



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

---

İSTANBUL İLİ – ŞİŞLİ İLÇESİ – DİKİLİTAŞ MAHALLESİ  
58 Pafta – 1199 Ada - 384 Numaralı Parsel

### **“TORUN CENTER”**

Gayrimenkul ve  
Gayrimenkule Bağlı Hak Değerleme Raporu

**06.01.2014**

**İÇİNDEKİLER**

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER</b> .....	<b>2</b>
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
<b>2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER</b> .....	<b>3</b>
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ</b> .....	<b>4</b>
3.1. Değerleme Raporunun Amacı .....	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar .....	4
3.3. Beyanlar .....	5
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar .....	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar: .....	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler .....	9
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı .....	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı .....	10
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi .....	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi: .....	11
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi .....	12
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER</b> .....	<b>13</b>
4.1. Global Görünüm .....	13
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü .....	15
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm .....	15
4.4. Türkiye İnşaat Sektörü .....	18
4.5. İstanbul Ofis Piyasası .....	20
4.6. Türkiye Konut Sektörü .....	23
4.7. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler .....	25
<b>5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER</b> .....	<b>26</b>
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler .....	26
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı .....	26
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri .....	26
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri .....	28
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi .....	28
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri .....	28
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri .....	28
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri .....	28
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri .....	29
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkule İlişkin Sözleşmeler (Değerleme Konusu Gayrimenkule Bağlı Haklar): .....	30
5.3.1. 03.08.2012 Tarihli Devir Sözleşmesi .....	30
5.3.2. Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi .....	30
5.3.3. Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesine Ek Sözleşme .....	33
5.3.4. 28.03.2013 Tarihli KAP Açıklaması .....	33
<b>6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI</b> .....	<b>34</b>
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi: .....	34
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler, .....	36
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler, .....	36
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar .....	36
6.5. Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi .....	37
6.5.1. Ayrıştırma Yöntemi .....	37
6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Gayrimenkul Değerinin Tespiti) .....	41
6.6. Gayrimenkule Bağlı Hak Değerlemesi .....	48
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri .....	49
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi .....	49
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi .....	49
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi .....	49
<b>7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ</b> .....	<b>50</b>
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması .....	50
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri, .....	52
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler .....	52
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmalarında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş, .....	52
<b>8. SONUÇ</b> .....	<b>53</b>
<b>9. RAPOR EKLERİ</b> .....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
<b>10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ</b> .....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
<b>11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER</b> .....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

## 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

### 1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

### 1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **18.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde incelemeler yapılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup değerlendirme tarihi 31.12.2013'tür.

### 1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

06.01.2014 / SvP\_13\_TRGYO\_12

### 1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, 384 parsel numaralı, 33.615,15 m<sup>2</sup> yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin tespiti** ve gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak/proje** değerlendirme raporudur.

**Bu Rapor'da; gayrimenkul için 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, gayrimenkul için tanımlanan "**adil (rayiç) piyasa değeri**", aynı zamanda TMS:16, Paragraf 31 ve 32'de tanımlanan satış maliyetleri düşülmemiş "**gerçeğe uygun değer**"dir. Değerleme konusunu, yukarıda tapu bilgileri verilen gayrimenkul ile bu değer de dikkate alınarak, İş Ortaklığı'nın parsel üzerinde geliştirilmesi öngörülen, "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (Proje)**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin yasal durumunun irdelenmesi, Müşteri'nin sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti **oluşturmaktadır.**

Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, **Kurul'un 20.07.2007 tarih ve 27/781 sayılı toplantısında** belirlenen formata uygun olarak hazırlanmıştır.

### 1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

## 2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

### 2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

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

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

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

Rüzgârlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul  
T: 0 216 425 20 07; Faks: 0 216 425 03 12; W: [www.torunlargo.com.tr](http://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)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, **384 parsel numaralı**, 33.615,15 m<sup>2</sup> yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin tespiti** ile gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak/proje** değerlendirme raporudur.

Rapor'da;

- Gayrimenkul için belirlenen "**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**"lerdir.
- Gayrimenkule bağlı hak/proje olarak tanımlanan varlık ise, değerlendirme konusu gayrimenkule ilişkin olarak **Malik T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. (İş Ortaklığı)** arasında yapılan "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülükleridir.

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 Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt bulunup bulunmadığı hususunun tespiti ve bu gayrimenkule ilişkin olarak akdedilen "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin **değerinin belirlenmesi** amacıyla hazırlanmıştır.

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

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

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

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

### 3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

### 3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	<b>Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.</b>
<b>İş Ortaklığı</b>	<b>Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş.</b>
<b>İdare/TOKİ</b>	<b>Toplu Konut İdaresi Başkanlığı</b>
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H <sub>max</sub>	Maksimum Yapı Yüksekliği
m <sup>2</sup>	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2013 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 6,00 olarak alınmıştır.

### 3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

Değerlemeler, bir varlığın **Pazar Değeri** veya **Pazar Değeri dışındaki** esaslara göre yapılır. Pazar, fiyat, maliyet ve değer kavramları, tüm değerlemelerin temelinde yer almaktadır. Bu kavramlar hem **Pazar Değeri**ni esas alan hem de pazar dışındaki kriterleri esas alan değerlemelerle ilişkilidir. Değerleme Uzmanlarının çalışmaları açısından eşdeğer bir öneme sahip olan bir diğer unsur, değerlendirme sonuçlarının anlaşılır bir şekilde iletilmesi ve bu sonuçların nasıl elde edildiğinin anlaşılmasıdır. İyi bir Değerleme Raporunun, Uluslararası Değerleme Standartları'nda tanımlanan,

değerlemenin bu üç temel yönüne de (**UDES 1, Pazar Değeri Esaslı Değerleme; UDES 2, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları; UDES 3, Değerlemenin Raporlanması**) hitap etmesi gerekir. Bu sebeple bu Rapor, **UDES'in aşağıdaki açıklanacak değerlendirme standartları, uygulama esasları ve kılavuz notları yanında, UDES 3, Değerlemenin Raporlanması'na ilişkin esasları da içermektedir.**

#### **Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları**

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

- **Mülkün pazar değeri esaslı değerlemeleri**, işlemlerin gerçekleştiği pazarın, pazar dışı etkenlerce sınırlandırılmadığını varsayar.
  - Pazar değeri esaslı değerlemelerde, değerlemede kullanılan **Pazar Değeri** tanımı belirtilmeli ve değerlemeye dahil edilmelidir.
  - Pazar değeri esaslı değerlemeler, mülkün **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımını belirlemelidir; çünkü bu kullanım, mülkün değerinin belirlenmesindeki en önemli etkidir.
  - Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
  - Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlendirilmesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

#### **Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme**

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

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

- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri**'nin tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabilirliğini 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 satılmış gibi düşünülmesini gerektirmektedir.**

#### Tanımlar

- **Pazar Değeri**, bu Standartlar çerçevesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:  
**Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.**
- *Mülk* teriminin kullanılmasının nedeni, bu Standartların üzerinde odaklandığı noktanın mülkün değerlendirilmesi olmasıdır. Bu Standartlar, finansal raporlamayı da kapsadığından, *varlık* terimi, tanımın genel uygulamasında farklı anlamlar içerebilir. Tanımın her bir unsurunun kendisine ait bir kavramı vardır:
  - "**Tahmini tutar...**" tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir mülk için ödenecek olan para cinsinden (genelde yerel para biriminden) ifade edilen fiyat anlamındadır. **Pazar Değeri**, *Pazar Değeri* tanımıyla tutarlı olarak değerlendirme tarihinde piyasada makul ölçülerde elde edilebilir en olası fiyat olarak ölçülür. Satıcı tarafından makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyattır ve aynı zamanda alıcının da makul ölçüler çerçevesinde elde edebileceği en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, **Özel Değer**'in veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi **özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir** (Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi Standardı 2, paragraf 3.8).
  - "**...bir mülkün el değiştirmesi gereken...**" ile bir mülkün değerinin önceden belirlenmiş tutarı veya fiili satış fiyatını değil de **tahmini bir tutarı** ifade ettiği gerçeğinden bahsedilir. Pazarın, değerlendirme tarihinde **Pazar Değeri** tanımının tüm unsurlarını içeren **bir alım satım işleminin sonuçlanmasını beklediği fiyattır.**
  - "**...değerleme tarihinde...**" tahmini **Pazar Değeri**'nin belirtilen tarihe özgü olduğunu göstermektedir. Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden **tahmini değer bir başka zamanda doğru veya uygun olmayabilir.** **Bu değerlendirme**, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin **değerleme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtacaktır.** Bu tanımda ayrıca fiyatta herhangi bir farklılık olmaksızın satış sözleşmesinin eşzamanlı olarak el değiştirdiği ve tamamlandığı da varsayılmaktadır.
  - "**...istekli bir alıcıyla...**" satın alma işlemi için motivasyonu olan ancak bu konuda zorunlu olmayan birisi anlamına gelmektedir. Bu alıcı, ne herhangi bir fiyatta satın almak için çok heveslidir ne de hiçbir şekilde satın almamaya kararlıdır. Bu alıcı, aynı zamanda varlığı kanıtlanamayan veya beklenti dahilinde olmayan hayal ürünü veya bir hipotez niteliğindeki bir piyasayla ilişkili olarak hareket etmekten ziyade cari piyasanın gerçeklerine bağlı olarak ve beklentileriyle hareket ederek satın alma



işlemini gerçekleştiren kişidir. Bu alıcı, piyasanın gerektirdiği fiyatlardan daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Var olan mülkün sahibi de "piyasa"yı oluşturanlar arasında sayılmaktadır.

- **"...istekli bir satıcı arasında..."** ifadesindeki satıcı ise ne herhangi bir fiyata satmaya hazır olup satma konusunda çok istekli olan veya satmak zorunda olan ne de cari piyasada makul kabul edilmeyecek bir fiyattan satış yapmaya hazır olan bir satıcıdır. İstekli satıcı, normal bir pazarlama faaliyetinin ardından (açık) piyasada elde edilebilir en iyi fiyattan, fiyat ne olursa olsun, piyasa şartları çerçevesinde mülkünü satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır.**
- **"... tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini **piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır.**
- **"...uygun bir pazarlamanın ardından..."** mülkün *Pazar Değeri* tanımına uygun olarak makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyat seviyesinden elden çıkarılmasını sağlamak üzere **piyasaya en uygun şekilde sunulması** anlamına gelmektedir. Mülkün piyasaya sunulma süresi, piyasa koşullarına göre farklılık gösterebilir, ancak mülkün uygun sayıda potansiyel alıcının dikkatine sunulması için yeterli olması gerekir.  
Piyasaya sunulma süresi, değerlendirme tarihinden önce gerçekleşir.
- **"... tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri..."** ifadesiyle de hem istekli alıcının hem de istekli satıcının mülkün özellikleri ve niteliği, fiili ve potansiyel kullanım alanları ve değerlendirme tarihi itibarıyla piyasanın durumu hakkında makul ölçüler dahilinde bilgilendirildiği varsayılmaktadır. Ayrıca, tarafların her birinin bu bilgilerle birlikte kendi çıkarları doğrultusunda ve işlem dahilindeki kendi pozisyonları için en iyi fiyatı elde etmek amacıyla da basiretli olarak hareket ettikleri varsayılmaktadır. Bu işlemde gösterilen basiret, daha sonraki bir tarihte ortaya çıkacak bir gizli çıkar değil de, değerlendirme tarihinde pazarın durumu ele alınarak değerlendirilmektedir. Bir satıcı için fiyatların gittikçe düştüğü bir piyasada daha önceki pazar seviyelerinden daha düşük olan bir fiyattan mülkünü satması basiretsizlik olarak değerlendirilmez. Değişken fiyatlara sahip olan pazarlardaki diğer satın alma ve satış örnekleri için bu durum gerçek olsa da, basiretli alıcı veya satıcı, o an için var olan en iyi pazar bilgilerine göre hareket edeceklerdir.
- **"...ve baskı altında olmaksızın..."** ise her bir tarafın bu işlemi gerçekleştirmek için yeterli motivasyona sahip olduklarını ancak bu işlemi tamamlamak için zorlanmadıkları ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmektedir.
- **Pazar Değeri, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın** bir varlığın tahmini değeri olarak anlaşılmaktadır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

### Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

Değerleme uzmanları ve muhasebeciler tarafından değişimli olarak kullanılan birçok terim örneği bulunmaktadır. Bu terimlerin bazıları yanlış anlaşılmalara ve Standartların da muhtemelen yanlış

kullanılmasına neden olmaktadır. UDES 1, **Pazar Değeri**'ni tanımlamakta ve **Pazar Değeri**'ni oluşturan kriterleri ele almaktadır.

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

### 3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

#### Değerleme Yaklaşımları

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

#### **Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.**

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

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

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

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

#### 3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı, satışa konu olması beklenen gayrimenkullerin değerlendirilmesinde en güvenilir ve gerçekçi yaklaşımı sunmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde, değerlemeye konu olan

gayrimenkulün bulunduğu bölgede, benzer nitelikleri bulunan emsal gayrimenkuller incelenir ve gerekli düzeltmeler yapılarak gayrimenkulün tahmini değerine ulaşılır.

Emsal Karşılaştırma (Piyasa Değeri) Yaklaşımının uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

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

### 3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

### 3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

Yöntemde genel olarak, tahsil edilemeyen kiralara 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 dağıtımı 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 kullanımdır.

