



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – ESENYURT İLÇESİ
2618 ADA – 18 NUMARALI PARSEL

“Torium Residence”

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 Ekonomik 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 Konut Sektörü | 17 |
| 4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler, | 21 |
| 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER | 22 |
| 5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler | 22 |
| 5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı | 22 |
| 5.1.2. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler, | 22 |
| 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri | 23 |
| 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi | 24 |
| 5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri | 24 |
| 5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri | 24 |
| 5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri | 24 |
| 5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri: | 24 |
| 6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI | 25 |
| 6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi: | 25 |
| 6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler, | 27 |
| 6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler, | 27 |
| 6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar, | 27 |
| 6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti | 28 |
| 6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi | 32 |
| 6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri | 34 |
| 6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi | 34 |
| 6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, | 34 |
| 6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, | 34 |
| 7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ | 35 |
| 7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması | 35 |
| 7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri | 36 |
| 7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler | 36 |
| 7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş | 36 |
| 8. SONUÇ | 37 |
| 8.1. Nihai Değer Takdiri | 37 |
| 9. RAPOR EKLERİ | Hata! Yer işareti tanımlanmamış. |
| 10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ | Hata! Yer işareti tanımlanmamış. |
| 11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ 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_05

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Esenyurt İlçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, 18 numaralı parselde kayıtlı, toplam 83 bağımsız bölümden oluşan "Torium Residence" içerisinde yer alan ve Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

G.Değerleme Uzmanı : 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 Maslak Sarıyer/İstanbul
T:0 (212) 330 01 88; F: 0 (212) 330 01 89 W : www.standartqd.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, Müşteri mülkiyetinde yer alan bağımsız bölümlerin yasal durumlarının irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

Müşteri tarafından Standart'a sunulan belgeler esas alınarak ilgili makamlar nezdinde **Rapor'un 5.2 bölümünde belirtilen tarih 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 tümünden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
- Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

Bu **Standartın amacı, Pazar Değeri’nin ortak bir tanımını** belirlemektir. Bu Standart ayrıca, değerlemenin amacı ve planlanan 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 değerleme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, **Rapor’un 3.6 Bölümünde** verilmiştir.
- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadaki elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri’nin** ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**
Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, yukarıdaki prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadaki elde edilen verileri esas alması durumunda **Pazar Değeri** olmalıdır.
- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri’nin** tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabileceğini belirler. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri, karşılaştırmalı bir yaklaşımdır. Her bir değerlendirme durumunda, bir veya daha fazla sayıda yöntem genellikle piyasadaki faaliyetleri en iyi temsil eden yöntemdir. **Değerleme Uzmanı, her bir Pazar Değeri çalışmasında her yöntemi göz önüne alacak ve hangi yöntemlerin en uygun olduğunu tespit edecektir.**

Kapsam

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

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

Tanımlar

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

- **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdir eder. 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 mantığı olarak niçin mümkün olduğunun Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmasını gerektirebilir. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantığı olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bunlar artık finansal fizibilite bakımından test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerle sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.

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

6.6 Arz ve talep arasında ciddi bir eşitsizlik bulunan veya aşırı derecede oynak piyasalarda, mülkün en verimli ve en iyi kullanımı ileride 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 değerlendirme konusu mülkle rekabet eden benzer arazi parselleri için teklif edilen fiyatların analizi de pazarın daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilir.

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

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 sektörlerle 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 | CARİ 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 MÜŞTARLIĞI, 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 İtibariyle

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 Konut Sektörü

Yılın üçüncü çeyrek döneminde alınan yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri daire sayıları ikinci çeyrek döneme göre gerilemiştir. Geçen yılın aynı çeyrek dönemine göre işe alınan yapı ruhsatları

artarken yapı kullanım izin belgesi daire sayıları gerilemiştir. İlk dokuz ay itibariyle 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 dördüncü çeyrekte; yılın Üçüncü çeyrek dönemine göre büyüme göstermiştir. Aralık ayı sonu itibariyle konut kredileri hacmi 86 milyar TL'ye ulaşmıştır. Dördüncü çeyrekte kredi büyümesi yüzde 6.2, 2012 yılının toplamında ise yüzde 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

Yılın 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 kredilerde toplulaşması devam etmektedir. 61-120 ay vadeli kredilerin 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 (Kasım)

Yılın üçüncü çeyreğinde konut satışları 103.543 ile ikinci çeyreğin yüzde 2.4 altında, geçen 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. 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 | 9,40 |

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

Yılın üçüncü çeyrek döneminde Türkiye genelinde konut kiralalarında hissedilir bir artış olmuştur. Üçüncü çeyrekte konut kiralaları 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 ⁽¹⁾ | 124,8 | 126,1 | 129,0 | 123,1 | 120,0 |

(1) Ekim

Yeni konut fiyatlarında artış hızı yıl genelinde yavaşlamıştır. Artış oranı yılın üçüncü çeyreğinde sadece yüzde 1.7 olurken, ilk 10 aylık dönemde fiyat artışı tüm daireler için yüzde 7.9 olmuştur. Tüm daire tiplerinde benzer oranlarda artış oranı yavaşlamaktadır.

