonucunda 858 ada, 4 ve 5 numaralı parseller oluşturulmuş ve 858 ada, 4 numaralı parsel 20.07.2011 tarih ve 7966 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş. adına tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

Değerleme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

Beyanlar Bölümü:

- 2942 sayılı Kamulaştırma Kanununun 7. Maddesine göre belirtme. (16.01.2008/910 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- 11164 sayılı kanunun 11. Maddesi Yönetmeliğin 44. Maddesi gereği Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü sattığı arsaları alanlar en geç 5 yıl içinde tasdikli imar planlarına uygun inşaat yapmak zorundadır. 5 yıl içinde imar planına uygun inşaat yapılmadıkça 3. Şahıslara satılamaz ve devredilemez ve hacz edilemez. (01.01.1900/0 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- 858 ada, 1 numaralı parselin 234194/240000 hissesi üzerinde S.S. Masko İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi lehine, 1. Dereceden, **12.000.000,-TL** bedelli ipotek vardır. (26.01.2011/933 Yev.)

Değerleme konusu 858 ada, **4 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

İrtifak Bölümü:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel Koşullar: A ile gösterilen 468,94m²'lik (B) Karayolları Genel Müdürlüğü (TCK) ile gösterilen 6.371,45 m²'lik kısımda yol emniyet ve bakım sahası olarak kullanılmak üzere imar planına göre Karayolları Genel Müdürlüğü lehine 4 parsel aleyhine yola terk edilmek üzere daimi irtifak hakkı) (Başlama Tarihi: 14.03.2012, Bitiş Tarihi: 19.02.2111; Süre: 99 Yıl) (15.03.2012/2809 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 31.05.2011 tarih ve 5995 yevmiye numarası ile 1. Dereceden **300.000.000,-USD** bedelli ipotek vardır.

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Başakşehir Belediyesi Harita Müdürlüğü'nde yapılan incelemelerde değerlemeye konu;

- ✓ 858 ada, **1 no'lu parselin** 2859, 2769, 2454 ve 2452 no'lu parsellerin tevhidinden

- ✓ 858 ada, **4 no'lu parsel**;
 - 2759, 3149, 2453 ve 2883 no'lu parsellerin tevhidini ile 858 ada, 2 nolu parsel oluşmuş;
 - 858 ada, 2 parselin ifrazından ise 858 ada 4 no'lu parsel oluştuğu öğrenilmiştir.

858 ada, **1 ve 4 (Eski 2) numaralı parseller**, 28.08.2008 onay tarihli 1/1000 ölçekli "İkitelli Tepeüstü Mevkii 2453, 2769, 2858, 2859, 2860, 2881, 2882, 2883, 2958, 3149 Parsellere İlişkin Uygulama İmar Plan Değişikliği" paftasına göre;

- 858 Ada, **1 no.lu parsel** "Özel Sosyal Tesis Alanı"nda
- 858 Ada, **4 no.lu parsel ise**, "Ticaret ve Hizmet Alanı"nda kalmaktadır.

Plan notlarına göre yapılaşma şartları şöyledir:

- **Emsal (E)** : 2,0
- **Bina yüksekliği (H_{max})** : Serbest

28.08.2008 tasdik tarihli planın, plan notları ise şu şekildedir:

- Planlama Alanı 2453 – 2769 – 2858 – 2859 – 2860 – 2881 – 2882 – 2883 – 2958 – 3149 parsellerini içermektedir.
- Planlama alanında Ticaret + Hizmet, Eğitim, Sosyal – Kültürel Tesis Alanı, Yol Alanları ve Raylı Sistem Metro Hattı İstasyonu yer almaktadır.
- Ticaret + Hizmet alanlarında, ticaret ve amaçlı yapılar, iş merkezleri, büro, çok katlı mağazalar, katlı otoparklar alışveriş merkezleri, otel, motel, vb. gibi konaklama tesisleri ile rezidans (konut yapıları), sinema, tiyatro, müze, kütüphane, sergi salonu gibi kültürel tesisler, gazino, lokanta, restoran, banka ve finans kurumları, yönetim binaları, ilgili kamu kurum ve kuruluşlarından görüş alınmak koşulu ile özel eğitim ve özel sağlık tesisleri yapılabilir.
- Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı'nda; sinema, tiyatro, eğlence merkezi, müze, kütüphane, açık ve kapalı sergi salonları, sanat atölyeleri, oditoryum, çok amaçlı kültürel tesis salonları, kapalı ve açık spor tesisleri yapılabilir.
- Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve / veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz.
- Onama sınırı içinde kalan parsellerdeki imar sınırları içerisinde kalmak koşulu ile tesis içi kullanımlara yönelik otopark giriş çıkışı ve bu otoparklar ile diğer alanların ihtiyacı olan servis yolları, yaya yolları, yaya – araç rampaları, yaya üstgeçitleri yapılabilir.
- Belirtilen metro istasyonu ve güzergâhı hazırlanacak uygulama projesine göre uygulanacaktır.
- Metro istasyonuna yönelik olarak planlama alanı içerisindeki parsel alanları içerisinde yaya giriş çıkışlarına yönelik düzenlemeler yapılabilir. Otoparklar ve diğer tesis yapıları ile metro istasyonu ve giriş çıkışları arasında yaya bağlantıları zemin altında veya üstünde oluşturulabilir.
- Diğer hususlarda 13.02.2008 T.T'li 1/5000 ölçekli ve 1/1000 ölçekli Küçükçekmece İkitelli Ayazma Gecekondu Dönüşüm ve Kentsel Yenileme Alanı plan notları geçerlidir.

Yapı Ruhsatı;

- ✓ 858 ada, 2 numaralı parsel için, 18.03.2011 tarih ve 00102 belge numarası ile "AVM, Konut A, B, C, D Blok, Ofis ve Ortak Alan" için düzenlenmiş Yapı Ruhsatı vardır.
- ✓ 858 ada, 4 numaralı parsel için, 10.02.2012 tarih ve 00093 belge numarası ile "AVM, Konut A, B, C, D Blok, Ofis ve Ortak Alan" için düzenlenmiş Yapı Ruhsatı vardır.