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

### 3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

#### 5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

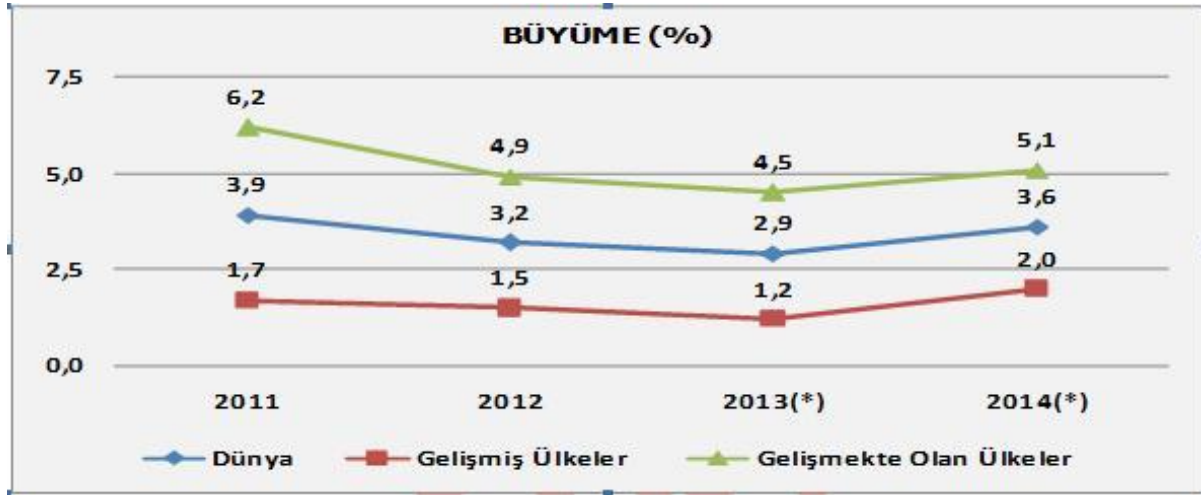
**5.25.5** Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği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

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

## 4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

### 4.1. Global Görünüm

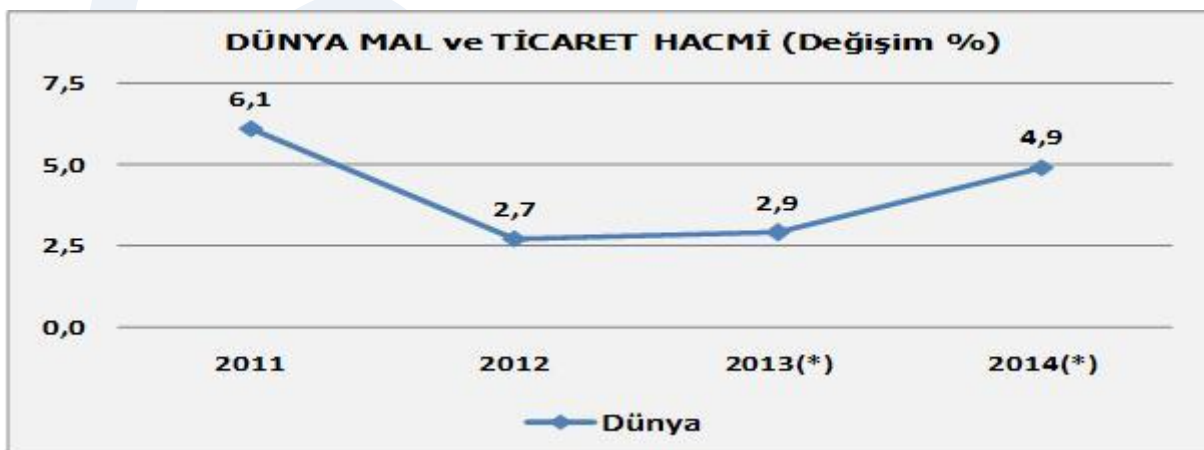
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD'de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi'nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

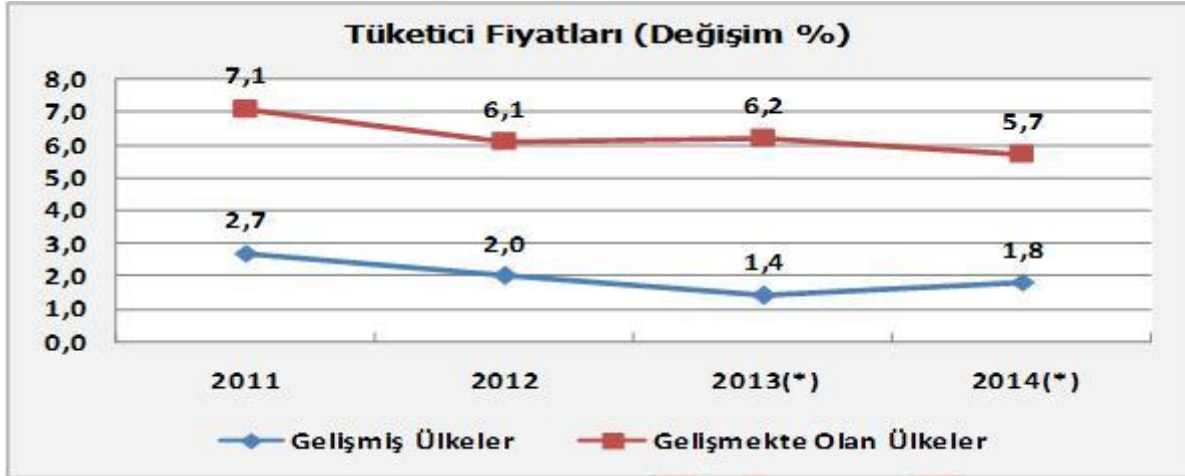
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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

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

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



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



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

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

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

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

#### 4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

#### 4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2013 Q3	108.5	72.1
---------	-------	------

Kaynak: TC. Merkez Bankası

#### 4.4. Türkiye İnşaat Sektörü

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

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

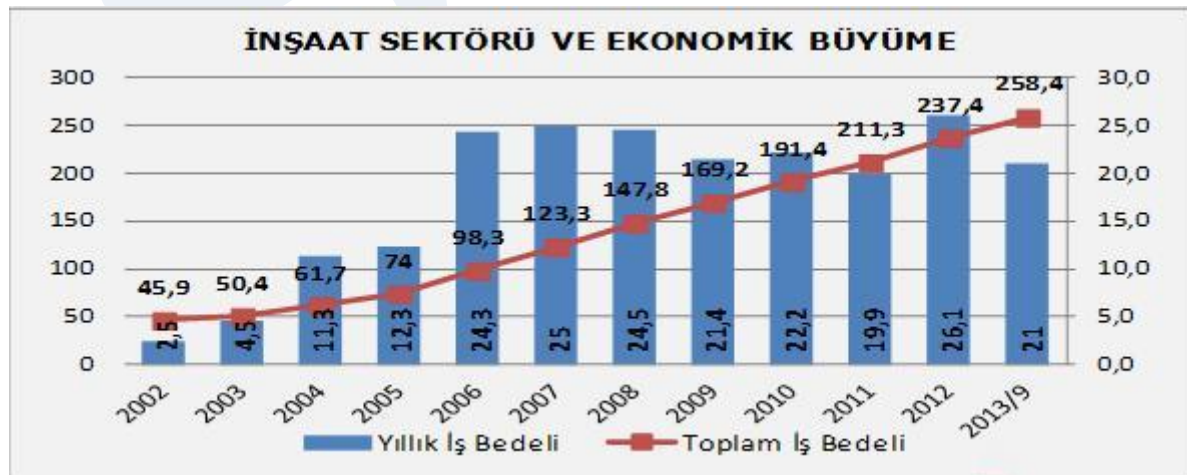
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KULLANDIĞI KREDİLER				
DÖNEM	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)
2011 Q1	39.937	7.508	23.502	3.840
2011 Q2	43.166	7.533	22.272	3.990

2011 Q3	48.226	7.373	26.828	3.920
2011 Q4	49.314	6.962	26.918	3.864
2012 Q1	51.535	6.737	26.981	4.015
2012 Q2	54.454	6.509	27.741	3.614
2012 Q3	58.403	6.685	29.537	3.280
2012 Q4	59.030	6.629	29.855	3.494
2013 Q1	63.821	6.443	32.169	3.423
2013 Q2	77.189	6.765	35.884	3.715
2013/08	82.272	6.873	40.190	3.587

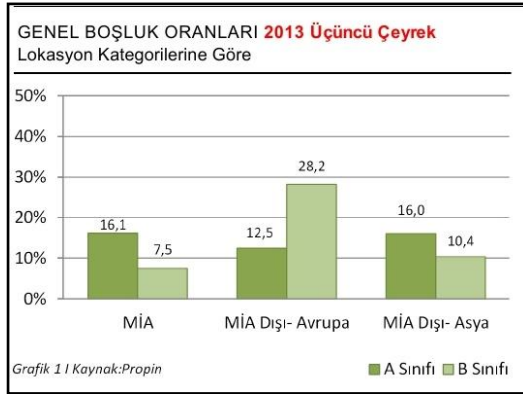
Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

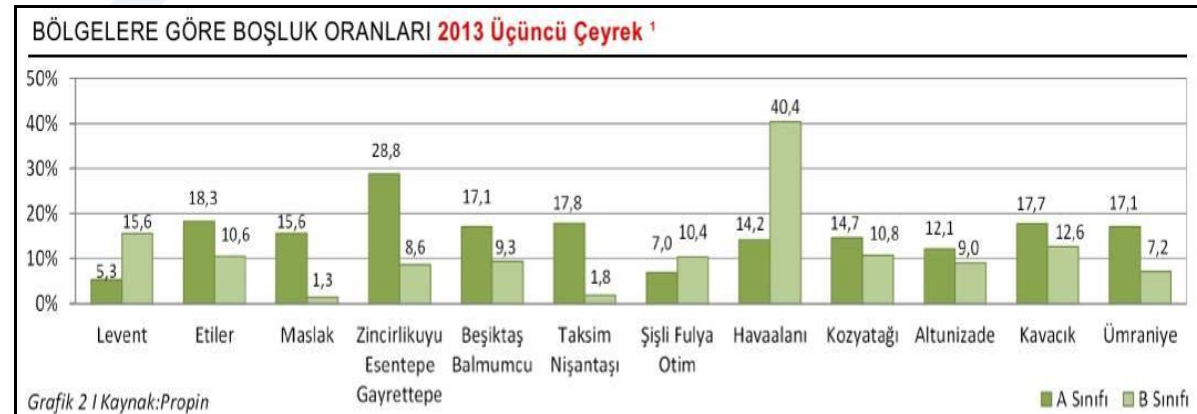
#### 4.5. İstanbul Ofis Piyasası

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



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

- ✓ MİA'da A sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 16,1; B sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 7,5
- ✓ MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 12,5; B sınıfı ofis binalarındaki boşluk oranı % 28,2
- ✓ MİA Dışı-Asya'da A sınıfı ofis binalarında boşluk oranı %16,0; B sınıfı ofis binalarında boşluk oranı % 10,4 oldu.



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

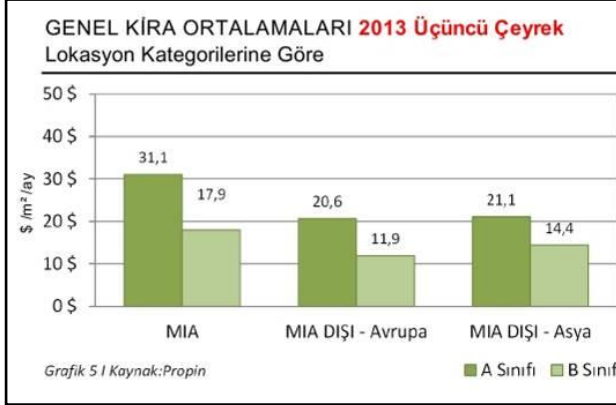
Maslak'taki yaklaşık 70,000 m2'lik stok artışı, boşluk oranlarında dikkat çekici bir yükselişi beraberinde getirdi. Bu dönemde Maslak'ta A sınıfı boşluk oranları % 18,3 olarak belirlendi. Bir önceki çeyrek dönemde boşluk %5,4 seviyesindeydi.

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

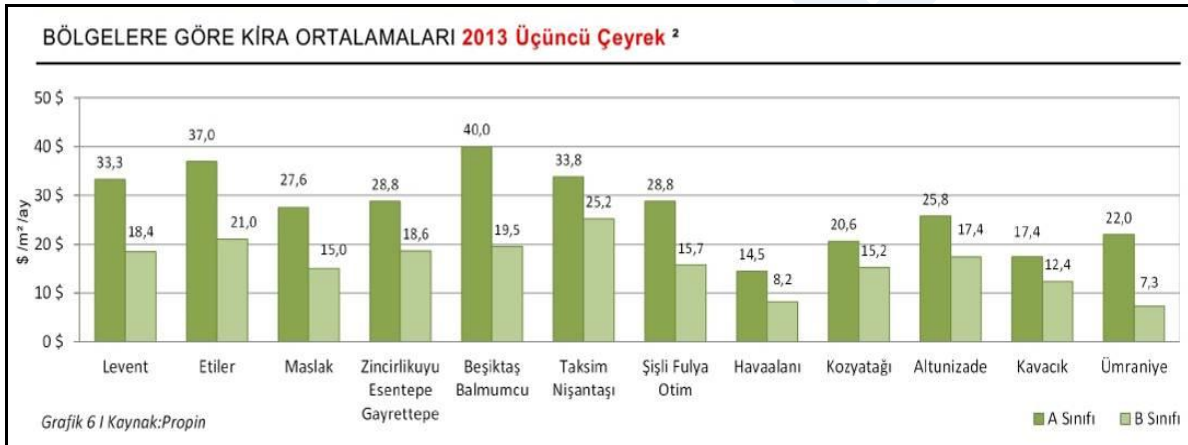
Ümraniye'de de boşluk oranlarında büyük yükseliş gözlemlendi. 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'de Ümraniye'deki boşluk oranı % 17,1 seviyesine çıktı. Bölgede gerçekleşen güncel kiralamalara rağmen boşluk oranlarının artmasına stoktaki artışlar sebep olmuştur.