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.

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



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

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

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

| | Toplam | Erkek | Kadın |
|-----------------|-------------------|------------------|------------------|
| Esenyurt | 553.369 | 284.209 | 269.160 |
| İSTANBUL | 13.854.740 | 6.956.908 | 6.897.832 |

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, Saadetdere Mah, E 5 Üzeri, Haramidere - Esenyurt/ İSTANBUL adresinde yer alan tapuda; İstanbul İli, Esenyurt ilçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, 18 parsel numarasında kayıtlı ve içerisinde toplam 83 adet konut, 299 adet İşyeri+Depo, 1 adet Trafo Merkezi yer alan ana gayrimenkul **Torium AVM + Residence** kompleksinin, 83 bağımsız bölümden oluşan "**Torium Residence**" kısmının değerlendirme tarihi itibarıyla Müşteri Mülkiyetinde olan bağımsız bölümleridir.



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

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

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu Toruim Residence, içerisinde toplam 83 adet bağımsız bölüm yer almaktadır. Konutlar, stüdyo daire (1+0), 1+1, 2+1, 2+1 dubleks şeklinde inşa edilmiştir.

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

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

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

Yapı Kullanma İzin Belgesinde belirtilmiş olan, 7.090,-m² kapalı alan, net konut alanı olup, brüt konut alanı Müşteri Şirketten alınan bilgiler ve onaylı mimari kat irtifak projesinde yer alan bilgiler doğrultusunda **8.684,81m²** olarak belirlenmiştir. Rapor'da değerlendirme çalışmalarına ilişkin hesaplamalar, benzer konut projelerinin satışa esas metrajların "brüt alan" üzerinden yapıyor olması sebebiyle, brüt alanlar üzerinden yapılmıştır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

| ANA GAYRİMENKUL TAPU BİLGİLERİ | | | | | | |
|---|---------|--------|----------|-----------|---------|--|
| İli | : | | | | | İstanbul |
| İlçesi | : | | | | | Esenyurt |
| Mahallesi/Köyü | : | | | | | Esenyurt |
| Pafta No | : | | | | | - |
| Ada No | : | | | | | 2618 |
| Parsel No | : | | | | | 18 |
| Yüzölçümü,m ² | : | | | | | 44.571,38 |
| Ana Gayrimenkul Niteliği | : | | | | | Arsa |
| Edinme Tarihi ve Yevmiye No. | : | | | | | 13.09.2011/28627 |
| Malik | : | | | | | Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. |
| TORIUM KONUT PROJESİ BAĞIMSIZ BÖLÜM LİSTESİ (*) | | | | | | |
| BAĞIMSIZ BÖLÜM NO | BLOK NO | KAT NO | NİTELİĞİ | ARSA PAYI | | CİLT NO/ SAHİFE NO |
| 2 | B | 1 | KONUT | 951 | 4457138 | 689/68393 |
| 3 | B | 1 | KONUT | 917 | 4457138 | 689/68394 |
| 9 | B | 1 | KONUT | 310 | 4457138 | 689/68400 |
| 10 | B | 1 | KONUT | 510 | 4457138 | 689/68401 |
| 11 | B | 1 | KONUT | 696 | 4457138 | 689/68402 |
| 13 | B | 1 | KONUT | 697 | 4457138 | 689/68404 |
| 14 | B | 2 | KONUT | 541 | 4457138 | 689/68405 |
| 21 | B | 2 | KONUT | 318 | 4457138 | 689/68412 |
| 23 | B | 2 | KONUT | 477 | 4457138 | 689/68414 |
| 24 | B | 2 | KONUT | 477 | 4457138 | 689/68415 |
| 26 | B | 2 | KONUT | 358 | 4457138 | 689/68417 |
| 28 | B | 2 | KONUT | 948 | 4457138 | 689/68419 |
| 29 | B | 2 | KONUT | 1068 | 4457138 | 689/68420 |
| 31 | B | 2 | KONUT | 453 | 4457138 | 689/68422 |
| 32 | B | 2 | KONUT | 1031 | 4457138 | 689/68423 |
| 33 | B | 2 | KONUT | 1004 | 4457138 | 689/68424 |
| 34 | B | 2 | KONUT | 882 | 4457138 | 689/68425 |
| 35 | B | 2 | KONUT | 862 | 4457138 | 689/68426 |
| 38 | B | 3 | KONUT | 551 | 4457138 | 689/68429 |
| 42 | B | 3 | KONUT | 298 | 4457138 | 689/68433 |
| 46 | B | 3 | KONUT | 324 | 4457138 | 689/68437 |
| 47 | B | 3 | KONUT | 486 | 4457138 | 689/68438 |
| 49 | B | 3 | KONUT | 364 | 4457138 | 689/68440 |
| 51 | B | 3 | KONUT | 486 | 4457138 | 689/68442 |
| 52 | B | 3 | KONUT | 299 | 4457138 | 689/68443 |
| 55 | B | 3 | KONUT | 624 | 4457138 | 689/68446 |
| 58 | B | 3 | KONUT | 879 | 4457138 | 689/68449 |
| 61 | B | 4 | KONUT | 551 | 4457138 | 689/68452 |
| 62 | B | 4 | KONUT | 1106 | 4457138 | 689/68453 |
| 63 | B | 4 | KONUT | 962 | 4457138 | 689/68454 |
| 64 | B | 4 | KONUT | 300 | 4457138 | 689/68455 |