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatları Ve İmar Durumu)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

Değerleme konusu ana gayrimenkulün, yapı denetimi Aka 3 Yapı Denetim Ltd.Şti. tarafından yapılmıştır.

5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler

5.3.1. Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi,

Taraflar: Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TORUNLAR) ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi (Arsa Sahibi veya MASKO)

Sözleşmenin Konusu: 858 ada, 1 parselde kayıtlı, 18.208,90m² yüzölçümlü gayrimenkulde arsa sahibinin hissedar sıfatı ile maliki olduğu 9.261,58m² arsa üzerinde veya TORUNLAR'a ait 858 ada, 2 parselde kayıtlı arsa üzerine yapılacak ofis bloğundan Arsa Sahibine devir ve ferağ yapılarak taşınmazların tespiti ile bu sözleşmede belirlenmiş taksim esasları çerçevesinde tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesidir.

Gayrimenkulün Nitelikleri: İş bu sözleşmenin konusunu teşkil eden arsa, 858 ada, 1 parsel numarasında kayıtlı 18.208,90m² yüzölçümlü gayrimenkulde Arsa Sahibinin hissedar sıfatı ile maliki olduğu 9.261,58m² alanlı arazi 1/5000 ve 1/1000 ölçekli imar planlarında "Özel Sosyal Kültürel Alanı" olarak görülmektedir.

İş bu sözleşme ile belirlenen paylaşım esasları mevcut imar planları ve notları nazara alınarak yapılmış olup, sözleşme tarihinden sonra imar planlarının değişmesi halinde değişiklik nedeniyle ortaya çıkan lehe hususlar taraflara iş bu sözleşme hükümlerine göre yansıtılacaktır.

Paylaşım Esasları: Taraflarca, taşınmazın bulunduğu bölgeye ait 1/5000 ölçekli Nazım İmar Planı ile 1/1000 ölçekli Uygulama İmar Planlarına göre projelendirme alanı (858 ada, 1 ve 2 parsel) bakımından mimari bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla 858 ada, 2 parseldeki ticaret alanı ile 858 ada, 1 parseldeki özel sosyal kültürel tesis alanı arasında yer altında ve /veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabileceği ve bu fonksiyonlara ait yapıların birlikte bu iki parsel üzerinde tek bir parselmış gibi projelendirilebileceği husus taraflarca öngörülerek iş bu sözleşme imzalanmıştır.

Projeler için resmi tasdik işlemi yaptırılıp imar durumu belgesi ve inşaat ruhsatı alınarak uygulamaya koyulacaktır. Bu kapsamda proje müelliflerine ödenecek her türlü bedel, ücret ile resmi makamlar tasdik ve onay giderleri, harçlar vb. TORUNLAR'a ait olacaktır. İnşaat ruhsatına göre her türlü hafriyatın yapılması ve bedelin ödenmesi TORUNLAR'a aittir.

Arsa Sahibi 858 ada, 1 parseldeki hissesine (9.261,58m²) karşılık olarak, TORUNLAR'ın 858 ada, 1 parsel veya 858 ada, 2 parselde yapacağı ofis bloklarından Ek-3'de kesit ve planlarda taralı olarak gösterilen 3. Ve 8. Ofis katları arasındaki 6 tam kat ve toplam 24 adet bağımsız bölümü alacaktır. Ofis bloğunun bir katının brüt alanı (ofis katının dış cepheden dış cepheye olan ölçümü) en az 1.250,-m² olacak olup, Altı ofis katının toplam brüt alanının 7.500,-m² ile 8.000,-m² arasında olması ve her katta 4 adet bağımsız bölüm yapılması planlanmıştır. Arsa Sahibinin belirtilenin dışında herhangi bir hak ve alacağı bulunmamakta olup, imar durumu veya emsal uygulamalarındaki lehe haklardan doğacak ilave hakları saklıdır.

TORUNLAR'ın projeye göre 858 ada, 1 parsel ve 858 ada, 2 parsel üzerinde ayrı ayrı ofis bloğu yapması halinde Arsa Sahibine öncelikli olarak 1 parselde yer alan ofis bloğundaki ofis katlarından verilecektir. Ancak projeye göre 858 ada, 1 parsel üzerinde ofis bloğu yapılmayıp; 858 ada, 2 parsel üzerinde ofis blokları yapılması halinde iş bu sözleşme uyarınca verilecek 6 ofis katının hangi bloktan verileceğini (6 ofis katınında aynı blokta olması kaydıyla) münhasıran Arsa Sahibi seçecektir.

Kat İrtifakı Yönetim Planı: Yönetim Planını TORUNLAR yaparak kat irtifakını tesis edecektir.

Proje Değişiklikleri: Projede yapılan değişiklikler nedeni ile Arsa Sahibine verilecek 6 adet ofis katının toplam m²'si (brüt) 7.500,-m²'nin altında olursa, TORUNLAR, diğer ofis katlarındaki bağımsız bölümden eksik kalan brüt m² ofis alanına tekabül eden oranda Arsa Sahibine hisse verecektir. Arsa Sahibinin; kendisine hisse verilen ilgili bağımsız bölümün tamamını yani kendi hissesi dışında kalan hisseyi önalım hakkı vardır. Arsa Sahibi ilk satış fiyatından (ofis bloklarının lansmanı yapılan ilk satış fiyatı üzerinden) almak isterse, durumun kendisine bildirildiği tarihten itibaren 6 ay içinde söz konusu ön alım hakkını kullanmalıdır. Bu hakkını kullanmadığı takdirde önalım hakkı TORUNLAR'a geçer ve TORUNLAR dilerse, Arsa Sahibine verilen tam bağımsız bölüme ulaşmayan eksik kalan hisseyi ilk satış fiyatından satın alabilir.

İşin Süresi: TORUNLAR sözleşmeye konu parsel ile ilgili uygulama projelerinden herhangi birinin kesinleşmesinden itibaren yapılacak yapıların her ölçekte mimari, betonarme, tesisat projelerini yaparak ilgili belediyesine ruhsat almak üzere başvuracaktır. İnşaat ruhsatlarının alınmasından itibaren 90 iş günü içinde şantiyesini kurarak inşaata başlayacak ve bunu takiben 40 ay içinde Arsa Sahibine verilecek ofis katlarını inşa ve ikmal ederek Arsa Sahibine teslim edecektir.