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

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



- ✓ MİA'daki A sınıfı ofis binalarının kira ortalaması 31,1 ABD Doları /m²/ay, B sınıfı ofis binalarının kira ortalaması 17,9 ABD Doları /m²/ay
- ✓ MİA Dışı-Asya A sınıfı binaların kira ortalaması 21,1 ABD Doları /m² /ay, B sınıfı binaların kira ortalaması 14,4 ABD Doları /m² /ay
- ✓ MİA Dışı-Avrupa'da A sınıfı binaların kira ortalaması 20,6 ABD Doları /m² /ay, B sınıfı binaların kira ortalaması 11,9 ABD Doları /m² /ay'dır.



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

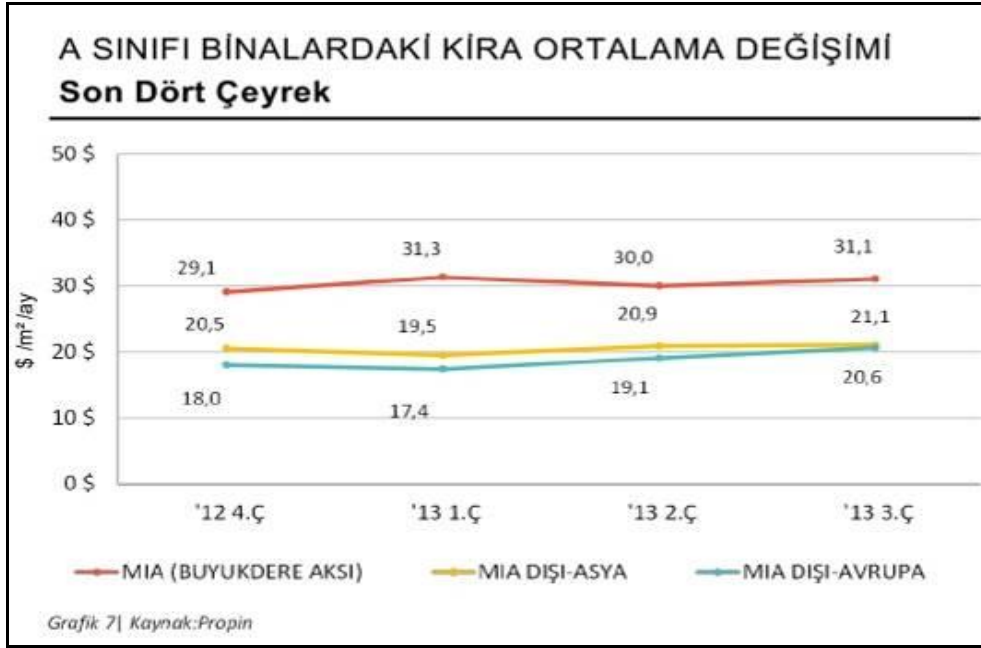
Levent'te A sınıfı binalardaki kira ortalaması 33,3 ABD Doları / m² /ay olarak gözlemlendi. Stoka katılacak yeni binaların liste fiyatı, grafikte görünen bu ortalamadan daha yüksek seviyededir.

Maslak'ta stoka katılan nitelikli binalarda talep edilen liste fiyatları, bölgedeki kira ortalamalarını yükseltti. 2013 İkinci Çeyrek Dönem'de 24,7 ABD Doları /m² /ay kira ortalaması varken, 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'de 27,6 ABD Doları /m² /ay oldu.

Altunizade'de boşluk oranlarının artması, kira ortalamalarının da yükselmesinde etkili oldu ve MİA Dışı-Asya içinde kira ortalamasının en yüksek görüldüğü bölge oldu. Altunizade'de A sınıfı kira ortalaması 25,8 ABD Doları /m² /ay olarak belirlendi.

Beşiktaş, 40 Doları /m² /ay kira ortalamasıyla on iki ofis bölgesi içinde en yüksek kira ortalamasına sahip bölge oldu.

Ümraniye'de stokun ve boşluk oranlarının artmasıyla, bölgedeki kira ortalaması da arttı. Ümraniye'de A sınıfı binalardaki kira ortalaması 22 ABD \$ /m² /ay'a yükseldi.

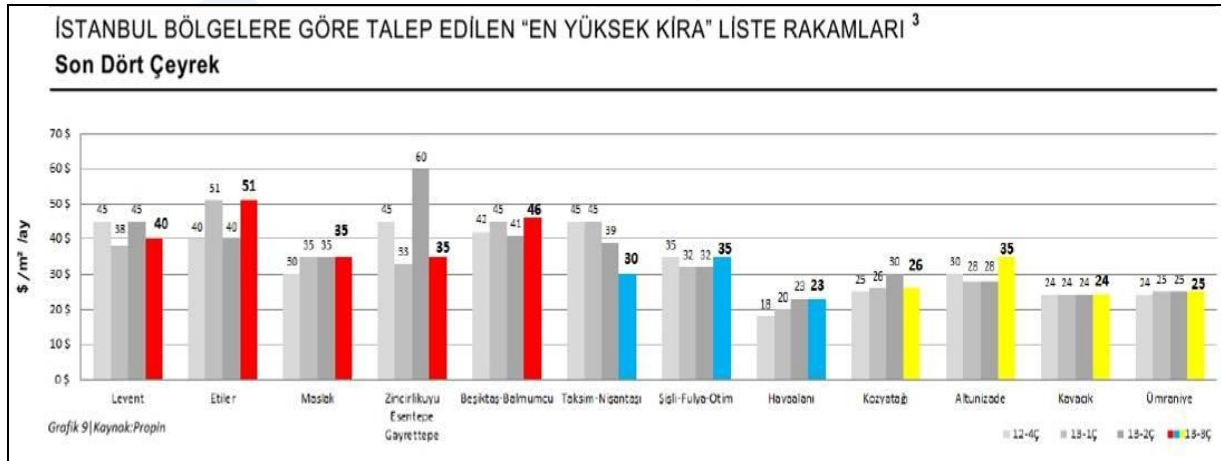


“Lokasyon Kategorileri”ne göre A sınıfı ofis binalarındaki kira ortalamalarının son dört çeyrekteki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir.

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

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

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



Bölgelere göre talep edilen “en yüksek kira” liste rakamlarının son dört çeyrek karşılaştırmaları Grafik 9’da sunulmaktadır.

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

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

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

#### 4.6. Türkiye Konut Sektörü

2013 yılının üçüncü çeyrek döneminde alınan yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri daire sayıları bir önceki yılın üçüncü çeyrek dönemine göre artmıştır. 2013 yılının ilk dokuz ayında bir önceki yıla göre belediyeler tarafından Yapı Ruhsatı verilen yapıların bina sayısı %13,4, Yapı Kullanma İzin Belgesi verilen yapıların bina sayısı ise %24,4 artış göstermiştir.

Alınan Konut Yapı Ruhsatı ve Kullanım İzin Belgeleri		
DÖNEMLER	YAPI RUHSATI DAİRE SAYISI	YAPI KULLANIM İZİN BELGESİ DAİRE SAYISI
2011 Q4	220.049 <sup>(R)</sup>	165.155 <sup>(R)</sup>
2012 Q1	115.637	108.798
2012 Q2	231.966	129.562
2012 Q3	168.116	123.645
2012 Q4	225.873	177.980
2013 Q1	158.466	149.229
2013 Q2	223.233	152.020
2013 Q3	367.781	338.970

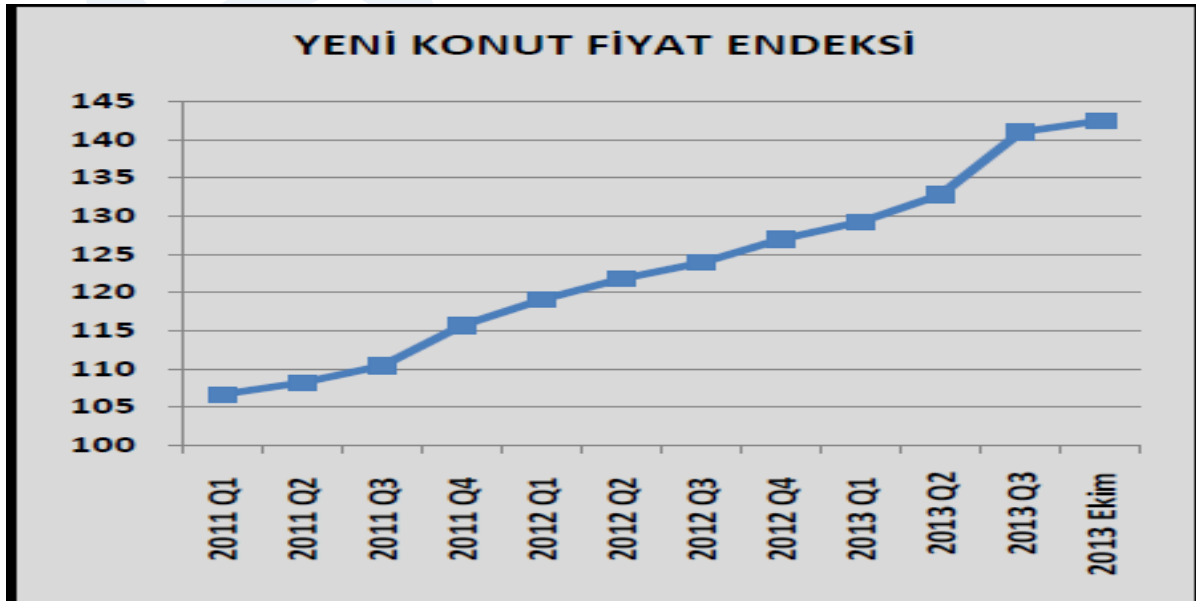
KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU.

Türkiye’de konut piyasası son yıllarda hızla üç büyük il dışındaki şehirlere doğru genişlemektedir. Üç büyük il dışındaki şehirlerdeki konut satışları 2010 yılında üç büyük ildeki konut satışlarını geçmiş olup, ilerleyen yıllarda aradaki farkı açmaya başlamıştır. 2013 yılı üçüncü çeyreğinde üç büyük ilde konut satışları ikinci çeyreğe göre gerilerken, diğer illerde satışlar artışını sürdürmüştür. Diğer şehirlerde ekonomik ve sosyal gelişme yanı sıra kentsel dönüşüm, yenileme ve standart konutlara olan ihtiyaç konut piyasasının gelişimini ve konut satışlarındaki artışı desteklemektedir.

Türkiye Konut Satışları			
DÖNEM	İSTANBUL	ÜÇ BÜYÜK İL	DİĞER İLLER
2008	103.503	217.217	209.888
2009	140.573	279.676	275.508
2010	153.897	299.605	307.493
2011	169.015	331.799	376.476
2012	167.110	319.558	382.063
2013 Q1	58.682	111.070	162.756
2013 Q2	62.119	117.453	177.557
2013 Q3	54.034	106.243	187.075

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

Yeni konut fiyatları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre % 14,2 artmıştır. Bir önceki aya göre ise artış % 1,1 olmuştur. Son bir yılda yeni konut fiyatlarında en yüksek artış % 14,9 ile 1+1 tipi konutlarda gerçekleşmiştir.

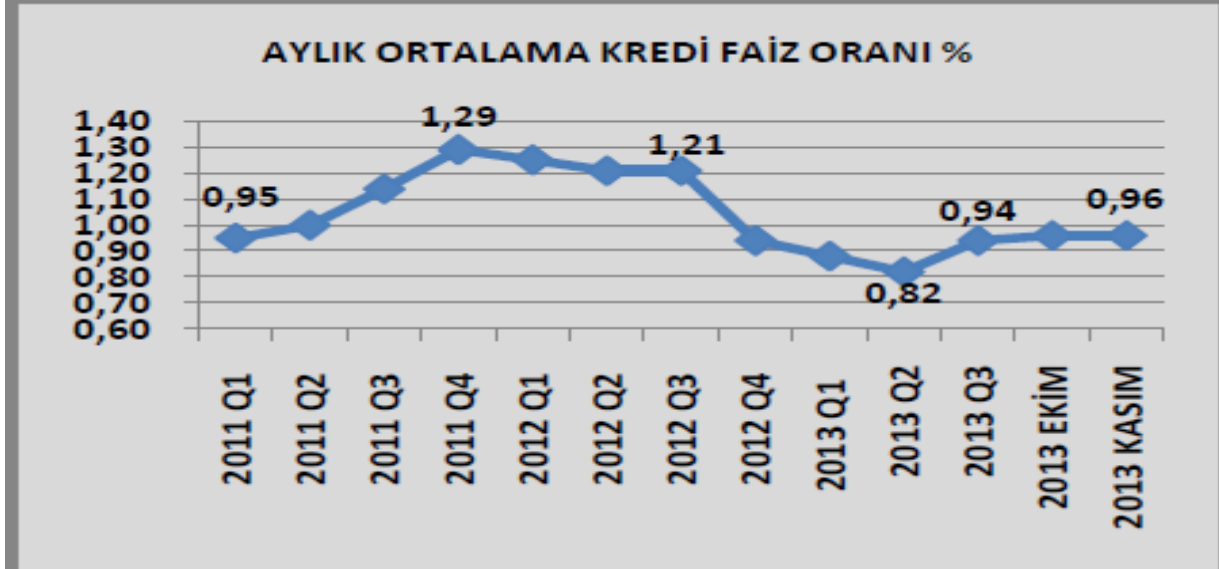


Kaynak: GYODER-REIDIN Yeni Konut Fiyat Endeksi (2010=100)



Konut kredisi aylık faiz oranları 2012 sonunda aylık ortalama %0,94 iken 2013 Mayıs ayı sonunda ise %0,80'e kadar gerilemişti. Ancak Haziran ayından itibaren küresel ekonomik koşullardaki değişime bağlı olarak tüm faiz oranları artış eğilimi içine girmiş ve konut kredi faizleri de yükselmisti. Konut kredisi aylık ortalama faiz oranları Eylül ayında % 0,94'e, Ekim ayında ise %0,96'ya yükseldikten sonra Kasım ayı içinde yine % 0,96 olmuştur.