| | | | | | | |
|----|---|---|-------|-----|---------|-----------|
| 68 | B | 4 | KONUT | 324 | 4457138 | 689/68459 |
| 69 | B | 4 | KONUT | 324 | 4457138 | 689/68460 |
| 70 | B | 4 | KONUT | 486 | 4457138 | 689/68461 |
| 74 | B | 4 | KONUT | 486 | 4457138 | 689/68465 |
| 75 | B | 4 | KONUT | 299 | 4457138 | 689/68466 |
| 76 | B | 4 | KONUT | 843 | 4457138 | 689/68467 |
| 79 | B | 4 | KONUT | 982 | 4457138 | 689/68470 |
| 81 | B | 4 | KONUT | 879 | 4457138 | 689/68472 |
| 83 | B | 4 | KONUT | 768 | 4457138 | 689/68474 |

(*) Torium Residence içerisinde Torunlar GYO A.Ş.'ye ait 40 adet konut olması nedeni ile tapu belgeleri rapor ekinde verilmemiştir. (Tapu belgeleri örnekleri inceleme dosyasındadır.)
(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Listesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

18.12.2012 tarihi itibari ile Esenyurt Tapu Sicil Müdürlüğü ve 01.02.2013 tarihi itibari ile Esenyurt Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu bağımsız bölümler 13.09.2011 tarih ve 28627 yevmiye numarası ile **kat irtifakı tesis** işleminden tapuya tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde alım-satım işlemine konu olmamıştır.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu bağımsız bölümler üzerinde herhangi bir takyidata rastlanmamıştır.

Torium Residence içerisinde Torunlar GYO A.Ş.'ye ait 40 adet konut olması nedeni ile yazılı tapu takyidatları rapor ekinde verilmemiştir. (Yazılı Tapu Takyidatı örnekleri inceleme dosyasındadır.)

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

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

- o Emsal (E): 2,00
- o Taks:0,40
- o Min. Parsel büyüklüğü 1.000,-m²'dir.
- o Avan projeye göre uygulama yapılacaktır.

Yapı Ruhsatı: 20.01.2011 tarihli "Konut, İşyeri, Otopark+Ortak Alanlar ve Trafo Merkezi" için verilmiş 229.260,-m² alanlı **Tadilat Yapı Ruhsatı Mevcuttur.**

Yapı Kullanma İzin Belgesi:

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

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesi)

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

(EK : 5 : Gayrimenkullere Ait Kat Planları)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

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

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

(ii) *Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle,*

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

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

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

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satım / kiralamaya konu olmuş, emsal araştırmalarına yer verilmiştir.

Ayrıca, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin 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. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti

Değerleme konusu gayrimenkullerin konumlandığı bölgede son yıllarda birçok konut projesi hayata geçirilmiştir. Bölgede yer alan bazı konut projelerinin özellikleri, fiyatları ve konumları aşağıda sunulmuştur.



Değerleme konusu Torium Residence'ın yakın çevresinde Kıptas Saadetdere Konutları, Regnum Astrum Towers, Solar Kent, Beyaz City, Acunkent ve N Towers gibi birçok konut alanları yer almaktadır.

| BEYAZ CITY | |
|--------------------------------------|--|
| Konum | Beylikdüzü |
| Yüklenici | Beyaz İnşaat |
| Yapım Yılı | 2010 |
| Arsa Yüzölçümü, m ² | 50.000 |
| Toplam İnşaat Alanı, m ² | 13.700 |
| Proje Tipi | Konut+AVM |
| Konut Sayısı | 320 |
| Konut Tipleri | 1+1A(60m ²),1+1B(64m ²), 2+1A(118m ²),2+1B(88m ²),2+1C(91m ²) 3+1A(146m ²),3+1B(136m ²),3+1C(148m ²), 4+1(178m ²) |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 60-178m ² |
| Konut Fiyatları, TL | 1+1 Daireler 135.000-145.000,-TL 2+1 Daireler 185.000-230.000,-TL 3+1 Daireler 270.000-290.000,-TL 4+1 Daireler 330.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 1.840-2.400,-TL |
| Genel Özellikler | Açık-Kapalı yüzme havuzu, kapalı otopark, sauna-fitness center, yürüyüş ve çocuk oyun alanları, güvenlik, AVM |