Arsa Sahibi iş bu sözleşme ile belirlene yükümlülüklerini yerine getirmez ise işin süresine ilişkin tüm süreler durur. Yükümlülüğün yerine getirilmesi ile süreler tekrar kaldığı yerden işlemeye devam eder.

Mücbir sebepler ve idari kurum ve kuruluşların kararları uygulamaları nedeniyle meydana gelecek gecikmeler işin süresine ayrıca ilave edilir.

5.3.2. 14.12.2010 tarihli Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesine Ek Sözleşme,

Taraflar: Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TORUNLAR) ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi (Arsa Sahibi veya MASKO)

Teminat İpoteği: Arsa Sahibi 858 ada, 1 parseldeki hissesine (9.261,58m²) karşılıklı olarak, TORUNLAR'ın 858 ada, 1 parsel veya 858 ada, 2 parselde yapacağı ofis bloklarından 3. Ve 8. Ofis katları arasındaki 6 tam kat ve toplam 24 adet bağımsız bölüm olacak şekilde yapıp teslim edilmesi gereken taşınmazların teminatını teşkil etmek üzere, Arsa Sahibinden devir alınacak 858 ada, 1 parseldeki, (9.261,58m²) alana isabet eden hisse üzerinde, Arsa Sahibi lehine 12.000.000,-TL tutarında ipotek tesis edilmiştir. İpotek süresiz teminat ipoteği olacaktır.

Sözleşme uyarınca konulan teminat ipoteği, Arsa Sahibine verilecek ofislerin kat irtifakının kurulmasını ve bu ofislerin tapuda ferağ ve tescillerinin Arsa Sahibi adına yapılmasını müteakip TORUNLARA ait bağımsız bölümler üzerine kaydırılacaktır. Arsa sahibine verilecek ofis bloğunun iskanı alındığında Arsa Sahibi teminat ipoteğini kaldıracaktır. Kaldırılmadığı takdirde TORUNLAR'ın uğrayacağı menfi ve müspet tüm zararlar Arsa sahibi tarafından tanzim edilecektir.

Arsa sahibi; inşaatların iş bu sözleşme ile öngörülen süre (ilave süre dahil) içinde bitirilmemesi, inşaatın mevcut hızı itibarıyla bitirilemeyeceğinin anılması, TORUNLAR'ın ödemeleri tadil etmesi, iflas veya konkordato ilan etmesi durumunda Arsa Sahibi öncelikle ipoteğin paraya çevrilmesi yolu ile uğradığı zararı tazmin edebilecektir.

Cezai Şart: TORUNLAR, iş bu sözleşme uyarınca Arsa Sahibine verilecek ofis katlarının teslimini taahhüt ettiği tarihten itibaren 6 ay geçmesine rağmen teslim etmez ise geciktiği her ay için Arsa sahibinin kira kaybını tanzim amacıyla 6 ay süreyle aylık 45.000,-UDS, 6 aydan sonra devam eden gecikmeler nedeniyle ortaya çıkan kira kaybının tanzimi amacıyla ise aylık 90.000,-USD tazminat kabul ve taahhüt etmiştir.

İş bu sözleşmenin imzalanması ile birlikte, Arsa Sahibi 858 ada, 1 parsel ile ilgili imar uygulamaları ve plan tadillerinin iptali hakkında açtığı davalardan feragat edeceğinden, iş bu feragat neticesinde Arsa Sahibinin uğrayacağı hak kaybı göz önünde bulundurularak, TORUNLAR'ın konu sözleşmeden cayması halinde, Arsa Sahibinin zarara uğramış olduğu kabul olunarak, Arsa Sahibine diğer her türlü tanzim talep ve dava haklarından arı olarak 2.500.000,-USD cezai şart ödemeyi gayri kabili rucü kabul ve taahhüt eder.

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

- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirilmeler 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 gayrimenkule ait teknik özellikler ve değerlendirme çalışmasında baz alınan verilere **Rapor'un 5.1.2.'nci** bölümünde detaylı olarak yer verilmiştir.

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almaması nedeni ile sadece Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile parsel değeri tespit edilmiştir.

858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde gerçekleştirilmekte olan Mall Of İstanbul projesi için ise;

- **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (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.
- Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)

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

- **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** dikkate alınarak ile **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlendirilmesi yapılan **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.5.1. Arsa Değerlerinin Tespiti

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçüm, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal #1 Basın Ekspres Yolu'na Cepheli, konu taşınmaz ve Havalimanı'na yakın, MİA'da kalan, Emsal:2, TAKS:0,50-0,40 yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	25.000	125.874.000	5.035	70.000.000	2.800	
Emsal #2 Basın Ekspres Yolu'na Cepheli, konu taşınmaz 700 m mesafede, MİA'da kalan, Emsal:2, TAKS:0,50-0,40 yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	16.000	52.147.800	3.259	29.000.000	1.813	
Emsal #3 Basın Ekspres Yolu'na Cepheli, MİA'da kalan, Emsal:2, TAKS:0,50-0,40 yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	8.000	27.872.100	3.484	15.500.000	1.938	
Emsal #4 Basın Ekspres Yolu'na Cepheli, Prestij + Hizmet imarlı, Emsal:2, yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	7.040	28.771.200	4.087	16.000.000	2.273	
Emsal #5 Basın Ekspres Yolu'na yakın konumlu, MİA'da kalan, Emsal:2, TAKS:0,50 yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	6.500	35.964.000	5.533	20.000.000	3.077	

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- Bölgede yer alan Prestij + Hizmet ve MİA imarlı, E:2 yapılaşma hakkına sahip arsaların m² satış bedelleri, konumları ve arsa yüzölçümleri doğrultusunda ~4.087,-TL (2.273,-ABD\$) ile ~5.000,-TL (2.780,-ABD\$) aralığında olduğu,
- MIA alanında yer alan ve otoban çıkışına yakın/otobana veya Basın Ekspres Yoluna cepheli, İSTOÇ yakını arsaların m² satış bedellerinin ise ~3.260,-TL (1.820,-ABD\$) ile ~5.550,-TL (3.077,-ABD\$) aralığında olduğu,
- Bölgede konu parsellerin imar durumuna sahip arsa arzının kısıtlı olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda değerlendirme konusu,