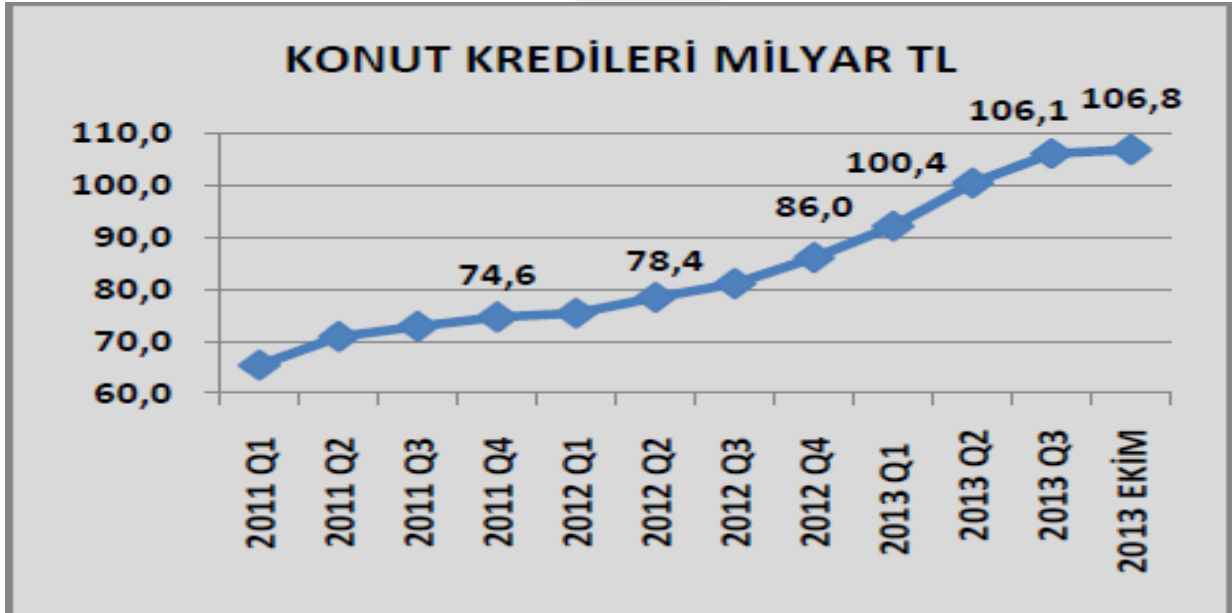
Merkez Bankası'nın Kasım ayı içinde bankaları fonlama maliyetini 1 puandan fazla yükseltmesi ile birlikte konut kredisi faiz oranları da yeniden artış eğilimine girebilecektir.



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

Ekim ayında toplam konut kredileri 106,8 milyar TL olmuştur. Ekim ayında konut kredilerinde yıllık büyüme ise % 30,0 olarak gerçekleşmiştir.

**KONUT KREDİLERİ STOKU**



Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

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

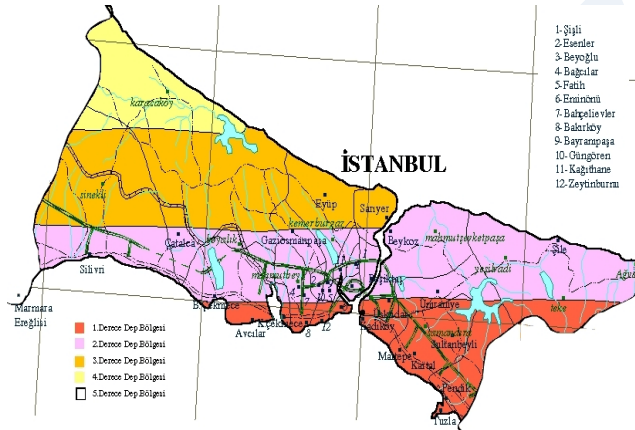
**İSTANBUL;** Değerleme konusu gayrimenkulün bulunduğu İstanbul İli; 41° kuzey, 29° doğu koordinatlarında, Marmara Bölgesinin kuzey kesiminde yer alır. İstanbul Boğazı boyunca ve Haliç'i çevreleyecek şekilde Türkiye'nin kuzeybatısında kurulmuştur. İstanbul, batıda Avrupa yakası ve doğuda Asya yakası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

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

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

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

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



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

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

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

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

<sup>1</sup> Bölge analizi ile ilgili bilgiler için İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

## 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

#### 5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı

Değerleme konusu gayrimenkul, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, **384 parsel numaralı**, 33.615,15 m<sup>2</sup> yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkuldür.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkul, Mecidiyeköy semtinde bulunan İstanbul'un en önemli ticaret merkezlerinin, plazaların, alışveriş merkezlerinin ve rezidans projelerinin üzerinde bulunduğu Şişli Büyükdere Caddesi üzerinde konumlanmaktadır. Şişli Büyükdere Caddesi bölgenin ana arteri olup, yoğun bir araç trafiğine sahiptir. Merkezi konum, ulaşım rahatlığı, kentsel rantın yüksek olduğu bir bölge içerisinde yer alması, çevrenin yüksek ticari potansiyeli ve tamamlanmış altyapısı gayrimenkulün değerini olumlu yönde etkilemektedir.

Söz konusu gayrimenkulün yakın çevresinde, Halen Quasar Projesi olarak geliştirilmekte olan Eski Likör Fabrikası, Cevahir AVM, Büyük Mükellefler Vergi Dairesi, Türk Telekom Genel Müdürlük Binası, Halk Bankası Binası, Trump Towers ve birçok plaza yer almaktadır.

#### Gayrimenkulün Bazı Merkezlere Uzaklıkları:

Boğaziçi Köprüsü Gişeler: 4,5 km  
 Fatih Sultan Mehmet köprüsü Gişeler: 7,5 km  
 Eminönü: 8 km  
 Atatürk Havaalanı: 19 km

#### 5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu 1199 ada, **384 numaralı parsel** üzerinde **~%35,80** tamamlanma oranına sahip **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım fonksiyonlu yapılar yer almaktadır.

**384 numaralı parsel** üzerinde geliştirilmekte olan proje, onaylı mimari projesi ve Yapı Ruhsatlarına göre; A (Ofis, Mağaza, Otopark), B (Konut), C Konut), D (Ofis) ve E (Sosyal Tesis) Bloklarından oluşmaktadır.

- **A Blok;** ofis + AVM bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat olmak üzere toplam 6 kattan oluşmaktadır. A Blok içerisinde, 14 adet mağaza, 114 adet yatay ofis, otopark ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre A Blok toplam **132.047,41m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **~%46,90** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **B Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. B Blok içerisinde, 231 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre B Blok toplam **36.651,47m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **~%24,85** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **C Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. C Blok içerisinde, 177 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre C Blok toplam **32.230,16m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **~%16** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **D Blok;** ofis bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 37 normal kat olmak üzere toplam 43 kattan oluşmaktadır. D Blok içerisinde, 113 adet ofis ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre D Blok toplam **40.136,44m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **~%42** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.

Değerleme konusu **384 numaralı parsel** üzerinde konumlandırılacak olan **Rezidans + Ofis + AVM** projesinin maliyetler dikkate alınarak ortalama mevcut tamamlanma oranı **~%35,80**'dir. (Tamamlanma Oranlarını gösterir tablo Ek: 6'da sunulmuştur.)

384 Numaralı parsel üzerinde konumlandırılacak olan **Rezidans+Ofis+AVM** projesi Yapı Ruhsatlarına göre toplam **241.243,61m<sup>2</sup>** kapalı alanlı olup, blok bazında kapalı alan detayı aşağıda verilmiştir.

BLOK	Mahal Adı	B.B Adedi	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
<b>D Blok</b>	Ofis	113	22.314,36
	Ortak Alan	-	17.822,08
<b>E Blok</b>	Sosyal Tesis	1	178,13
<b>A Blok</b>	Ofis	128	32.006,27
	Garaj	1	21.227,70
	Ortak Alan	-	78.813,44
<b>C Blok</b>	Apartman Binası	177	18.866,09
	Ortak Alan	-	13.364,07
<b>B Blok</b>	Apartman Binası	231	23.235,36
	Ortak Alan	-	13.416,11
<b>TOPLAM</b>			<b>241.243,61</b>

Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda projede satılabilir alanların **129.541,93m<sup>2</sup>** olduğu öğrenilmiştir. Satılabilir alanların detayı aşağıda verilmiştir.

Niteliği	Bağımsız Bölüm Adedi	Satılabilir Kapalı Alanı, m <sup>2</sup>
AVM	14	<b>10.271,99</b>
Konut ( Blok)	231 (Kule-1) + 177 (Kule-2) = 408	<b>59.499,03</b>
Ofis	113 (Ofis Kule) + 114 ( Yatay ofis) = 227	<b>59.770,91</b>
<b>TOPLAM</b>		<b>129.541,93</b>

## 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri

DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL		
İli	:	İSTANBUL
İlçesi	:	ŞİŞLİ
Mahallesi/Köyü	:	2. BÖLGE/ DİKİLİTAŞ
Pafta No.	:	58
Ada No.	:	1199
Parsel No.	:	384
Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	:	33.615,15
Niteliği	:	ARSA
Cilt No. /Sahife No.	:	22/2161
İktisap Tarihi / Yevmiye No.	:	27.08.2007/12455
Malik	:	<b>T.C. BAŞBAKANLIK TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)</b>

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgeleri)

## 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

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

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

Değerleme konusu gayrimenkulün tamamı, 27.08.2007 tarih ve 12455 yevmiye numarası ile **T.C. BAŞBAKANLIK TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)** adına trampa<sup>2</sup> yoluyla tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde herhangi bir alım satım işlemine konu olmamıştır.

## 5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri

**İrtifak Hanesi:** A: Bu parsel lehine ve aynı ada 230 parsel aleyhine haritasında sarı boya ile gösterilen kısımda 5 m yükseklikten sonra  $105 \times 2,80 = 294,00 + 7 \times 2,80 = 9,80 = 303,80 \text{ m}^2$  irtifak hakkı vardır. (Başlama Tarihi:30.09.1965, Bitiş Tarihi:30.09.1965, Süre: )

**Rehinler Hanesi:** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine, **508.000.000,00TL** bedelle, %6 akdi faizli, 1.dereceden, FBK müddetli, 18.09.2013 tarih ve 17694 yevmiye ile ipotek.

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Değerleme konusu gayrimenkul, 02.04.2010 tarihinde onaylanan 1/1000 Ölçekli İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 1199 Ada, 384 Parsele İlişkin Uygulama İmar Planı Tadilatında, kısmen "**Turizm + Ticaret (TT)**", kısmen "**Rekreasyon Alanı (A)**" ve kısmen "**Park Alanı (B)**" olarak gösterilen bölge içerisinde kalmakta olup, yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

- ✓ "TT" olarak tanımlanan bölge "Turizm + Ticaret Alanı"dır. Bu alanda otel, iş merkezi, rezidans, ofis, büro, alışveriş merkezi, sinema, tiyatro, eğlence merkezi, çok katlı mağaza, müze, kütüphane, sergi salonu, kültür tesisleri, lokanta, restoran, gazino, yönetim binaları, banka ve finans kurumları gibi ticari fonksiyonlar yer alabilir.
- ✓ **Turizm + Ticaret alanlarında** yapılanma koşulları;
  - **E: 2,50,**
  - TAKS: 0,40,
  - H: Serbest
  - İnşaat alanı ve TAKS, 1199 ada, 384 kadastral parselinin brüt alanı üzerinden hesaplanacaktır.
- ✓ "A" olarak tanımlanan bölge "**Rekreasyon Alanı**" olarak belirlenmiştir. Bu alanlarda
  - **E= 0,05**

<sup>2</sup> Trampa, bir malın başka bir malla değiştirilmesidir.

- İnşaat alanı 10.000,-m<sup>2</sup> üzerinden hesaplanacaktır.
- Bu alanda çeşmeler, oyun alanları, otoparklar ve yeşil bitki örtüsü yer alabilir. Avan projesine göre büfe, lokanta, gazino, çayhane v.b. tek katlı geçici yapılar yapılabilir.
- Bu alan ve alan üzerinde gerçekleştirilecek yapılar kamu ya da özel şahıslar tarafından kullanılabilir, kiralanabilir ve inşa edilebilir.
- ✓ "B" olarak tanımlanan bölge "Park Alanı" olup bu alanın altında kapalı otopark düzenlenebilir.
- ✓ Bodrum katlar emsale dahil değildir.
- ✓ Enerji ihtiyacı, yapılacak binalar içerisinde ayrılacak trafoardan karşılanacaktır.
- ✓ Metro istasyonuna zemin altından bağlantı yapılabilir.
- ✓ Avan proje onayından önce Ulaşım Daire Başkanlığı Ulaşım Planlama Müdürlüğü ve ilgilileri arasında (alansal kullanımlar, yaya, taşıt, toplu taşıma araçları bağlantısı ve giriş çıkışı, bina otopark işletme planı ile transfer merkezi kullanım protokolünün hazırlanması vb. gibi hususlar için) sağlanacak koordinasyon ile Ulaşım Daire Başkanlığı'nın uygun görüşü doğrultusunda uygulama yapılacaktır.
- ✓ Uygulama aşamasında Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü ve 1. Hava Kuvvet Komutanlığı (Eskişehir), 15. Füze Üs Komutanlığı'ndan (Alemdağ/İstanbul) görüşleri alınacak ve bu görüşlere uyulacaktır.
- ✓ Uygulama aşamasında, tarihi eser bulunan 1199 ada, 230 parsel komşuluğu nedeniyle KTVK Bölge Kurulu görüşü alınacaktır.
- ✓ TOKİ'nin uygun görüşü doğrultusunda İstanbul Büyükşehir Belediyesi ve İlçe Belediyesi tarafından onaylanacak avan projeye göre uygulama yapılacaktır.
- ✓ 1199 ada, 384 parselden bu plana göre ifraz yapılabilir.
- ✓ Kamuya terki gereken kısımların kamuya terk işlemi yapılmadan uygulama yapılamaz.
- ✓ "Turizm + Ticaret Alanı ve "Rekreasyon Alanı"nda kot Büyükdere Caddesi'nden alınacaktır.