| REGNUM ASTRUM TOWERS | |
|---------------------------------------|--|
| Konum | Haramidere |
| Yüklenici | Regnum İnşaat |
| Yapım Yılı | 2009 |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | 33.803 |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | 146.127 |
| Proje Tipi | Konut |
| Konut Sayısı | 1.285 |
| Konut Tipleri | 1+1(A,B,C,D,E,F,G,H,I), 2+1(A-B-C-D), 3+1(A-B), 4+1(Dubleks) |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 1+1(47-70,- m ²), 2+1(80-107,- m ²), 3+1(128-136,- m ²), 4+1(168,- m ²) |
| Konut Fiyatları, TL | 1+1 Daireler 110.000-150.000,-TL 2+1 Daireler 160.000-240.000,-TL 3+1 Daireler 215.000-300.000,-TL 4+1 Daireler 390.000,-TL |
| Satış Fiyatları, (TL/m ²) | 1.680-2.200,-TL |
| Genel Özellikler | Gözlemevinin ve gök bilim kütüphanesi, açık ve kapalı havuz, fitness center, sauna, restoran, çarşı, açık ve kapalı otopark, spor alanları ve çocuk oyun parkı |

| SOLARKENT | |
|--------------------------------------|---|
| Konum | Esenyurt |
| Yüklenici | Aydınlı Yapı |
| Yapım Yılı | 2011 |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | N/A |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | 28.000 |
| Proje Tipi | Konut |
| Konut Sayısı | 866 |
| Konut Tipleri | 1+1(B1-B2-B3), 2+1(A-B-C-D-E), 3+1(A-B) |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 67-144m ² |
| Konut Fiyatları, TL | 1+1 Daireler 120.000-150.000,-TL 2+1 Daireler 200.000-230.000,-TL 3+1 Daireler 240.000-293.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 2.000-2.240,-TL |
| Genel Özellikler | Açık-Kapalı yüzme havuzu, kapalı otopark, sauna- fitness center, yürüyüş ve çocuk oyun alanları, güvenlik, çarşı, kreş-anaokulu |

| ACUNKENT | |
|--------------------------------------|--|
| Konum | Esenyurt |
| Yüklenici | Uluhan Grup |
| Yapım Yılı | İnşaat Halinde |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | 10.000 |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | 98.870 |
| Proje Tipi | Karma Kullanım (Konut+Mağaza+Ofis) |
| Konut Sayısı | 670 |
| Konut Tipleri | 1+0-Stüdyo(40m ²), 1+1(60-80m ²), 2+1(80-95-105m ²), 4+1-Dubleks(155-180-185m ²) |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 40-185m ² |
| Konut Fiyatları, TL | 1+0 Daireler 65.000-95.000,-TL 1+1 Daireler 110.000-150.000,-TL 2+1 Daireler 150.000-175.000,-TL 4+1 Daireler 250.000-300.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 1.600-2.375,-TL |
| Genel Özellikler | Süs havuzu, yüzme havuzu, 2 katlı AVM, kafe-restoran, mini golf sahası, kapalı otopark, fitness center, yürüyüş ve çocuk oyun alanları, güvenlik, kreş |

| N TOWERS | |
|--------------------------------------|---|
| Konum | Haramidere |
| Yüklenici | Özyurtlar İnşaat |
| Yapım Yılı | İnşaat Halinde |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | 32.000 |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | N/A |
| Proje Tipi | Karma Kullanım (Konut+Mağaza) |
| Konut Sayısı | 2048 |
| Konut Tipleri | 1+1(66m ²), 2+1(112m ²), 3+1(142m ²), |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 66-142m ² |
| Konut Fiyatları,TL | 1+1 Daireler 109.000-115.000,-TL 2+1 Daireler 170.000-180.000,-TL 3+1 Daireler 249.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 1.600-1.750,-TL |
| Genel Özellikler | Tenis kortu, basketbol sahası, fitness center, yüzme havuzu, güneşlenme terasları, bisiklet, yürüyüş ve koşu parkurları, güvenlik |

| EKİNOKS BEYLİKDÜZÜ RESIDENCE | |
|--------------------------------------|--|
| Konum | Beylikdüzü |
| Yüklenici | Ekinciler İnşaat |
| Yapım Yılı | 2008 |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | 41.000 |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | N/A |
| Proje Tipi | Konut |
| Konut Sayısı | 213 |
| Konut Tipleri | 1+1(89m ²), 2+1(114-119m ²), 3+1(151-156m ²), |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 89-156m ² |
| Konut Fiyatları, TL | 1+1 Daireler 158.000-178.000,-TL 2+1 Daireler 215.000-265.000,-TL 3+1 Daireler 278.000-290.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 1.775-2.300,-TL |
| Genel Özellikler | Cafe, restoran, pastane, kuaför, eczane, kuru temizleme gibi günlük ihtiyaçlara hizmet veren birimler |