- ✓ 858 ada, 4 numaralı parselin m² satış değerinin konumu, imar durumu ve metrajı göz önünde bulundurularak **5.200,-TL (~2.890,-ABD\$)**
- ✓ 858 ada, 1 numaralı parsel
 - "Özel Sosyal Tesis Alan"ında kalmakta olup, çevrede bu imara sahip arsa bulunmamıştır.
 - Ancak, plan notunda yer alan "Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve / veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir." açıklaması gereği iki parselin birlikte kullanılabilmesi düşünülmekte
 - Ayrıca, parselin tapu belgesi ve takyidat bilgisinde de görüldüğü üzere paylı mülkiyetli olması göz önünde bulundurularak,
 - m² satış değerinin tutucu bir yaklaşımla **3.750,-TL (~2.085,-ABD\$)**

Olabileceği kanaatine varılmış olup, aşağıdaki tabloda parsellerin toplam değerleri verilmiştir.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA (PİYASA) YAKLAŞIMI		
Ada No. / Parsel No.	858/1	858/4
Parsel Yüzölçümü, m ²	18.208,90	122.718,62
m ² Satış Bedeli, TL	3.750,00	5.200,00
Parsel Değeri, TL	68.283.375	638.136.824
Σ Parsel Değeri, TL	706.420.199	

Sonuç olarak, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde,

- ✓ 858 ada, 1 numaralı parselin değeri **68.283.375,-TL**
- ✓ 858 ada, 4 numaralı parselin değeri ise **638.136.824,-TL**

Olarak tespit edilmiştir.

Ancak, Rapor'un 5.3.1 bölümünde detayları verildiği üzere, 858 ada 1 Parselin geliştirilmesi amacıyla eski parsel sahibi ile "**Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi**" imzalanmıştır.

- Mevcut alan üzerinde geliştirilecek projenin henüz belirlenmediği,
- Sözleşme uyarınca arsa bedeli karşılığı olarak verilecek kapalı alanların, aynı proje kapsamındaki diğer parsel üzerinde de yer alabileceği,
- Malik Şirket'e Parsel devrinin gerçekleştirilmiş olduğu,

Hususları dikkate alınarak parselin geliştirilmesi durumunda, kat karşılığı olarak eski malike verilmesi sözleşmeye bağlanan kapalı alanların değeri parsel değerinden düşülmüş ve sözleşme "kat karşılığı inşaat sözleşmesi" dikkate alınarak ayrıca değer belirlenmiştir. Konu Sözleşmeye göre, eski malike 7.500,- 8.000,-m² aralığında, kat brüt alanı üzerinden hesaplanacak ofis alanı verileceği dikkate alınmış ve günümüz itibarıyla proje ofis alanları için öngörülen emsal satış bedeli olan **2.500,-ABD \$** değer esas alınmak suretiyle hesaplanan arsa karşılığı bedel düşülmek suretiyle, parsel'in malik Şirket tarafından sahip olunan kısmının "**kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca değeri**" belirlenmiştir.

858 ada, 1 parselin "kat karşılığı sözleşmesi uyarınca değeri" aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Ada No. / Parsel No.	858/1
Parsel Yüzölçümü, m ²	18.208,90
m ² Satış Bedeli, TL	3.750,00
Parsel Değeri, TL	68.283.375
Eski Malike Verilecek Ofis Alanı, m²	8.000
Ofis m² Satış Bedeli, ABD\$	2.500
Toplam Ofis Satış Bedeli, ABD\$	20.000.000
Toplam Ofis Satış Bedeli, TL	35.964.000
Sözleşme Sonrası Arsa Değeri, TL	32.319.375

Sonuç olarak, **858 ada, 1 parselin** değeri;

- ✓ Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **32.319.375,-TL**,
- ✓ Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL**,

olarak belirlenmiştir.

6.5.2. Yapı Değerlerinin Tespiti

Değerleme konusu parselerden;

- ✓ 858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde Mall Of İstanbul projesi geliştirilmeye başlanmış olup, üzerinde yapılaşma yer almaktadır;
- ✓ 858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde henüz inşai bir faaliyet yoktur.

Aşağıda hesaplanacak yapı değerleri, 858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde yer almaktadır.

Değerleme konusu Mall Of İstanbul Projesinin mahaller itibarı ile farklılaşmaya gidilerek, toplam yapı değerleri bulunmuştur.

- **AVM ve Ofis Alanı Yapı Maliyeti**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.739,66 TL/m²** esas alınmış,

- **Residence Alanı Yapı Maliyeti**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Mesken Binaları için 1. sınıf inşaat birim maliyeti olan **1.190,48 TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark ve Ortak Alanlar Yapı Maliyeti**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Yeraltı garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **637,37 TL/m²** esas alınmış,
- Eğlence Alanı maliyeti, Müşteri Şirket öngörülere doğrultusunda 15.000.000,-ABD\$ olarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti, toplam yapı maliyetinin **%2'si** oranında olacağı varsayılmıştır.

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

858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde değerlendirme tarihi itibari ile herhangi bir inşai çalışma başlamamış olması nedeni ile yapı değeri tespiti yapılmamıştır.