#### Yapı Ruhsatı:

- 03.08.2012 tarih ve 2/86 ruhsat numaralı "**Ofis ve ortak alanlar (D Blok)**" için düzenlenmiş
- 03.08.2012 tarih ve 2/87 ruhsat numaralı "**Sosyal Tesis (E Blok)**" için düzenlenmiş
- 03.08.2012 tarih ve 2/88 ruhsat numaralı "**Ofis, Garaj ve ortak alanlar (A Blok)**" için düzenlenmiş
- 03.08.2012 tarih ve 2/89 ruhsat numaralı "**Apartman Binası ve ortak alanlar (C Blok)**" için düzenlenmiş
- 03.08.2012 tarih ve 2/90 ruhsat numaralı "**Apartman Binası ve ortak alanlar (B Blok)**" için düzenlenmiş

**Yapı Ruhsatları** mevcuttur.

**Değerleme konusu mülklerle ilgili olarak ilgili Belediye'de yapılan incelemelerde, aşağıda yer alan yapı tatil tutanağı ve Encümen Kararı'na rastlanmış olup, anılan tarih sonrası tüm inşaatlar ruhsata bağlandığından gerekçesi konusuz kalmıştır. Aşağıdaki açıklamalar bilgi amaçlı verilmiştir.**

**Yapı Tatil Tutanağı:** 04.06.2012 tarih ve 3373 sayılı Yapı Tatil Ruhsatı düzenlenmiştir. "*Mahallinde yapılan tetkikte 11.04.2011 tarih ve 2011/1357-R/1340108 sayı ile yıkım ruhsatı verilmiş yerde, İstanbul İmar Yönetmeliği'nin 7.01.4 ve 7.01.5 maddelerine aykırı olarak esas bina inşaat ruhsatı alınmadan parsel sınırlarında kısmen tahkimat ve iksa imalatı yapıldığı, kısmen de hafriyat yapıldığı tespit edilerek (Tahkimat-iksa yapılan alan:9.145,-m<sup>2</sup>); 3194 sayılı İmar Kanununun 32. Ve 42. Maddelerine istinaden işlem yapılmak üzere inşaat mühürlenerek tatil edilmiştir.*"

**Encümen Kararı:** 03.07.2012 tarih ve 392 sayılı encümen kararı düzenlenmiştir. "*3194 sayılı İmar Kanununun 42. Maddesine istinaden 406.076,-TL para cezası verilmiştir.*"

**Mimari Proje:** 28.09.2011 tarihi itibari ile Mimari Avan Proje tasdik edilmiştir.

(EK: 4: Gayrimenkule Ait Kadastral Pafta, İmar Paftası ve Plan Notları)  
(EK: 5: Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatları)

#### 5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu parsel üzerinde inşa edilmekte olan projenin Yapı Ruhsatlarında veya Belediyedeki arşiv dosyasında yapı denetimi hakkında bilgiye ulaşılamamıştır.

### 5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkule İlişkin Sözleşmeler (Değerleme Konusu Gayrimenkule Bağlı Haklar):

#### 5.3.1. 03.08.2012 Tarihli Devir Sözleşmesi

**Taraflar:** Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Aşçıoğlu İnş. Taah. Turz. Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı (**Devreden**) & Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı (**Devralan**)

İdare (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı) tarafından 28.05.2010 tarihinde ihalesi yapılan "**İstanbul ili, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, Ali Sami Yen Stadyumunun bulunduğu 58 pafta, 1199 ada, 384 nolu parselin Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İş**" Aşçıoğlu İnş. Taah. Turz. Tic. A.Ş. uhdesinde kalmış olup, sözleşme **06.08.2010** tarihinde imzalanmıştır.

Bahse konu iş, tarafların aralarında yaptıkları proje ortaklığı anlaşması gereği aynı şartlarla bütün hak hukuk vecaibi ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Aşçıoğlu İnş. Taah. Turzm. Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığına **10.11.2011** tarihinde devir edilmiştir.

Bu kerede Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Aşçıoğlu İnş. Taah. Turz. Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı uhdesinde yapımı devam eden işin, **11.07.2012** tarih 339 sayılı Strateji Planlama Komisyon kararında **Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı**'na devri uygun görülmüştür.

Son durum itibariyle konu hasılat paylaşımı sözleşmesi İdare ile, Müşteri Şirket **Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı** arasında olup, Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesine Ek Sözleşmesine göre (Rapor'un 5.3.2 bölümünde verilmiştir.) **İş Ortaklığın sermayesi 1.000.000,-TL'dir ve bu sermayenin %65'ine tekabül eden 650.000,-TL'si Torunlar GYO A.Ş., % 30'una tekabül eden 300.000,-TL'si Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş., % 5'ine tekabül eden 50.000,-TL'si de Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş.** tarafından karşılanacaktır.

#### 5.3.2. Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi<sup>3</sup>

**Madde 1: Taraflar:** Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (**İdare**) & Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı (**Yüklenici**)

**Madde 2: Sözleşmenin Konusu:** İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, Ali Sami Yen Stadyumunun bulunduğu 58 pafta, 1199 ada, 384 nolu parsel üzerinde İdare'ce uygun görülecek projeler uyarınca tüm giderleri Yüklenici tarafından karşılanmak üzere "Turizm, Ticaret alanları ve Rekreasyon Alanı"nın yapılması için gerekli plan ve projelerinin hazırlanması, ilgili Belediye ve İdarelerden onaylarının ve her türlü ruhsatlarının alınması ile onaylı projelerine, mahal listesine göre; ada içi ve dışı her türlü teknik alt yapısı, çevre tanzimi ve peyzajı ile birlikte, sözleşme ve eki Şartnameler doğrultusunda tamamlanarak cins tashihlerinin yapılması, İskan Ruhsatlarının ve Kat Mülkiyeti Tapularının alınması, pazarlanması, satışı, alıcılarına teslimi ve Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Esasına göre İdare Payı Toplam Geliri'nin ödenmesidir.

#### Tanımlar:

- ✓ **İDARE:** Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
- ✓ **YÜKLENİCİ:** Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. Ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. Ve Tic. A.Ş. İş Ortaklığı
- ✓ **AKİPG:** Arsa Satışı Karşılığı İdare Payı Geliri
- ✓ **AKİPGO %:** Arsa Satışı Karşılığı İdare Payı Gelir Oranı %
- ✓ **AKSTG:** Bağımsız Bölümlerin Satışından Sağlanacak, Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri
- ✓ **Artan AKİPGO %:** Artan Arsa Satışı Karşılığı Satış Toplam Geliri Üzerinden, % Oranı
- ✓ **YPG:** Yüklenici Payı Geliri
- ✓ **YPGO:** Yüklenici Payı Gelir Oranı

<sup>3</sup> Sözleşme Maddeleri, 03.08.2012 tarihli Devir Sözleşmesi ve 11.07.2012 tarihli Mutabakat Metni III'e göre düzeltilmiştir.

**Madde 3: Arsa Satışı Karşılığı İdare Payı Ve Toplam Gelirin Paylaşılması:** Sözleşme konusu iş karşılığında, elde edilecek gelir aşağıdaki şekilde paylaşılacaktır.

**a)** Arsa Satışı Karşılığı İdare Payı Geliri (AKİPG); **475.000.000,-TL**  
(DörtüzyetmişbeşmilyonTürkLirası)

İlk teklif edilen Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelir Oranı %45,0 (AKİPGO %Kırkbeş)

21.06.2010 tarih, 50571 sayılı revize mali teklif mektubu ile Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelir Oranı **%46,32** (AKİPGO % Kırkaltıvirgülotuziki) olmuştur.

**b)** Bağımsız Bölümlerin Satışından Sağlanacak, Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Gelir (AKSTG) **1.025.555.000,-TL** (BirmilyaryirmibeşmilyonbeşyüzellibeşbinTürkLirası)

Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Gelirinin artması durumunda; **Artan Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri (AKSTG) üzerinden, %45,1** oranı (Artan AKİPGO % Kırkbeşondabir) karşılığı tutarı da, teklif edilen Arsa Karşılığı İdare Payı Gelirine (AKİPG) ilave olarak, İdareye verilecektir.

Açıklama: Teklif edilecek Artan AKİPGO'nun, AKİPGO'dan daha yüksek olması gerekmele birlikte, 28.05.2010 tarihli ihalenin son oturumunda **AKİPGO: %45, Artan AKİPGO: %45,1** olarak teklif edildiği ve 21.06.2010 tarih, 50571 sayılı revize mali teklif mektubu ile Artan AKİPGO oranının %45,1 olarak muhafaza edilmesi şartıyla Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelirinin (AKİPG) artırılmasının talep edildiği dikkate alınarak **Artan AKİPGO: %45,1 olarak kabul edilmiştir.**

Yüklenici tarafından Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelirinin (AKİPG) nakden ve defaten peşin olarak ya da İdare'nin belirleyeceği koşullarda ödenmesi talep edildiği takdirde; ödenecek AKİPG, 3.a) maddesi ile belirlenen AKİPG'nin altına inmeyecektir. Ödemenin tamamlanmasını müteakip mevzuat çerçevesinde Türk Medeni Kanunu'nun ilgili hükümleri uyarınca, Yükleniciye tapu devri yapılacaktır. Devir ile ilgili olarak kanun gereği ödenmesi gereken tapu, döner sermaye ve ipotek harcı vb. giderler taraflarca kanuni yükümlülükleri oranında ödenecektir.

**c)** Teklif verme tarihinden sonra, ilgili yasa ve mevzuatlardaki değişiklikler nedeni ile ve/veya Projelerin İlgili Belediyesi'nce onaylanması safhasında, inşaata esas toplam emsal değerinde artma veya eksilme olması durumunda, Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelir Oranı (AKİPGO) değişmemek kaydıyla, Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Gelir Miktarı (AKİPG) etkileşim oranında değişecektir.

Teklif verme tarihinden sonra, emsal artışı veya azalışı nedeniyle toplam satış gelirinde meydana gelebilecek olan artış veya azalış bedelleri; Sözleşmenin 4'üncü maddesinde yer alan İdare Payı Toplam Geliri ödeme planındaki emsal m<sup>2</sup> artış veya azalışın kesinleştiği tarihten sonraki ilk taksit tarihinden itibaren, kalan taksitlerin ödeme tarih ve oranlarında yansıtılacaktır. (Emsal m<sup>2</sup> ve/veya azalışın kesinleştiği tarihten önceki ödeme oranlarının geriye kalan taksitlere dağıtılarak) kalan taksitlerinde ödeme oranlarında yansıtılacaktır.

**d)** Bağımsız bölümlerin satışından sağlanacak, Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri (AKSTG) sözleşmede belirlenen bedelin altına düşmesi halinde dahi, Arsa Satış Karşılığı İdare Payı miktarı (AKİPG) ve ödeme tarih ve miktarları değişmeyecektir.

**e)** Toplam hasılat (Bağımsız Bölümlerin Satışından Sağlanacak, Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Gelir) tutarında herhangi bir nedenle azalma olduğu takdirde; İdare işin devamına karar vermeye veya Sözleşmeyi tek taraflı olarak fesh etmeye yetkilidir.

**f)** İmar planı bilgi paftasında (B) simgesi ile gösterilen park alanı, kamuya terk edilecektir.

**g)** 1199 ada, 384 parselin Rekreasyon Alanı ve Turizm + Ticaret Alanı olarak belirlenen bölümlerin zemini altında, **birinci ve ikinci bodrum katlarda ticari fonksiyonlar yer alabilir.** Üçüncü, dördüncü ve beşinci bodrum katlar ise otopark olarak düzenlenecektir. **Beşinci bodrum katın mülkiyeti kat irtifakı tesis edilmek suretiyle Bila Bedel İstanbul Büyükşehir Belediyesine devredileceğini kabul ve taahhüt eder.** Bunun dışında düzenlenen otoparklar Turizm + Ticaret Alanı üzerinde geliştirilecek yapı ya da yapılar tarafından kullanılacaktır.



- h) Alıcı, taşınmazın Galatasaray Spor Kulübü Derneği tarafından kullanıldığı dönem için kulüp tarafından ödenmesi gereken ecrimisil veya kira bedellerinden herhangi bir hak talep etmeyeceğini kabul ve taahhüt eder.

#### Madde 4: Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Geliri Ödeme Planı:

Ödeme No	Sözleşme İmza Tarihinden İtibaren Ödeme Günü	Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Geliri Ödeme Oranları (AKİPGO)	AKİPG
1	30	20%	95.000.000
2	360	15%	71.250.000
3	540	15%	71.250.000
4	720	15%	71.250.000
5	900	15%	71.250.000
6	1140	10%	47.500.000
7	1425	10%	47.500.000
<b>TOPLAM</b>		<b>100%</b>	<b>475.000.000</b>

İdare Peşin veya vadeli olarak yapılacak satışlar nedeniyle Banka teminat hesabında toplanacak nakitlerdeki İdare payını, hesaba yatırıldığı gün itibariyle, "Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Geliri Ödeme Planı"na bağlı kalmaksızın, AKİPGO'da, teminat hesabına yatan AKSTG tutarının Sözleşme ile belirlenen AKSTG'yi aşması halinde ise Artan AKİPGO'da serbestçe kullanılacaktır. İdare payını, AKİPGO/Artan AKİPGO serbestçe kullanılmakla birlikte, iş bu maddede düzenlenmiş olan "Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Geliri Ödeme Planı" geçerliliğini korumakta olup, ödeme günlerinde İdare tarafından kullanılmış olan tutarlar, ödenecek İdare payı tutarından mahsup edilecektir.