| KİPTAŞ SAADETDERE EVLERİ | |
|--------------------------------------|--|
| Konum | Esenyurt |
| Yüklenici | Kiptaş |
| Yapım Yılı | N/A |
| Arsa Yüzölçümü,m ² | N/A |
| Toplam İnşaat Alanı,m ² | N/A |
| Proje Tipi | Konut |
| Konut Sayısı | N/A |
| Konut Tipleri | 2+1(95m ²), 3+1(126-150m ²), |
| Konut Büyüklükleri,-m ² | 95-150m ² |
| Konut Fiyatları, TL | 2+1 Daireler 165.000,-TL 3+1 Daireler 200.000-230.000,-TL |
| Satış Fiyatları (TL/m ²) | 1.600-1.740,-TL |
| Genel Özellikler | İlköğretim ve Çok Programlı Lise, cami, çay bahçesi, açık otopark, çocuk oyun alanları, tenis kortu, basket sahası, güvenlik |

Yukarıda detayları verilen konut projelerinden;

- ✓ Beyaz City, N Towers, Acunkent; konut + AVM'nin bir arada olduğu konut projelerine örnektir.
- ✓ Regnum Astrum Towers, Solarkent ve Kiptaş Saadetdere Konutları, değerlendirme konusu Torium Residence ile konum olarak en iyi örtüşen projelerdir.
- ✓ Kiptaş Saadetdere Konutları emsallere oranla yapı olarak daha niteliksiz ve orta gelir grubuna hitap etmektedir.

Emsal projelerin daire tiplerine göre m² satış bedellerini gösterir özet tablo aşağıda sunulmuştur.

| ÖZET TABLO | | | |
|------------|------------|--------------------------------|--|
| PROJE ADI | DAİRE TİPİ | DAİRE BÜYÜKLÜĞÜ,M ² | ORTALAMA SATIŞ BEDELİ, TL/M ² |
| BEYAZ CITY | 1+1 | 60-64 | 2.250 |
| | 2+1 | 88-91-118 | 2.005 |
| | 3+1 | 136-146-138 | 1.905 |

| | | | |
|-------------------------------------|-----|----------------------|--------------|
| | 4+1 | 178 | 1.855 |
| REGNUM ASTRUM TOWERS | 1+1 | 47-50-52-53-56-59-70 | 2.241 |
| | 2+1 | 80-99-102-107 | 2.284 |
| | 3+1 | 128-136 | 2.000 |
| | 4+1 | 168 | 2.320 |
| | 1+1 | 67-72 | 2.015 |
| SOLARKENT | 2+1 | 113-121 | 2.150 |
| | 3+1 | 139-144 | 1.880 |
| | 1+0 | 40 | 2.000 |
| ACUNKENT | 1+1 | 60-80 | 1.855 |
| | 2+1 | 80-95-105 | 1.777 |
| | 4+1 | 155-180-185 | 1.617 |
| | 1+1 | 66 | 1.697 |
| NTOWERS | 2+1 | 112 | 1.563 |
| | 3+1 | 142 | 1.754 |
| | 1+1 | 89 | 1.888 |
| EKİNOKS BEYLİKDÜZÜ RESİDENCE | 2+1 | 114-119 | 2.077 |
| | 3+1 | 151-156 | 1.850 |
| | 2+1 | 95 | 1.737 |
| KİPTAŞ SAADETDERE EVLERİ | 3+1 | 126-150 | 1.560 |

Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ 1+0 daire tipi konutların ortalama m² satış bedellerinin **2.000,-TL**
- ✓ 1+1 daire tipi konutların ortalama m² satış bedellerinin **2.015,-TL**
- ✓ 2+1 daire tipi konutların ortalama m² satış bedellerinin **1.942,-TL**

olduğu,

- ✓ Yukarıda yer alan değerlerin deklare satış bedelleri olduğu, gerçekleşen/gerçekleşecek satış bedellerinin daha düşük olacağı,

Tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda; Müşteri Şirket'in geliştirdiği projede yer alan değerlendirme konusu konut vasıflı gayrimenkullerin, halen satışı tamamlanmamış bağımsız bölüm sayısı da dikkate alınarak, **aşağıda yer alan** tabloda daire tipleri, cepheleri ve buldukları katlara göre taktir edilen **brüt alan üzerinden m² satış bedellerinin** değerlendirme çalışmalarına esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

| Daire Tipi | Birim Fiyat | | | |
|-----------------|--------------|-------|-----------------|-------|
| | 1. Kat | | 2. Kat ve Üzeri | |
| | Kuzey | Güney | Kuzey | Güney |
| 1+0 | 1.500 | - | 1.600 | - |
| 1+1 | 1.450 | 1.400 | 1.550 | 1.500 |
| 2+1 | 1.350 | 1.300 | 1.450 | 1.400 |
| 2+1 Dupleks | - | - | 1.350 | 1.300 |
| ORTALAMA | 1.455 | | | |