858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde ise, yapı ruhsatına göre toplam **656.528,-m²** kapalı alanlı yapı inşa edilecek olup, yapı maliyeti bu kapalı alan üzerinden hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2+3+4+5+6)	713.829.094
1) AVM İnşaat Maliyeti	245.579.156
Σ Kapalı Alanı, m²	129.186,00
Birim Maliyet	1.739,66
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	52,19
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	53,76
Diğer Maliyetler	55,37
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.900,97
Tamamlanma Oranı,%	38,75%
AVM Tamamlanma Maliyeti, TL	95.161.923
2) Residence İnşaat Maliyeti	143.312.281
Σ Kapalı Alanı, m²	97.700,00
Birim Maliyet	1.342,39
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	40,27
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	41,48
Diğer Maliyetler	42,72
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.466,86
Tamamlanma Oranı, %	45,63%
Residence Tamamlanma Maliyeti, TL	65.386.228
3) Ofis İnşaat Maliyeti	16.030.909
Σ Kapalı Alanı, m²	8.433,00
Birim Maliyet	1.739,66
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	52,19
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	53,76
Diğer Maliyetler	55,37
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.900,97
Tamamlanma Oranı, %	31,97%
Ofis Tamamlanma Maliyeti, TL	5.125.082
4) Otopark ve Ortak Alan İnşaat Maliyeti	268.465.980
Otopark Maliyeti, TL	148.644.965
Σ Kapalı Alanı, m²	233.216,13
Birim Maliyet	637,37
Tamamlanma Oranı, %	100,00%

Otopark Tamamlanma Maliyeti, TL	148.644.965
Ortak Alan Maliyeti, TL	119.821.016
Σ Kapalı Alanı, m²	187.992,87
Birim Maliyet	637,37
Ortak Alan Tamamlanma Maliyeti, TL	49.559.648
5) Eğlence Alanı Maliyeti, TL	26.973.000
6) Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	13.467.767

(*) Eğlence alanı maliyeti, Müşteri Şirket öngörülerini doğrultusunda 15.000.000,-ABD\$ (değerleme tarihi itibari ile 26.973.000,-TL) olarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.

Yerinde yapılan incelemeler sonucu,

- ✓ AVM bölümünün tamamlanma oranı %38,75
- ✓ Residence bölümünün tamamlanma oranı %45,625
- ✓ Ofis bölümü tamamlanma oranı %31,97
- ✓ Otopark tamamlanma oranı %100
- ✓ Ortak alanlar tamamlanma oranı ise, yapılar bazında ayrıştırılarak hesaplanmıştır.
- ✓ toplam proje tamamlanma oranı ~%50,98 olarak tespit edilmiştir.

Mall Of İstanbul Projesinin ortalama tamamlanma oranına göre **Mevcut İnşaat Maliyeti** hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

(*)Tamamlanma Oranı, %	50,98%
Mevcut İnşaat Maliyeti, TL	363.877.846

(*) Tamamlanma yüzdelerini gösteren detaylı tablo Ek: 5'de sunulmuştur.

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı ile, **858 ada, 4 numaralı parsel** üzerinde inşai çalışmaları devam eden projenin;

- ✓ değerlendirme tarihi itibariyle Mevcut İnşaat Maliyeti **363.877.846,-TL**
- ✓ tamamlanması halinde inşaat maliyeti **713.829.094,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerlerinin Tespiti

858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almadığı için sadece Piyasa Yaklaşımı ile Müşteri hissesine düşen parsel değeri hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

- ✓ Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **32.319.375,-TL,**
- ✓ Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL,**

858 ada, 4 parsel numaralı gayrimenkulün (Mall Of İstanbul Projesi) toplam değeri, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan **inşaat maliyet tutarı** ilave edilmek suretiyle hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

AYRIŞTIRMA YÖNTEMİ (TAMAMLANMASI HALİNDE TOPLAM DEĞERİ)	
Parsel Değeri, TL	638.136.824
Yapı Değeri, TL	713.829.094
Toplam Değer, TL	1.351.965.918

Ayrıca, değerlendirme tarihi itibariyle Projenin tamamlanma yüzdesi tespit edilmiş ve bu doğrultuda **Projenin Mevcut Durum değeri** hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

AYRIŞTIRMA YÖNTEMİ (MEVCUT DURUM DEĞERİ)	
Parsel Değeri, TL	638.136.824
Yapı Değeri, TL	363.877.846
Toplam Değer, TL	1.002.014.670

Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda,

- ✓ 858 ada, 1 numaralı parselin Müşteri hissesi değeri;
 - Mevcut "**kat karşılığı inşaat sözleşmesi**" dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL**

- o Mevcut "kat karşılığı inşaat sözleşmesi" dikkate alınmak suretiyle **32.319.375,-TL**
- ✓ 858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde inşaatı devam eden Mall Of İstanbul projesinin
 - o **mevcut durum değeri** (%50,98 tamamlanma ile) **1.002.014.670,-TL**
 - o Tamamlanması halindeki değeri ise, **1.351.965.918,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayımına dayalı bu yöntem ile, değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda ulaşılan kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

FİNANSAL VARSAYIMLAR: 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	10.75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	4,50%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	2,50%
Proje 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 dağılacığı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. İskonto oranı bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır.

GELİR VARSAYIMLARI: Projenin değerlemesinde kullanılacak gelirlerin tespitinde;

- **Konut ve ofis alanlarının satışa konu edileceği,**
- **AVM alanlarının ise kiralamaya konu edileceği,**

Varsayılmıştır.

Konut Satış Gelirleri: Değerleme konusu Projenin konumlandığı bölgede son yıllarda birçok konut projesi hayata geçirilmiştir. Bölgede yer alan bazı konut projelerinin özellikleri, konumları, satış bedelleri ve m² satış bedelleri aşağıda sunulmuştur.

Emsal Projeler					
Proje Adı	Lokasyon	Daire Tipi	Satış Bedeli, TL	M2 Satış Bedeli, TL	M2 Satış Bedeli, ABD\$
BATIŞEHİR	Bağcılar	Stüdyo (47,07m ² -87,14m ²)	188.000,-TL - 323.000,-TL	3.994,-TL - 3.706,-TL	2.220,-ABD\$ - 2.061,-ABD\$
		1+1 (64,57m ² - 73,61m ²)	280.000,-TL	3.800,-TL	2.115,-ABD\$
		1,5+1 (145,11m ²)	524.000,-TL	3.610,-TL	2.008,-ABD\$
		2+1 (96,57m ² - 133,37m ²)	402.000,-TL - 489.000,-TL	4.162,-TL - 3.666,-TL	2.315,-ABD\$ - 2.039,-ABD\$
		3+1 (144,83m ² - 171,51m ²)	500.000,-TL - 514.000,-TL	3.450,-TL - 2.996,-TL	1.919,-ABD\$ - 1.666,-ABD\$
		4+1 (198,63m ² - 216,83m ²)	759.000,-TL - 818.000,-TL	3.821,-TL - 3.763,-TL	2.125,-ABD\$ - 2.093,-ABD\$
		DUBLEKS (112,08m ² - 247,56m ²)	466.000,-TL - 762.000,-TL	4.157,-TL - 3.078,-TL	2.312,-ABD\$ - 1.712,-ABD\$