Arsa Karşılığı İdare Payı taksit ödemeleri; taksit günlerine kadar yapılan satışlardan günlük olarak alınan İdare Payı ile karşılanamıyorsa ya da mahsuplaşma sonucu arsa satışı karşılığı İdare payı ödeme kaleminde eksik kalmış ise, birinci ödemede eksik kalan tutar için Sözleşme imza tarihinden başlamak üzere ilk ödeme tarihine kadar, daha sonraki ödemelerde eksik kalan tutarlar için ise, bir önceki taksit ödeme tarihinden başlamak üzere ödeme tarihine kadar ki; Türkiye İstatistik Kurumunun açıkladığı ÜFE oranları ile güncelleştirilerek yapılacaktır. ÜFE farkı, ÜFE oranlarının açıklandığı gün İdare tarafından hesaplanarak Yükleniciden talep edilecektir. Eğer söz konusu ödeme dönemlerinde ÜFE oranlarında azalma olması durumunda İdareye teklif edilen bedeller ödenecektir. Ancak Yapı Ruhsatının Yüklenicinin kusuru dışında bir nedenle geç alınması ve inşaaata başlanamaması nedeniyle, Sözleşme'nin yürürlükten kalkması ya da Sözleşme'nin tasfiyesi halinde ÜFE farkı alınmayacaktır.

"Yukarıda belirtilen tarihlerde İdare'ye yapılacak ödemelerde gecikme olursa, gecikilen beher gün için (AKİPG)'nin %0,01 (onbindebir)'i oranında günlük gecikme cezası Yüklenici payı gelir tutarı (YPTG)'nden veya Kesin Teminat Mektubu'ndan kesilecektir. Gerektiği takdirde, erteleme faizi ve ÜFE farkı da Yüklenici Payı Gelir Tutarı (YPTG)'nden veya Kesin Teminat Mektubu'ndan kesilecektir. Bu bedellerin Kesin Teminat Mektubu'ndan kesilmesi durumunda, 15 gün içerisinde Kesin Teminat Mektubu Yüklenici tarafından tama iblağ edilir. Bu gecikme 1 ayı geçtiği takdirde veya 1 yılda 2 kez tekrarlandığında İdare işbu Sözleşme'yi feshetmekte veya devam ettirmekte serbesttir."

**Madde 6: İşin Süresi ve Kesin Teminat:** Yüklenici, yükümlülüğünde bulunan inşaat işlerini yer teslimi tarihinden itibaren 1095 (Bindoksanbeş) gün içinde bitirmekle yükümlüdür. Bakım, muhafaza ve Arsa Satış Karşılığı İdare Payı Toplam Geliri tamamlanma süresi geçici kabul tarihi ile kesin kabul tarihi arasındaki süre olup 365 gündür. Bu durumda Sözleşme süresi toplam 1460 gündür.

**Madde 10: Yer Teslimi, İşe Başlama:** İşin yapılacağı yer alan Ali Sami Yen Stadı arsası 30 Mayıs 2011 tarihinde boş olarak teslim edilecektir. **Ancak Yükleniciden kaynaklanan sebeplerden dolayı gecikme olması durumunda; İdarenin onay koşulu ile gecikme süresi kadar, ödeme planından öteleme yapılacaktır.**

**Madde 26: Devir:** İdarenin yazılı izni olmadan taahhüt konusu iş başkasına devir edilemez. Sözleşme İdare Başkanı'nın onayı ile başkasına devredilebilir. Ancak devralacaklarda ilk ihaledeki şartların aranması zorunludur. Ayrıca unvan ve statü değişikliği gereği yapılan devirler hariç olmak üzere, bir sözleşmenin devredildiği tarihten başlayarak bir yıl içerisinde aynı sözleşme tekrar devredilemez veya devir alınamaz.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> 11.07.2012 tarihli Mutabakat Metni III ile değiştirilmiştir.

### 5.3.3. Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesine Ek Sözleşme

19.10.2010 tarih ve 20025 yevmiye no'lu Düzenleme Şeklinde Torunlar – Aşçıoğlu – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı (Proje Ortaklığı) sözleşmesinin 1. Maddesi, Aşçıoğlu İnşaat Taahhüt Turizm Tic. A.Ş.'nin sözleşmeden kaynaklanan tüm hak, borç ve taahhütlerini Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş.'ye devir etmiş olması nedeni ile aşğıdaki şekilde tadil edilmiştir.

#### **Madde 4: İşin Finansmanı ve Finansmanın Karşlanması:**

- A.** Ortaklığın sermayesi 1.000.000,-TL'dir.
- B.** Bu sermayenin %65'ine tekabül eden 650.000,-TL'si Torunlar GYO A.Ş., % 30'una tekabül eden 300.000,-TL'si Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş., % 5'ine tekabül eden 50.000,-TL'si de Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. tarafından karşılanacaktır.

.....

**Madde 6: Ortaklığın İdaresi:** Proje Ortaklığı, Pilot Ortak Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından belirlenecek kişiler tarafından temsil ve idare olunur. Telsim ve ilzam yetkisi herhangi bir sınırlamaya tabi değildir. Projenin adı Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından belirlenecektir.

**Madde 18: Toplu Satışlar:** Pilot Ortak Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından 384 nolu parselin satın alınmasına karar verilmesi halinde, diğer ortaklar Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından 384 nolu parselin tamamının Pilot Ortak Torunlar GYO A.Ş.'ne satılmasına peşinen muvafakat etmişlerdir.

### 5.3.4. 28.03.2013 Tarihli KAP Açıklaması

Ali Sami Yen Stadyumunun bulunduğu arsa ile ilgili olarak Müşteri Şirket'in 28.03.2013 tarihinde kamuya yaptığı, tarafımıza da yazılı olarak bildirilen açıklama "**Torunlar GYO, Torun Yapı, Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı**" ile **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) arasından imzalanan arsa karşılığı gelir paylaşım işine ilişkin sözleşme ile sözleşmenin imzalandığı tarihten başlamak kaydı ile ilki 30 gün sonra, son taksiti de 1425 gün sonra ödenmesi gereken TOKİ gelir payları, TOKİ İle Proje Ortaklığı arasında bu payların erken ödenmesi hususunda varılan mutabakata çerçevesinde 345.250.000 Türk Lirası ödenmiştir. Ayrıca, plan değişikliğine bağlı olarak emsal oranında artış olması ve Proje Ortaklığının da bu emsal artışını dikkate alarak inşaat toplam alanını arttırıcı proje tadilatını talep etmesi halinde, TOKİ artan kısmın %45.1 oranına isabet eden alanı (m<sup>2</sup>) alma hakkına sahip olacaktır.**" şeklindedir.

## 6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

### 6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

*"Gerçeğe uygun değeri güvenilir olarak ölçülebilen bir maddi duran varlık kalemi, varlık olarak muhasebeleştirildikten sonra, **yeniden değerlendirilmiş tutarı** üzerinden gösterilir. **Yeniden değerlendirilmiş tutar, yeniden değerlendirme tarihindeki gerçeğe uygun değerinden, müteakip birikmiş amortisman ve müteakip birikmiş değer düşüklüğü zararlarının indirilmesi suretiyle bulunan değerdir. Yeniden 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 varlığa ilişkin değerlendirme çalışmalarında;

- TOKİ Mülkiyetinde yer alan varlığın, duran varlıklar niteliğindeki "gayrimenkul değil, bu varlığa ilişkin olarak İş Ortaklığı ile İdare arasında düzenlenmiş **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)"** ve bu sözleşmeye bağlı **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nden kaynaklanan hak ve yükümlülükler olduğu hususu dikkate alınmalıdır.
- **TMS: 16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmaların ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.

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

## 6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

Değerlemeye konu olan 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. Gayrimenkullerin 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 gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Rapor'un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlar;

- 1- TOKİ mülkiyetinde olan ve Rapor'da tanımlı verilen **gayrimenkul,**
- 2- Söz konusu gayrimenkul üzerinde İş Ortaklığı ve TOKİ (İdare) arasında yapılan "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)**", **28.03.2013 tarihli KAP açıklaması** ve sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülükleridir.

Bu hususlar ve TOKİ Mülkiyetinde yer alan varlığın "**gayrimenkule bağlı hak/proje**" olduğu hususu dikkate alınarak, öncelikle **değerleme konusu gayrimenkulün tamamlanma yüzdesi de dikkate alınmak suretiyle mevcut durumunu temsil eden rayiç değeri belirlenmiş,** ardından bu değer ile birlikte, geliştirme maliyetleri, geliştirme süreci ve konu işlemlere ilişkin olarak akdedilmiş sözleşmeler dikkate alınarak, **projenin net gelir akımlarının bugünkü değerinin** belirlenmesi amacıyla "**İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**" gerçekleştirilmiş ve "**proje/gayrimenkule bağlı hak**" değeri belirlenmiştir.

**Gayrimenkule bağlı hak değerinin tespitinde** İş Ortaklığı ve TOKİ (İdare) arasında yapılan "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)**", bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**" ve **Müşteri şirket'in 28.03.2013 tarihinde KAP'da yayınlanan ve tarafımıza da yazılı olarak sunulan aşağıdaki açıklaması da dikkate alınmıştır.**

*"Ali Sami Yen Stadyumunun bulunduğu arsa ile ilgili olarak "Torunlar GYO, Torun Yapı, Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı" ile T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) arasından imzalanan arsa*

karşılığı gelir paylaşım işine ilişkin sözleşme ile, sözleşmenin imzalandığı tarihten başlamak kaydı ile ilki 30 gün sonra, son taksiti de 1425 gün sonra ödenmesi gereken TOKİ gelir payları, TOKİ İle Proje Ortaklığı arasında bu payların erken ödenmesi hususunda varılan mutabakata çerçevesinde 345.250.000 Türk Lirası ödenmiştir. Ayrıca, plan değişikliğine bağlı olarak emsal oranında artış olması ve Proje Ortaklığının da bu emsal artışını dikkate alarak inşaat toplam alanını arttırıcı proje tadilatını talep etmesi halinde, TOKİ artan kısmın %45.1 oranına isabet eden alanı (m<sup>2</sup>) alma hakkına sahip olacaktır.”

#### Bu çalışmada,

- **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parsel üzerinde geliştirilmekte olan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün mevcut tamamlanma oranına göre maliyet değerlerine ve tamamlanması halindeki toplam yapı maliyet değerine**, ulaşılmıştır.
- **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çerçevesinde, değerlendirme konusu parsellerin mer’i imar planı ve hasılat paylaşım sözleşmesi doğrultusunda **384 numaralı parsel** üzerinde geliştirilmesine başlanılan **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı projenin;
  - a) Gelirlerin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde **satılık ofis, dükkân/mağaza ve konut emsalleri** araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
  - b) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmış,

bu veriler kullanılarak **gayrimenkulün geliştirici karını da içeren mevcut durum değerine** ve gayrimenkule bağlı hak değerini temsil eden **iş ortaklığının değerine** ulaşılmaya çalışılmıştır.

## 6.5. Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

### 6.5.1. Ayrıştırma Yöntemi

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

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

#### 6.5.1.1 Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, yakın çevresinde yapılan **arsa emsal** araştırmaları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Arsa Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>	
Emsal 1	Gayrettepe’de, <b>ana cadde üzerinde</b> yer alan, 4.200,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü Turizm imarlı, <b>Emsali:3,0</b> , H:Serbest yapılaşma hakkına sahip arsa satılıktır.	4.200	172.966.500	41.182,50	85.000.000	<b>20.238,10</b>
Emsal 2	Gayrettepe Metro istasyonuna yakın konumlu, <b>ara sokakta yer alan</b> , atıl vaziyetteki binanın 206,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsası, ticari imarlı, <b>emsali: 2,0</b> olan arsa satılıktır.	206	3.194.793	15.508,70	1.570.000	<b>7.621,36</b>

Emsal 3	Konu mülke yakın konumlu, ticari imarlı, <b>emsali 2.0 olan</b> , 2.817,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsa satılıktır.	2.817	111.919.500	39.730,03	55.000.000	<b>19.524,32</b>
Emsal 4	İzmetpaşa Mahallesi'nde konumlu, ticari imarlı, <b>emsali 2.0</b> , h: serbest olan, 2.600,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsa satılıktır.	2.600	71.221.500	27.392,88	35.000.000	<b>13.461,54</b>

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

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

Tespitleri yapılmıştır.