Yukarıda verilen tabloda yer alan birim bedeller esas alınmak suretiyle, değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

| B.B. No | Daire Tipi | Brüt Alan, m ² | m ² Satış Değeri, TL | B.B Değeri, TL |
|---------|------------|---------------------------|---------------------------------|-------------------|
| 2 | 2+1 D | 170,02 | 1,300,00 | 221.030,95 |
| 3 | 2+1 A | 168,62 | 1.350,00 | 227.635,71 |
| 9 | 1+0 C | 52,38 | 1.500,00 | 78.571,43 |
| 10 | 1+1 B | 94,05 | 1.450,00 | 136.369,05 |
| 11 | 2+1 B | 130,63 | 1.300,00 | 169.820,24 |
| 13 | 2+1 C | 130,95 | 1.300,00 | 170.238,10 |
| 14 | 1+1 E | 94,05 | 1.500,00 | 141.071,43 |
| 21 | 1+0 D | 52,17 | 1.600,00 | 83.466,67 |
| 23 | 1+1 A | 85,32 | 1.550,00 | 132.248,21 |
| 24 | 1+1 A | 85,38 | 1.550,00 | 132.340,48 |
| 26 | 1+1 E | 58,74 | 1.550,00 | 91.044,05 |
| 28 | 2+1 DUBLEX | 177,75 | 1.350,00 | 239.962,50 |
| 29 | 2+1 DUBLEX | 190,82 | 1.350,00 | 257.608,93 |
| 31 | 1+1 G | 75,00 | 1.500,00 | 112.500,00 |

| | | | | |
|---------------|------------|-----------------|----------|---------------------|
| 32 | 2+1 DUBLEX | 187,93 | 1.300,00 | 244.307,14 |
| 33 | 2+1 F | 183,07 | 1.400,00 | 256.300,00 |
| 34 | 2+1 G | 160,71 | 1.400,00 | 225.000,00 |
| 35 | 2+1 G | 157,14 | 1.400,00 | 220.000,00 |
| 38 | 1+1 E | 94,05 | 1.500,00 | 141.071,43 |
| 42 | 1+0 B | 47,99 | 1.600,00 | 76.780,95 |
| 46 | 1+0 C | 52,17 | 1.600,00 | 83.466,67 |
| 47 | 1+1 A | 85,32 | 1.550,00 | 132.248,21 |
| 49 | 1+0 E | 58,51 | 1.600,00 | 93.619,05 |
| 51 | 1+1 A | 85,24 | 1.550,00 | 132.119,05 |
| 52 | 1+0 B | 48,13 | 1.600,00 | 77.009,52 |
| 55 | 1+1 F | 106,42 | 1.500,00 | 159.625,00 |
| 58 | 2+1 G | 157,14 | 1.400,00 | 220.000,00 |
| 61 | 1+1 E | 94,05 | 1.500,00 | 141.071,43 |
| 62 | 2+1 D | 188,45 | 1.400,00 | 263.833,33 |
| 63 | 2+1 A | 168,62 | 1.450,00 | 244.497,62 |
| 64 | 1+0 A | 48,18 | 1.600,00 | 77.085,71 |
| 68 | 1+0 C | 52,17 | 1.600,00 | 83.466,67 |
| 69 | 1+0 C | 52,17 | 1.600,00 | 83.466,67 |
| 70 | 1+1 A | 85,32 | 1.550,00 | 132.248,21 |
| 74 | 1+1 A | 85,24 | 1.550,00 | 132.119,05 |
| 75 | 1+0 B | 48,13 | 1.600,00 | 77.009,52 |
| 76 | 2+1 J | 147,62 | 1.450,00 | 214.047,62 |
| 79 | 2+1 F | 175,64 | 1.400,00 | 245.900,00 |
| 81 | 2+1 G | 157,14 | 1.400,00 | 220.000,00 |
| 83 | 2+1 C | 137,37 | 1.400,00 | 192.316,67 |
| TOPLAM | | 4.429,80 | | 6.362.517,27 |

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Torium Residence içerisinde yer alan Müşteri Şirket mülkiyetindeki **40 adet bağımsız bölümün**, detayları yukarıda verildiği üzere **toplam rayiç piyasa değeri 6.362.517,-TL** olarak tespit edilmiştir.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

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

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

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

İskonto oranı belirlenmesinde;

- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde, İNA analiziyle elde edilen değerlerin **mevcut piyasa koşulları (risk ve getiri seviyesi)** ve emsal kira bedelleri dikkate alındığında, gayrimenkul değeri/kira geliri ilişkisinin rasyonel olarak kurulmadığı,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Indeks) olan %3 ila risksiz getiri beklentisini de

içeren %5 civarında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabildiği,

Hususları dikkate alınmak suretiyle, konutlar için piyasa koşullarına uygun oran aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

| İskonto Oranı | 7,0% |
|-------------------------|------|
| Risksiz Getiri Oranı(*) | 4,5% |
| Piyasa Risk Primi | 2,5% |
| Sektör Risk Primi | 0% |