AĞAOĞLU MYWORLD EUROPE	Başakşehir	1+1 (73,12m ² - 87,71m ²)	239.850,-TL - 302.850,-TL	3.280,-TL - 3.450,-TL	1.726,-ABD\$ - 1.815,-ABD\$
		2+1 (115,35m ² - 120,37m ²)	354.850,-TL - 410.850,-TL	3.076,-TL - 3.413,-TL	1.711,-ABD\$ - 1.898,-ABD\$
		3+1 (156,04m ² - 159,8m ²)	428.850,-TL - 513.050,-TL	2.750,-TL - 3.201,-TL	1.530,-ABD\$ - 1.785,-ABD\$
Avrupa Residence	Halkalı	1+1 (86,-m ²)	328.000,-TL - 434.000,-TL	3.800,-TL - 5.050,-TL	2.121,-ABD\$ - 2.806,-ABD\$
		1+1 (94,-m ² - 96,-m ²)	410.000,-TL - 471.000,-TL	4.350,-TL - 4.900,-TL	2.426,-ABD\$ - 2.728,-ABD\$
		2+1 (119,-m ² - 120,-m ²)	419.000,-TL - 556.000,-TL	3.500,-TL - 4.650,-TL	1.958,-ABD\$ - 2.577,-ABD\$
Avrupa Konutları, Atakent 3	Küçükçekmece	1+1 (83,24m ² - 93,28m ²)	339.700,-TL - 371.300,-TL	4.081,-TL - 4.023,-TL	2.270,-ABD\$ - 2.238,-ABD\$
		2+1 (120,83m ² - 151,-m ²)	404.900,-TL - 567.000,-TL	3.351,-TL - 3.755,-TL	1.864,-ABD\$ - 2.088,-ABD\$
		3+1 (134,98m ² - 177,23m ²)	511.300,-TL - 694.400,-TL	3.788,-TL - 3.918,-TL	2.107,-ABD\$ - 2.179,-ABD\$
		4+1 (191,28m ²)	735.100,-TL	3.843,00 TL	2.137,-ABD\$

Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ 1+1 daire tipi konutların m² satış bedellerinin 3.280,-TL ile 5.050,-TL (1.726,-ABD\$ ile 2.806,-ABD\$)
- ✓ 2+1 daire tipi konutların m² satış bedellerinin 3.076,-TL ile 4.650,-TL (1.711,-ABD\$ ile 2.577,-ABD\$),
- ✓ 3+1 daire tipi konutların m² satış bedellerinin 2.750,-TL ile 3.450,-TL (1.530,-ABD\$ ile 1.919,-ABD\$),
- ✓ 4+1 daire tipi konutların m² satış bedellerinin 3.763,-TL ile 3.843,-TL (2.093,-ABD\$ ile 2.137,-ABD\$),

Olduğu tespit edilmiştir.

Bu tespitler doğrultusunda, Proje içerisinde yer alan stüdyo, 1+1, 1,5+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 dairelerin öngörülen ortalama m² satış bedellerini ve yıllar itibariyle beklenen satış yüzdelerini gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2013	2014
Konut m ² Satış Bedeli, ABD\$	2.000	2.060
Konut Satış Oranı,%	80%	20%

Konutların m² satış bedellerinin, ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Ofis Satış Gelirleri: Gayrimenkullerin yakın çevresinde yer alan yer alan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümler için, bölgede tespit edilen emsaller aşağıda yer almaktadır.

Satılık Ofisler					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m2	Satış Bedeli, ABD\$	m ² Satış Bedeli, ABD\$	m ² Satış Bedeli, TL
Batışehir	K 1 Blok / A Tipi	289,07	756.889	2.618	4.708
	K 1 Blok / B Tipi	289,58	725.301	2.505	4.504
	K 3 Blok	77,32	172.489	2.231	4.011
İstanbul Vizyon Park	B1 Blok, 1. Kat, Havaalanı Cepheli	111,35	453.733	4.075	7.327
	A1 Blok, 2. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	174,04	604.801	3.475	6.249
	A1 Blok, 2. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	176,61	612.837	3.470	6.240
	A1 Blok, 7. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	169,42	618.376	3.650	6.563
	A1 Blok, 7. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	171,29	629.485	3.675	6.608
	B1 Blok, 3. kat, 29 Ekim Cad. cepheli	84,55	306.492	3.625	6.518
	B3 Blok, 9. kat, Havaalanı Cepheli	55,01	222.803	4.050	7.283
Kuyumcukent	1. Plaza, 4. kat	150	600.000	4.000	7.193
	1. Plaza, 6. kat	36	130.000	3.611	6.494

Yukarıda yer alan ofis emsallerinin irdelenmesi sonucunda;

- Batışehir'de yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **4.011,-TL ile 4.708,-TL** aralığında;

- İstanbul Vizyon Park'ta yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **6.250,-TL ile 7.327,-TL** aralığında;
- Kuyumcukent'te yer alan ofislerin, ise buldukları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **6.500,-TL ile 7.200,-TL** aralığında

Alım satım konu olduğu tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, Proje içerisinde yer alan ofislerin öngörülen ortalama m² satış bedellerini ve yıllar itibariyle beklenen satış yüzdelerini gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2013	2014	2015
Ofis m ² Satış Bedeli, ABD\$	2.500,0	2.575,0	2.652,3
Ofis Satış Oranı,%	60%	30%	10%

Ofislerin m² satış bedellerinin, ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

AVM Kira Gelirleri: Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin olarak gayrimenkullerin konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları aşağıda detaylı bir şekilde verilmiştir.