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

- o 2007 yılında, Büyükdere Caddesi'ne sahip, 46.241,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı İETT arsası 705.000.000,-ABD \$ bedelle (**m<sup>2</sup> emsal bedeli 15.246,-ABD\$**)
- o 2007 yılında 96.505,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal: 2.90, Ticari imarlı Karayolları arsası 800.000.000,-ABD \$ bedelle Zorlu Holding'e (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~8.290,-ABD\$**)
- o 2008 yılında, eski Tekel Likör Fabrikasının konumlu olduğu, 23.711,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:2.50, ticari imarlı arsa 269.440.000,-ABD \$ bedelle Kiler GYO'ya (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~11.364,-ABD\$**)
- o 2009 yılında, Albayrak Holding'e ait 2.400,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, Ticari imarlı arsa 25.000.000,-ABD \$ bedelle Çalık Holding'e (**m<sup>2</sup> emsal bedeli 11.417,-ABD\$**)
- o 2011 yılında, ~7.000,-m<sup>2</sup> yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı, Yıldız Teknik Üniversitesi'ne ait arsa, Nuro Holding'e 111.000.000,-TL bedelle (**m<sup>2</sup> emsal bedeli ~15.857,-ABD\$**)

satıldığı tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan, satışı gerçekleşmiş ve piyasada satılık olan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, **E: 2,50** yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$/m <sup>2</sup>		Emsal Yapılaşma Hakkı	m <sup>2</sup> Başına İnşaat Hakkı Değeri		E:2,50 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
41.183	20.238	3,0	13.728	6.746	34.319	16.865
15.509	7.621	2,0	7.754	3.811	19.386	9.527
39.730	19.524	2,0	19.865	9.762	49.663	24.405
27.393	13.462	2,0	13.696	6.731	34.241	16.827
-	15.246	3,0	-	5.082	-	12.705
-	8.290	2,9	-	2.859	-	7.146
-	11.364	2,5	-	4.545	-	11.364
-	10.417	3,0	-	3.472	-	8.681
15.857	-	3,0	5.286	-	17.337	11.558
<b>Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL</b>					<b>30.989</b>	<b>13.231</b>

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

Emsal mülklerin m<sup>2</sup> birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama **13.231,-ABD \$/m<sup>2</sup>** yapılaşma hakkı parsel değerinin;

- Güncel piyasa koşulları,
- Gayrimenkulün konumu,
- Büyük yüzölçümü nedeni ile kısıtlı kişinin satın alabilmesi ihtimali,
- Rekreasyon alanında kalan bölümü nedeni ile E 5'den uzaklaşması,
- Son bir yılda dolar kurunda yaşanan artış,

gibi kriterler ışığında, tutucu bir yaklaşımla değerlendirme konusu gayrimenkuller için m<sup>2</sup> emsal bedelinin 8.000,-ABD \$ olarak uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

<b>EMSAL KARŞILAŞTIRMA (PİYASA) YAKLAŞIMI</b>	
<b>Parsel Yüzölçümü, m<sup>2</sup></b>	33.615,15
<b>m<sup>2</sup> Emsal Değeri, ABD \$</b>	8.000
<b>Arsa Değeri, ABD \$</b>	<b>268.921.200</b>
<b>Arsa Değeri, TL</b>	<b>547.227.750</b>

Sonuç olarak; **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde**, değerlendirme konusu **384 numaralı parselin adil piyasa değerinin 547.227.750,-TL (değerleme tarihi itibari ile 268.921.200,-ABD\$)** olabileceği kanaatine varılmıştır.

#### 6.5.1.2 Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut ve Tamamlanması İçin Gereken Yapı Maliyetinin Belirlenmesi

Değerleme konusu **384 numaralı parsel** üzerinde inşa edilmekte olan **Rezidans + Ofis + AVM** Projesinin mahaller itibari ile farklılaşmaya gidilerek, toplam yapı değerleri (geliştirme maliyeti) bulunmuştur.

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **Rezidans + Ofis + AVM projesi yapı maliyeti**, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2013 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 5. Sınıf B grubu maliyet bedeli olan **1.270,-TL**,
- **Otopark-Ortak Alan yapı maliyeti ise** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2013 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 4. Sınıf C grubu maliyet bedeli olan **840,-TL**,
- **Çevre Düzenlemesi maliyeti**, Yapı Maliyetinin **%5'i** oranında varsayılmış ve hesaplamalara dâhil edilmiştir.

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

Değerleme konusu 1199 ada, **384 parsel** üzerinde geliştirilecek olan **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım fonksiyonlu projenin toplam ve mevcut tamamlanma oranına göre yapı maliyetleri aşağıdaki tabloda detaylı olarak verilmiştir.

<b>PROJE MALİYET VARSAYIMLARI</b>	<b>TL</b>	<b>ABD \$</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti, TL</b>	<b>269.419.677</b>	<b>132.399.468</b>
<b>A ve E Blok (Ofis +AVM) Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>32.184,40</b>	<b>32.184,40</b>
Birim Maliyet	1.270,00	624,11
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,10	18,72
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,24	19,28
Diğer Maliyetler	40,42	19,86
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.387,76	681,98
<b>A ve E Blok (Ofis + AVM) Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>44.664.329</b>	<b>21.949.152</b>
<b>A ve E Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>100.041,14</b>	<b>100.041,14</b>
Birim Maliyet	840	412,80
<b>A ve E Blok Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>84.034.558</b>	<b>41.296.652</b>
Tamamlanma Oranı, %	0,469	0,469
<b>Tamamlanma Maliyeti, TL</b>	<b>60.359.778</b>	<b>29.662.282</b>
<b>B Blok (Konut) Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>23.235,36</b>	<b>23.235,36</b>



Birim Maliyet	1.270,00	624,11
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,10	18,72
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,24	19,28
Diğer Maliyetler	40,42	19,86
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.387,76	681,98
<b>B Blok (Konut) Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>32.245.180</b>	<b>15.846.076</b>
B Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m <sup>2</sup>	<b>13.416,11</b>	13.416,11
Birim Maliyet	840	412,80
<b>B Blok (Konut) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>11.269.532</b>	<b>5.538.126</b>
Tamamlanma Oranı, %	0,2485	0,2485
<b>Tamamlanma Maliyeti, TL</b>	<b>10.813.406</b>	<b>5.313.974</b>
<b>C Blok (Konut) Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>18.866,09</b>	<b>18.866,09</b>
Birim Maliyet	1.270,00	624,11
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,10	18,72
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,24	19,28
Diğer Maliyetler	40,42	19,86
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.387,76	681,98
<b>C Blok (Konut) Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>26.181.667</b>	<b>12.866.316</b>
C Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m <sup>2</sup>	<b>13.364,07</b>	13.364,07
Birim Maliyet	840	412,80
<b>C Blok (Konut) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>11.225.819</b>	<b>5.516.644</b>
Tamamlanma Oranı, %	0,16	0,16
<b>Tamamlanma Maliyeti, TL</b>	<b>5.985.198</b>	<b>2.941.274</b>
<b>D Blok (Ofis) Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>22.314,36</b>	<b>22.314,36</b>
Birim Maliyet	1.270,00	624,11
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,10	18,72
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,24	19,28
Diğer Maliyetler	40,42	19,86
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.387,76	681,98
<b>D Blok (Ofis) Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>30.967.050</b>	<b>15.217.971</b>
D Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m <sup>2</sup>	<b>17.822,08</b>	17.822,08
Birim Maliyet	840	412,80
<b>D Blok (Ofis) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL</b>	<b>14.970.547</b>	<b>7.356.896</b>
Tamamlanma Oranı, %	0,42	0,42
<b>Tamamlanma Maliyeti, TL</b>	<b>19.293.791</b>	<b>9.481.444</b>
<b>Çevre Düzeni Maliyeti, TL</b>	<b>13.860.996</b>	<b>6.279.392</b>

(\*) Parsel çevresine yapılan güçlendirme maliyeti Müşteri şirketten öğrenilmiş ve Çevre düzeni maliyetine eklenmiştir.

**384 parsel üzerinde inşasına başlanan projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti 269.419.677,-TL (değerleme tarihi itibari ile 132.399.468,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.**

	TL	ABD \$
<b>Σ Toplam Proje Geliştirme Maliyeti</b>	<b>269.419.677</b>	<b>132.399.468</b>
<b>Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%35,80 Tamamlanma)</b>	<b>96.452.172</b>	<b>47.398.974</b>
<b>Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti</b>	<b>172.967.505</b>	<b>85.000.494</b>

Parsel üzerinde yapılmakta olan **Rezidans + Ofis + AVM kullanım fonksiyonlu projenin** değerlendirme tarihi itibariyle tamamlanma oranı (%35,80) doğrultusunda;

- ✓ Gerçekleştirilmiş inşaat maliyeti **96.452.172,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **47.398.974,-ABD\$**)
- ✓ %100 tamamlanma için gerekli inşaat maliyeti **172.967.505,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **85.000.494,-ABD\$**)

olarak hesaplanmıştır.

### 6.5.1.3 Gayrimenkulün Mevcut Durumu İtibariyle Toplam Değeri

Değerleme konusu gayrimenkulün,

- ✓ Rapor'un 6.5.1.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.5.1.2'nci bölümünde **yapının maliyet kalemleri itibariyle gerçekleştirilme yüzdelerine göre belirlenmiş ortalama %35,80 tamamlanma oranı doğrultusunda hesaplanan bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle **mevcut durum toplam değeri**,
- ✓ Rapor'un 6.5.1.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.5.1.2'nci bölümünde **yapının tamamlanması için gerekli bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle **toplam değeri**,

hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE MEVCUT TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	547.227.750
Tamamlanma Oranına Göre Yapı Değeri, TL	96.452.172
<b>Gayrimenkulün Mevcut Durum Toplam Değeri, TL</b>	<b>643.679.922</b>
<b>Gayrimenkulün Mevcut Durum Toplam Değeri, ABD \$</b>	<b>316.320.174</b>

**Sonuç olarak;** Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün **mevcut (fiili) durumunu temsil eden tamamlanma oranına<sup>5</sup> göre toplam (parsel + mevcut inşaat/yapı) adil piyasa değeri 643.679.922,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **316.320.174,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Gayrimenkul üzerinde planlanan geliştirme faaliyetlerinin tamamlanması halinde öngörülen parsel ve yapı değerinden oluşan toplam değeri ise (geliştirici karını **ichermemektedir**), bu günkü değerlerle aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

GAYRİMENKUL ÜZERİNDEKİ PROJENİN TAMAMLANMASI HALİNDE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	547.227.750
Yapı Maliyeti, TL (%100 Tamamlanmaya göre)	269.419.677
<b>Gayrimenkul Projesinin Tamamlanması Halinde Toplam Değeri, TL</b>	<b>816.647.427</b>
<b>Gayrimenkul Projesinin Tamamlanması Halinde Toplam Değeri, \$</b>	<b>401.320.668</b>

**Sonuç olarak;** Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün üzerindeki projenin tamamlanması halindeki toplam (parsel + yapı) adil piyasa değeri **816.647.427,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **401.320.668,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

### 6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Gayrimenkul Değerinin Tespiti)

Değerleme konusu **384 numaralı parsel** üzerinde, Mer'î İmar Planının tanımladığı yapılaşma haklarına göre, onaylı Mimari Projesi ve Yapı Ruhsatına göre inşası devam eden **Rezidans + Ofis + AVM** projesinin tamamlanması durumunda, **projenin gelecekte yaratacağı net nakit akımlarının bugünkü değerinin gayrimenkulün arsa + mevcut yapı + geliştirici karını temsil edeceği** kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa + %35,80'lik tamamlanma oranına sahip yapı değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir:

1. Net parsel üzerinde geliştirilecek olan **proje maliyetleri hesaplanmış**, değerlendirme tarihi itibariyle gerçekleşmiş olan yapım maliyeti ve gerekli yatırım maliyeti ayrıştırılmış ve geliştirme harcamaları nakit çıkışı olarak öngörülmüş,
2. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile
  - o Bölgede satılık rezidans, dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak projenin olası satış gelirleri hesaplanmış,
3. Son olarak gelir ve giderlerin toplanarak (net nakit akımları), yıllık büyümeler ve iskonto oranları da hesaba katılarak yapılan **İNA Analizi** ile bugünkü net parsel + mevcut yapı değeri + geliştirici karına ulaşılması sağlanmıştır.

<sup>5</sup> Değerleme tarihi itibariyle yaklaşık %35,80'lik orandır.

Sonuç olarak, değerlendirme konusu **384 numaralı parselin** mevcut imar durumu doğrultusunda **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı olarak geliştirileceğinin kabulüyle Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiş olup, esas alınan varsayımlar aşağıda sunulmuştur.

**Proje özeti:**

- Konu parsel toplam 33.615,15m<sup>2</sup> yüzölçümlüdür.
- 1/1000 ölçekli **384 Parselle** İlişkin Uygulama İmar Planı Tadilatı'na göre kısmen "**Turizm + Ticaret (TT)**", kısmen "**Rekreasyon Alanı (A)**" ve kısmen "**Park Alanı (B)**" kalan parselin yapılaşma hakkı **Emsal:2,5** şeklindedir.
- **384 numaralı parsel** üzerinde geliştirileceği varsayılan projenin onaylı mimari projesine ve Yapı Ruhsatlarına göre; A (Ofis, Mağaza, Otopark), B (Konut), C (Konut), D (Ofis) ve E (Sosyal Tesis) Bloklarından oluşacağı öngörülmektedir.
  - **A Blok;** ofis + AVM bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat olmak üzere toplam 6 kattan oluşmaktadır. A Blok içerisinde, 14 adet mağaza, 114 adet yatay ofis, otopark ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre A Blok toplam **132.047,41m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%46,90** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
  - **B Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. B Blok içerisinde, 231 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre B Blok toplam **36.651,47m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%24,85** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
  - **C Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. C Blok içerisinde, 177 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre C Blok toplam **32.230,16m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%16** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
  - **D Blok;** ofis bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 37 normal kat olmak üzere toplam 43 kattan oluşmaktadır. D Blok içerisinde, 113 adet ofis ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre D Blok toplam **40.136,44m<sup>2</sup>** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%42** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
  - **384 numaralı parsel** üzerinde konumlandırılacak olan **Rezidans+Ofis+AVM** projesi Yapı Ruhsatlarına göre toplam **241.243,61m<sup>2</sup>** kapalı alanlı olacaktır. Projenin maliyet kalemleri doğrultusunda mevcut ortalama tamamlanma oranı **~%35,80**'dir.

**1) TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI:** Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulduğu üzere Onaylı Mimari Projesine ve Yapı Ruhsatlarına göre, konu parsel üzerinde **241.243.61,-m<sup>2</sup>** kapalı alanlı **Rezidans + Ofis + AVM** birimlerinden oluşan proje inşasına başlanılmıştır.