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

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

| Proje Adı | Özellikler | Kira Bedeli, TL | m ² Kira Bedeli, TL | Kira Bedeli, ABD\$ | m ² Kira Bedeli, ABD\$ |
|------------------------------|--|-----------------|--------------------------------|--------------------|-----------------------------------|
| Beyaz City | 1+1, 64m ² , 13.katta konumlu daire | 700 | 10,94 | 389,28 | 6,08 |
| | 2+1, 91 m ² , 12.katta konumlu daire | 800 | 8,79 | 444,89 | 4,89 |
| | 3+1, 146 m ² , 11.katta konumlu daire | 1.200 | 8,22 | 667,33 | 4,57 |
| Regnum Astrum Towers | 1+1, 47,-m ² üst katlarda konumlu daire | 500 | 10,64 | 278,06 | 5,92 |
| | 2+1, 102,-m ² üst katlarda konumlu daire | 850 | 8,33 | 472,69 | 4,63 |
| | 3+1, 128,-m ² 15. katta konumlu daire | 750 | 5,86 | 417,08 | 3,26 |
| Solarkent | 1+1, 72,-m ² , 15. katta konumlu daire | 600 | 8,33 | 333,67 | 4,63 |
| | 2+1,102,-m ² , üst katlarda konumlu daire | 700 | 6,86 | 389,28 | 3,82 |
| | 3+1,121,-m ² , 5.katta konumlu daire | 850 | 7,02 | 472,69 | 3,91 |
| Ekinoks Beylikdüzü Residence | 1+1, 89,-m ² , 6. katta konumlu daire | 850 | 9,55 | 472,69 | 5,31 |
| Kıptaş Saadetdere Konutları | 2+1, 95,-m ² ,kullanımlı daire | 700 | 7,37 | 389,28 | 4,10 |
| | 3+1, 150,-m ² kullanım alanlı daire | 1.000 | 6,67 | 556,11 | 3,71 |

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- **Beyaz City**'de yer alan dairelerin (1+1, 2+1, 3+1, 4+1), tiplerine, kapalı alanlarına cephelerine ve konumlandıkları katlara göre m² kira bedelleri **4,57 ABD\$ ile 6,08 ABD\$** aralığında olduğu,
- **Regnum Astrum Towers**'da yer alan dairelerin (1+1, 2+1, 3+1), tiplerine, kapalı alanlarına cephelerine ve konumlandıkları katlara göre m² kira bedelleri **3,26 ABD\$ ile 5,92 ABD\$** aralığında olduğu,
- **Solarkent**'te yer alan dairelerin (1+1, 2+1, 3+1), tiplerine, kapalı alanlarına cephelerine ve konumlandıkları katlara göre m² kira bedelleri **3,82 ABD\$ ile 4,63 ABD\$** aralığında olduğu,
- **Ekinoks Beylikdüzü Residence**'te kiralık daire arzının kısıtlı olduğu ve dairelerin (1+1, 2+1, 3+1), tiplerine, kapalı alanlarına cephelerine ve konumlandıkları katlara göre m² kira bedelleri **4,50 ABD\$ ile 5,50 ABD\$** aralığında olduğu,
- **Kıptaş Saadetdere Konutları**'nda yer alan dairelerin (2+1, 3+1), tiplerine, kapalı alanlarına, cephelerine ve konumlandıkları katlara göre m² kira bedelleri **3,71 ABD\$ ile 4,10 ABD\$** aralığında olduğu,
- Yukarıda yer alan kira bedellerinin deklare kira bedelleri olduğu ve pazarlık payını içerdiği,

tespitleri yapılmıştır.

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, bölgede konumlu sitelerde yer alan;

- ✓ 1+1 dairelerin küçük metrajlarına nedeni ile **5,-ABD\$ ila 6,-ABD\$** bedelle kiralamaya konu olduğu,
- ✓ 2+1 ve 3+1 dairelerin **4,50 ABD\$ ila 5,50 ABD\$** bedelle kiralamaya konu olduğu,
- ✓ 4+1 dairelerin ise büyük metraji nedeniyle **3,-ABD\$ ila 5,-ABD\$** bedellerden kiralamaya konu olduğu,

tespit edilmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkullerin, yukarıda yer alan tespitler çerçevesinde, daire tiplerinde herhangi bir ayrıma gidilmeksizin ortalama **3,50 ABD\$** bedelle kiralamaya konu olabileceği kanaatine varılmıştır. Belirlenen ortalama birim kira bedeli esas alınarak gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

| GELİRLERİN KAPİTALİZASYONU - İNA ANALİZİ, ABD \$ | |
|---|------------------|
| Kiralanabilir Alanı, m ² | 4.429,80 |
| Birim Kira, ABD \$/m ² /ay | 3,5 |
| Aylık Kira, ABD \$ | 15.504 |
| Yıllık Kira, ABD \$ | 186.052 |
| İskonto Oranı | 0,07 |
| Büyüme Oranı | 0,03 |
| Σ Değer, \$ | 4.651.288 |
| ABD \$/TL | 1,7982 |
| Σ Değer, TL | 8.363.945 |

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi doğrultusunda Torium Residence içerisinde yer alan Müşteri Şirket mülkiyetindeki **40 adet bağımsız bölümün toplam rayiç piyasa değeri 8.363.945,-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 parsel üzerinde yer alan yapının mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı analizinde 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, değerlendirme konusu bağımsız bölümler üzerinde herhangi bir takyidata rastanmamıştır.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satıma / kiralamaya konu olmuş veya konu emsal araştırmalarına yer verilmiştir.