ALIŞVERİŞ MERKEZİ	AÇILIŞ TARİHİ	İLÇE/SEMT	YER SEÇİMİ	Σ KİRALANABİLİR ALAN, M ²	MAĞAZA SAYISI	MAĞAZA KİRA BEDELİ, ABD \$/M ² /AY
Airport AVM	2008	Bakırköy	Konut dokusuna yakın, karayolu üzerinde	32.000,00	120	50-60
Forum İstanbul	2009	Bayrampaşa	Konut dokusu ve merkezi işlevlere yakın	175.000,00	265	45-90
212 İstanbul Power Outlet	2009	Bağcılar	Konut dokusu ve finans merkezine yakın	70.000,00	175	60-80
Star City AVM	2010	Yenibosna	Karayolu Üzerinde	45.000,00	153	20-25

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda,

- Mağaza alanları için metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta) ortalama m² kira bedeli **22,- ABD\$,**
- Büyük Ölçekli Mağaza Alanlarının ortalama m² kira bedelinin **10,-ABD\$,**
- Yeme – İçme Alanları için ortalama m² kira bedeli **50,-ABD\$,**
- KİOSKlar için ortalama m² kira bedeli **150,-ABD\$,**

Olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

AVM içerisinde yer alan bölümlerin, yıllar itibariyle öngörülen doluluk oranı varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018-...
Mağaza/Büyük Ölçekli Mağaza Doluluk Oranı, %	-	80%	85%	90%	95%	98%
Yeme İçme Alanı Doluluk oranı	-	85%	90%	95%	98%	98%
KİOSK Doluluk Oranı, %	-	70%	70%	70%	70%	70%

KİOSK alanı için ise, KİOSK'ların çalışma şekillerine bağlı olarak günlük, haftalık, aylık kiralamalara konu olduğu, bu nedenle doluluk oranlarına ilişkin sağlıklı bir tespit yapılamadığı için, sabit %70 doluluk öngörülmüştür.

AVM'nin, Projenin tamamlanmasının ardından 2014 yılı son çeyreğinde kiralamaya konu edilmesi planlanmıştır.

AVM Alanı Kira gelirleri, yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda hesaplanmış ve İNA Analizinde kullanılmıştır. AVM alanı kira gelirlerinin her yıl ABD Doları bazında %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ: Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde detaylı bir şekilde verildiği üzere Mall Of İstanbul Projesinin inşai çalışmaları başlamış ve proje bütünüün parasal anlamda ortalama **SV P 12 TRGYO 08**

%50,98'lik kısmı tamamlanmıştır. Aşağıdaki tabloda, toplam inşaat maliyeti, tamamlanan kısım inşaat maliyeti ve gerekli inşaat maliyeti belirtilmiştir.

	TL	ABD\$
Toplam İnşaat Maliyeti (Öngörü)	713.829.094	396.968.687
Tamamlanan Kısım Maliyeti (%50,98) (gerçekleşme)	363.877.846	202.356.716
Gerekli İnşaat Tamamlama Maliyeti (Öngörü)	349.951.248	194.611.972

Projenin, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde tamamlanması planlanmakta olup, projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artırılmıştır.

	2013	2014
Proje Maliyeti, ABD\$	194.611.972	200.450.331
(*)Yıl İçerisinde Gerçekleştirilecek Tamamlanma Yatırımı Oranı, %	34,02%	15,00%
Yıl İçi Proje Tamamlanma Yatırımı Maliyeti, ABD\$	66.206.993	30.067.550

(*) Projenin %50,98'lik bölümü tamamlanmış olması nedeni ile kalan %49,02'lik bölüm için maliyet hesaplanmıştır.

İNA ANALİZİ: Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda hazırlanan Gelirlerin kapitalizasyonu – İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2013	2014	2015	2016	2017	DED
Toplam Satış Geliri , ABD\$	199.660.700	54.669.877	2.236.642			
Konut Satış Geliri, ABD\$	187.011.200	48.155.384	-			
Ofis Satış Geliri, ABD\$	12.649.500	6.514.493	2.236.642			
Toplam Kira Geliri, ABD\$		614.474	32.250.685	35.145.436	38.070.235	40.262.027
Mağaza Kira Geliri, ABD\$		422.961	22.218.146	24.230.849	26.344.317	27.991.530
Büyük Ölçekli Mağaza Kira Geliri, ABD\$		95.168	4.999.153	5.452.017	5.927.554	6.298.182
Yeme -İçme Alanı Kira Geliri, ABD\$		92.867	4.861.442	5.285.468	5.615.948	5.784.427
KİOSK Kira Geliri, ABD\$		3.478	171.944	177.102	182.415	187.888
Proje Maliyeti, ABD\$	-66.206.993	-30.067.550				
Proje Net Nakit Akımı	133.453.707	25.216.801	34.487.327	35.145.436	38.070.235	619.415.803
İskonto Oranı	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108	0,108
İskonto Faktörü	1,108	1,227	1,358	1,504	1,666	1,845
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60	0,54
Nakit Akımlarının NBD	120.499.961	20.559.025	25.387.991	23.361.138	22.848.984	335.675.676
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$						548.332.774
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0524
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						577.053.490
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						1.037.657.587

Sonuç olarak, yukarıdaki varsayım ve öngörüler altında gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi doğrultusunda, Mall Of İstanbul Projesinin mevcut durum değeri **1.037.657.587,-TL** olarak tespit edilmiştir.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu parseller üzerinde geliştirilmekte olan Mall Of İstanbul Projesinin, parselin "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmemiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan tüm analizlerde müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

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

Değerleme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

Beyanlar Bölümü:

- 2942 sayılı Kamulaştırma Kanunu'nun 7. Maddesine göre belirtme. (16.01.2008/910 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- 11164 sayılı kanunun 11. Maddesi Yönetmeliğin 44. Maddesi gereği Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü sattığı arsaları alanlar en geç 5 yıl içinde tasdikli imar planlarına uygun inşaat yapmak zorundadır. 5 yıl içinde imar planına uygun inşaat yapılmadıkça 3. Şahıslara satılamaz ve devredilemez ve hacz edilemez. (01.01.1900/0 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- 858 ada, 1 numaralı parselin 234194/240000 hissesi üzerinde S.S. Masko İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi lehine, 1. Dereceden, **12.000.000,-TL** bedelli ipotek vardır. (26.01.2011/933 Yev.)

Değerleme konusu 858 ada, **4 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

İrtifak Bölümü:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel Koşullar: A ile gösterilen 468,94m²'lik (B) Karayolları Genel Müdürlüğü (TCK) ile gösterilen 6.371,45 m²'lik kısımda yol emniyet ve bakım sahası olarak kullanılmak üzere imar planına göre Karayolları Genel Müdürlüğü lehine 4 parsel aleyhine yola terk edilmek üzere daimi irtifak hakkı) (Başlama Tarihi: 14.03.2012, Bitiş Tarihi: 19.02.2111; Süre: 99 Yıl) (15.03.2012/2809 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 31.05.2011 tarih ve 5995 yevmiye numarası ile 1. Dereceden **300.000.000,-USD** bedelli ipotek vardır.

858 ada, 4 ve 5 numaralı parseller, eski 858 ada, 2 numaralı parselin ifrazı sonucu oluşmuş olup, 5 numaralı parsel "Plon Yeri" olarak, Türkiye Elektrik İletim A.Ş. adına tescil edilmiştir.

2942 sayılı Kamulaştırma Kanunu'nun 7. maddesinde "*İdare kamulaştırma kararı verdikten sonra kamulaştırmanın tapu siciline şerh verilmesini kamulaştırmaya konu taşınmaz malın kayıtlı bulunduğu tapu idaresine bildirir. Şerh tarihinden itibaren iki yıl içerisinde 13 üncü maddeye göre tebligata başlanılmamış ise bu şerh sicilden silinir.*" Belirtildiği üzere ilgili tapu idaresinden ilgili kurumlar adına herhangi bir işlem gerçekleştirmediği öğrenilmiş olup **söz konusu şerhlerin hükmünü yitirdiği kanaatine varılmıştır.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almaması nedeni ile sadece Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile parsel değeri tespit edilmiştir. Ancak, Değerleme konusu parselin kısmen “kat karşılığı inşaat sözleşmesine konu edilerek” edinilmiş olması sebebiyle, bu sözleşme gereği yükümlülüklerin öngörülen değerleri parsel değerinden ayrıca düşülmek suretiyle, “kat karşılığı sözleşmesi dikkate alınmak suretiyle hesaplanan Parsel değeri” ayrıca verilmiştir.

858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde gerçekleştirilmekte olan Mall Of İstanbul projesi için ise;

- **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (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.
- Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	858 ada, 1 Parsel	
	TL	ABD\$
Ayrıştırma Yöntemi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınarak	32.319.375	17.973.182
Ayrıştırma Yöntemi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınmaksızın	68.283.375	37.973.182
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi	-	-
Kullanılan Yöntem	858 ada, 4 Parsel	
	TL	ABD\$
Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)	1.002.014.670	557.232.049
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi	1.037.657.587	577.053.490

Sonuç olarak; değerlendirme konusu gayrimenkullerin ;

- Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerin birbiri ile yakın ve tutarlı olduğu,
- **858 ada, 1 numaralı parselin** Müşteri Hissesine düşen kısmına ait Piyasa Yaklaşımı sonucu tespit edilen değer;
 - Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **32.319.375,-TL**
 - Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL**
- **858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde inşa edilmekte olan Mall Of İstanbul Projesi** değerinin, **henüz gelir yaratmaya başlamamış olması sebebiyle** gelir yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemleriyle belirlenmesinin daha yüksek hata payı içerebileceği,

- Yukarıdaki sebeplerle, Ayrıştırma Yöntemi (parsel değeri için piyasa/emsal yaklaşımı, yapı değeri için maliyet yaklaşımı) kullanılmak suretiyle hesaplanan değerin, gayrimenkulün değerini daha doğru olarak temsil edeceği,
- Değerleme tarihi itibarıyla Ayrıştırma yöntemi sonucu tespit edilen mevcut durum değerinin (tamamlanma oranı %50,98), **1.002.014.670,-TL**'nin, gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabulünün,

uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin mevzuat gereğince bütün izinleri alınmıştır.

7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

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

- ✓ Mall Of İstanbul projesinin mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, Md. 34/Fıkra 2 (Değişik: Seri: VI, No: 26 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 tasarrufla bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.**" hükmü gereği,
 - **858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde bulunan toplam 12.000.000,-TL tutarındaki ipoteye konu kredi ile 858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde bulunan 300.000.000 USD tutarındaki ipoteye 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.

Diğer taraftan, Tebliğ'in Seri: VI, No: 21 sayılı Tebliğ ile değişik "Borçlanma Sınırı" başlıklı 35'inci maddesinin ilk bendinde,

- **Ortaklıklar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan konsolide olmayan özsermayesinin beş katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayrimenkul kredileri de dikkate alınır.**

Denmek suretiyle borçlanmaya kısıtlama getirilmiştir.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteye 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 sınırlamaları dikkate alınmamıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine Müşteri mülkiyetindeki tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ 1 parsel numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ 4 parsel numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve üzerinde konumlandırılan "Mall Of İstanbul" projesinin

yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda; takyidatlar dikkate alınmaksızın

I. Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere, değerlendirme konusu gayrimenkullerin **GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca olmadığı,**

II. **858 ada, 1 numaralı parselin adil piyasa değerinin,** fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;

- Parsel paylarının (kısmen) edinimi sırasında imzalanan kat karşılığı inşaat sözleşmesinin dikkate alınmaması durumunda;
 - KDV Hariç **68.283.375,00TL**
 - KDV Dahil **80.574.382,50TL**
- Parsel paylarının kısmen edinimi sırasında imzalanan kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınarak, bu sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerinin düşülmesi durumunda;
 - KDV Hariç **32.319.375,00TL**
 - KDV Dahil **38.136.862,50TL**

III. **858 ada, 4 numaralı parsel** ve üzerinde geliştirilen Mall Of İstanbul Projesinin (Parsel ve yapı değeri detayı Rapor'un 6.4.3 bölümünde verilmiştir.) mevcut tamamlanma oranına göre, **adil (rayiç) piyasa değerinin,** fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;

- KDV Hariç **1.002.014.670,00TL**
- KDV Dahil **1.182.377.310,60TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla


Yasemin **KARAKAYA**
G. Değerleme Uzmanı
S.P.K. Lisans No.: 400873


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.