Ayrıca, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin 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.

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin farklı yöntemler sonucu bulunan **toplam değeri** aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

| ÖZET TABLO | | |
|---|------------------|------------------|
| Kullanılan Yöntem | TL | ABD \$ |
| Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı | 6.362.517 | 3.538.270 |
| Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi | 8.363.945 | 4.651.288 |

Sonuç olarak; Konut fonksiyonuna sahip mülklerde;

- İNA analiziyle elde edilen değerlerin, mevcut piyasa koşullarına uygun iskonto oranları/ getiri beklentileri ve emsal kira bedelleri dikkate alındığında, gayrimenkul değeri/kira geliri ilişkisininin rasyonel olarak kurulmadığı,
- Ticari fonksiyona sahip mülklerde satınalma kararının, mevcut piyasa risk ve getiri seviyelerine uygun kriterlerle belirleniyor olması sebebiyle, aynı kriterler esas alınarak yapılan analizlerin, emsal yaklaşımıyla bulunan değerlerle genel olarak tutarlı ve örtüşen sonuçlar verdiği,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Indeks) olan %3 ile risksiz getiri beklentisini de içeren %5 aralığında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabildiği,
- Düşük faizli konut kredilerinin de yarattığı pozitif etkiyle, piyasa (emsal satış) değerlerinin yüksek olduğu, bu hususun mülk değeri/kira ilişkisini mülk değeri lehine bozmakta olduğunun görüldüğü,
- Konut fonksiyonuna sahip mülklerde emsal kira bedellerine dayalı olarak belirlenen gelirlerin "ticari mülkler" için kullanılan geri dönüş süreleri dikkate alınarak kapitalizasyonu ile hesaplanmış mülk değerlerinin, diğer yöntemlerle elde edilen değerlerden daha düşük olduğu ve bu durumun değerlendirme konusu mülkün niteliğinden değil, genel kabul görmüş saptamalara dayandığı, bu sebeplerle konut değerlemelerinde ticari getiri beklentisini içermeyen (daha düşük) iskonto oranı (daha uzun geri dönüş süresi) kullanıldığı,
- Yukarıda yer alan saptamalar doğrultusunda gerçekleştirilen İNA analizi ile bulunan değerlerin, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile bulunan değerlerle örtüşmediği, bu hususun,

doğrudan kapitalizasyon yöntemi ile bulunan değer, konu mülkün kiralanamama (boşluk oranı) riskini içermediği,

- Değerleme konusu gayrimenkuller fiilen kiralamaya konu olarak gelir yaratmadıklarından, "gelir esaslı" değerlendirme yaklaşımlarının değer tespitinde daha yüksek sapmalar içerebileceği,
- Konut değerlendirme çalışmalarında en güvenilir yöntem olarak kabul edilen Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda elde edilen **6.362.517,-TL** tutarındaki değer, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5. bölümünde verildiği üzere, gayrimenkullerin toplam adil (rayiç) değeri olarak kabulünün uygun olacağı,

kanatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin mevzuat gereğince alınması gerekli izin ve belgeleri eksiksiz ve tamdır.

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

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

- ✓ **Değerleme konusu bağımsız bölümlerin mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,**
- ✓ **Üzerlerinde devri kısıtlayıcı herhangi bir takyidat bulunmadığı,**
- ✓ **GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Esenyurt İlçesi, Esenyurt Köyü, 2618 ada, 18 numaralı parselde kayıtlı, toplam 83 bağımsız bölümden oluşan "Torium Residence" içerisinde yer alan ve Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda;

- I. Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere, Müşteri Mülkiyetinde yer alan bağımsız bölümlerin **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı**,
- II. Değerleme tarihi itibarıyla Müşteri Şirket Mülkiyetinde yer alan **bağımsız bölümlerin, ilişkin** detayları **Rapor'un 6.5. bölümde verildiği** toplam **adil piyasa değerinin**, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
 - o KDV hariç **6.362.517,-TL²**

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.

² Torium Residence'de yer alan konutların KDV Hariç toplam değerini temsil etmekte olup, 31.12.2012 tarihi itibarıyla düzenlemeler gereği 31.12.2012 tarihi öncesinde alınan Yapı Ruhsatları için, net alanı 150,-m²'ye kadar olan konutlarda KDV oranı %1, net alanı 150,-m² ve üzerinde olan konutlarda ise KDV Oranı %18'dir. Toplamı oluşturan bağımsız bölümlerin farklı metrajları sebebiyle farklı oranlarda KDV'ne tabi oldukları hususu dikkate alınarak KDV tutarı verilmemiştir.