Parsel üzerindeki projenin Yapı Ruhsatlarına göre, kapalı alan dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

BLOK	Mahal Adı	B.B Adedi	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
<b>D Blok</b>	Ofis	113	22.314,36
	Ortak Alan	-	17.822,08
<b>E Blok(*)</b>	Sosyal Tesis	1	178,13
<b>A Blok</b>	Ofis	128	32.006,27
	Garaj	1	21.227,70
	Ortak Alan	-	78.813,44
<b>C Blok</b>	Apartman Binası	177	18.866,09
	Ortak Alan	-	13.364,07
<b>B Blok</b>	Apartman Binası	231	23.235,36
	Ortak Alan	-	13.416,11
<b>TOPLAM</b>			<b>241.243,61</b>

(\*) Maliyet hesaplamalarında A Bloğa eklenmiştir.

**2) PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:** Konu parseller üzerinde yer alacak **Rezidans + Ofis + AVM** projesinin tamamlanması durumunda toplam proje geliştirme maliyeti hesaplamaları aşağıda sunulmuştur.

Detayları Rapor'un 6.5.1.2'nci bölümünde verildiği üzere, **384 parsel** üzerinde konumlanması planlanan projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **269.419.677,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **132.399.468,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Parsel üzerinde inşa çalışmalarına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibariyle tamamlanma oranı doğrultusunda gerçekleştirilmiş inşaat maliyeti **96.452.172,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **47.398.974,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır. Toplam geliştirme maliyetinden, tamamlanma oranı doğrultusunda yapılmış olan harcamalar çıkarılarak **Gerekli Tamamlama Maliyeti 172.967.505,-TL olarak** hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	TL	ABD \$
<b>Σ Geliştirme Maliyeti</b>	<b>269.419.677</b>	<b>132.399.468</b>
<b>Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%35,80 Tamamlanma)</b>	<b>96.452.172</b>	<b>47.398.974</b>
<b>Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti</b>	<b>172.967.505</b>	<b>85.000.494</b>

- Proje Geliştirme süresinin 1 yıl 6 ay olacağı varsayılmıştır. **Mevcut tamamlanma oranı %35,80'dir.** Kalan kısım tamamlanma oranının, 2014 yılı için %70, 2015 yılı için ise %30 olacağı öngörülmüştür.
- İzleyen yıllarda inşaat maliyetleri %3 oranında arttırılmıştır. Bu varsayımlar doğrultusunda yapılan tablo aşağıda sunulmuştur.

	2014	2015
Proje Maliyeti, ABD \$	85.000.494	87.550.509
(*)Tamamlanma oranı, %	0,7	0,3
<b>Tamamlanma Oranına Göre Gerekli İnşaat Maliyeti, ABD \$</b>	<b>59.500.346</b>	<b>26.265.153</b>

(\*) Tamamlanma Maliyeti, gerekli tamamlanma maliyeti üzerinden hesaplanmış olup, tamamlanma oranları kalan %64,20 üzerinden belirlenmiştir.

**3) PROJE GELİR VARSAYIMLARI:** 1199 ada, **384 numaralı parsel** üzerinde **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım fonksiyonlu projenin İNA Analizinin gelir kalemini oluşturacak veriler aşağıdaki şekilde elde edilmiştir.

- o Piyasada yakın zamanda satışı gerçekleşmiş ya da alım-satıma konu olan rezidans, ofis ve dükkân/mağaza emsalleri dikkate alınarak **projenin olası satış gelirleri**, tespit edilmiştir.

**Müşteri Şirket'ten alınan bilgiler doğrultusunda, proje içerisinde yer alan Rezidans, ofis ve dükkanların bir kısmının satışının satış vaadi sözleşmesi ile gerçekleştirildiği, ancak halihazırda kat irtifakının kurulmamış olması nedeni ile tapu devirlerinin yapılamadığı öğrenilmiştir.**

**Rezidans Satış Geliri; 384 numaralı parselin** yakın çevresinde yapılan piyasa araştırmaları sonucu elde edilen satılık Rezidans/daire emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK REZİDANS EMSALLERİ							
Açıklama			Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ			
				TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>
TRUMP TOWERS	Emsal 1	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 1+1, 118,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	118	1.363.383	11.554	670.000	<b>5.678</b>
	Emsal 2	Şişli, Trump Towers'da, 20.katta konumlu, 2+1, 216,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	216	3.764.565	17.429	1.850.000	<b>8.565</b>
	Emsal 3	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 2+1, 168,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	168	2.720.000	16.190	1.336.675	<b>7.956</b>
	Emsal 4	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 1+1, 118,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	118	1.500.000	12.712	737.137	<b>6.247</b>

ASTORIA	Emsal 5	Astoria'da 17.katta konumlu, 1+1, 111,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	111	1.627.920	14.666	800.000	<b>7.207</b>
	Emsal 6	Astoria'da 15.katta konumlu, 1+1, 111,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	111	1.322.685	11.916	650.000	<b>5.856</b>
	Emsal 7	Astoria'da 19.katta konumlu, 2+1, 217,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	217	3.764.565	17.348	1.850.000	<b>8.525</b>
	Emsal 8	Astoria'da 21.katta konumlu, 4+1, 320,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	320	6.715.170	20.985	3.300.000	<b>10.313</b>
	Emsal 9	Astoria'da, 18. katta konumlu, 4+1, 320,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	320	5.290.740	16.534	2.600.000	<b>8.125</b>
SELENIUM TWINS	Emsal 10	Selenium Twins'da, 2.katta konumlu,1+1, 95,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	95	1.017.450	10.710	500.000	<b>5.263</b>
	Emsal 11	Selenium Twins'da, 20.katta konumlu,1+1, 95,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	95	1.526.175	16.065	750.000	<b>7.895</b>
	Emsal 12	Selenium Twins'da, 4.katta konumlu,1+1, 95,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	95	1.170.068	12.317	575.000	<b>6.053</b>
	Emsal 13	Selenium Twins'da, boğaz manzaralı, üst katlarda konumlu, 3+1, 330,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	330	7.122.150	21.582	3.500.000	<b>10.606</b>
SELENIUM PANAROMA	Emsal 14	Selenium Panorama'da,5. katta konumlu, 1+1, 90,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	90	915.705	10.175	450.000	<b>5.000</b>
	Emsal 15	Selenium Panorama'da,ara katta konumlu, 2+1, 160,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	160	1.322.685	8.267	650.000	<b>4.063</b>
	Emsal 16	Selenium Panorama'da, 18. katta konumlu, boğaz manzaralı, 2+1, 160,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı daire satılıktır.	160	2.034.900	12.718	1.000.000	<b>6.250</b>
	Emsal 17	Selenium Panorama'da, 22.katta konumlu, şehir ve boğaz manzaralı, 5+1, 480,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı penthouse daire satılıktır.	480	8.139.600	16.958	4.000.000	<b>8.333</b>

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- ✓ Değerleme konusu 384 numaralı parselin konumlanmış olduğu Şişli bölgesinde yer alan Rezidansların kapalı alan, konumlandığı kat, manzara ve yapısal özellikleri doğrultusunda
  - Trump Towers'da yer alan dairelerin m<sup>2</sup> emsal bedellerinin **5.678,-ABD\$ ile 8.565,-ABD\$** aralığında,
  - Astoria'da yer alan dairelerin m<sup>2</sup> emsal bedellerinin **5.856,-ABD\$ ile 10.313,-ABD\$** aralığında,
  - Selenium Twins'de yer alan dairelerin m<sup>2</sup> emsal bedellerinin **5.263,-ABD\$ ile 10.606,-ABD\$** aralığında,
  - Selenium Panorama'da yer alan dairelerin m<sup>2</sup> emsal satış bedellerinin **4.063,-ABD\$ ile 8.333,-ABD\$** aralığında,

olduğu,

- ✓ Emsallerde de görüldüğü üzere rezidansların üst katlarında yer alan dairelerin daha yüksek bedellerden satışa sunulduğu,
- ✓ Trump Towers'ın yeni yapı olması, Mecidiyeköy Metrobüs ve Metro istasyonlarına yakın konumu, ulaşım kolaylığı nedenleri ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,
- ✓ Astoria'nın Gayrettepe Metro istasyonuna yakın konumu, kolay ulaşılabilirliği nedenleri ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,
- ✓ Konu gayrimenkulün konumlandığı Şişli/Mecidiyeköy Büyükdere Caddesi'nin yoğun araç trafiğine sahip olması nedeni ile geliştirilecek projeye ulaşımın sıkıntılı olacağı,
- ✓ Bölgede konumlu emsallerde de bahsi geçen Rezidansların genel olarak ofis amaçlı kullanıldığı,
- ✓ Yukarıda yer alan emsallerin satış bedellerinin deklare satış bedeli olduğu ve pazarlık payını içerdiği,

tespitleri yapılmıştır.

**Müşteri Şirket'ten alınan satış bilgileri doğrultusunda, proje içerisinde yer alan konutların buldukları kat, sahip oldukları şehir ve deniz manzarası, kapalı alanları vb. göz önünde bulundurularak m<sup>2</sup> satış bedellerinin 4.500,-ABD\$ ile 8.000,-ABD\$ aralığında değiştiği öğrenilmiştir.**

Yapılan bu tespitler ve bilgilendirilmeler doğrultusunda, değerlendirme konu 384 numaralı parsel üzerinde geliştirilecek olan Rezidans da yer alacak olan dairelerin

- o Konumu,
- o Dairelerin konumlanacakları kat (Üst katların manzara avantajı)
- o Kapalı alanları,
- o Yapısal özellikleri,
- o Projenin 2015 yıl ortasında tamamlanarak kullanılabilir duruma gelecek olması,

gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, değerlendirme çalışmalarına esas alınacak Rezidans (Konut) m<sup>2</sup> emsal bedelinin ortalama **5.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan dairelerin satışlarına başlanmış olup, 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan dairelerin m<sup>2</sup> emsal bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2014	2015	2016	2017
<b>(*)Konut Satılabilir Alan, m<sup>2</sup></b>	<b>59.499</b>			
m <sup>2</sup> Emsal Bedeli, ABD\$	5.000	5.150	5.305	5.464
Konut Satış Geliri, ABD\$	297.495.150	306.420.005	315.612.605	325.080.983
Satış Oranı, %	20%	40%	30%	10%
<b>Yıllık Satış Geliri, ABD\$</b>	<b>59.499.030</b>	<b>122.568.002</b>	<b>94.683.781</b>	<b>32.508.098</b>

(\*) Konut Satılabilir Alanı, Müşteri Şirketten temin edilmiştir.

**Ofis Satış Gelirleri; 384 numaralı parselin** yakın çevresinde yapılan piyasa araştırmaları sonucu elde edilen satılık ofis emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK OFİS EMSALLERİ							
			Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ			
				TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>
Zincirlikuyu-Gayrettepe	Emsal 1	Maya Akar Plazada, 13.katta konumlu, 273,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı tam ofisi satılıktır.	273	6.104.700	22.361,54	3.000.000	<b>10.989</b>
	Emsal 2	Maya Akar Plazada, 1.090,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı ofis katı satılıktır.	1.090	20.349.000	18.668,81	10.000.000	<b>9.174</b>
	Emsal 3	Astoria'da, 650,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı, tam ofis katı satılıktır.	650	10.000.000	15.384,62	4.914.246	<b>7.560</b>
Levent	Emsal 4	Metrocity'de, A Blok'da, 720,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı ofis katı satılıktır.	720	11.191.950	15.544,38	5.500.000	<b>7.639</b>
	Emsal 5	Metrocity'de, A Blok'da, 720,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı ofis katı satılıktır.	720	8.607.627	11.955,04	7.500.000	<b>10.417</b>
	Emsal 6	Yapı Kredi Plaza'da 10.katta konumlu, 500,-m <sup>2</sup> alanlı tam kat ofis satılıktır.	500	8.370.000	16.740,00	4.113.224	<b>8.226</b>
	Emsal 7	Büyükdere Caddesi'ne cepheli, Emlak Bankası Bloklarında, (~25 yıllık binada) 125,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı ofis satılıktır.	125	1.973.853	15.790,82	970.000	<b>7.760</b>

Bölgede yapılan incelemeler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Astoria'da konumlu ofislerin yüksek bedellerden satışa sunulduğu, dairelerin ise genellikle ofis amaçlı kullanıldığı ve bu nedenle yüksek bedellerden satışa sunulduğu,
- Büyükdere Caddesi'nin uzadığı bölgelerde ofis m<sup>2</sup> satış bedelleri farklılık göstermekte olup,
  - o Zincirlikuyu – Gayrettepe bölgesinde A sınıfı ofis m<sup>2</sup> emsal bedeli **7.560,-ABD\$ ile 10.989,-ABD \$**
  - o Levent Bölgesinde A sınıfı ofis m<sup>2</sup> emsal bedeli **7.639,-ABD\$ ile 10.417,-ABD \$**
- Büyükdere Caddesi üzerinde konumlu B sınıfı Plazalar ve daha niteliksiz binalarda konumlu ofis m<sup>2</sup> emsal bedellerinin **4.000,-ABD\$ ile 6.000,-ABD\$** aralığında olduğu,
- Aynı şekilde MİA Bölgesinde yer alan ofislerin kira bedellerinin de **30,-ABD\$/Ay ile 45,-ABD\$ /Ay** aralığında olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

**Müşteri Şirket'ten alınan satış bilgileri doğrultusunda, proje içerisinde yer alan ofislerin buldukları blok ve kat, sahip oldukları şehir ve deniz manzarası, kapalı alanları vb. göz**

önünde bulundurulurarak m<sup>2</sup> satış bedellerinin 4.500,-ABD\$ ile 7.000,-ABD\$ aralığında değiştiği öğrenilmiştir.

Yapılan bu tespitler ve bilgilendirmeler doğrultusunda, değerlendirme konu **384 numaralı parsel** üzerinde geliştirilmekte olan ofislerin,

- Konumlanacakları kat,
- Kapalı alanları,
- Yapısal özellikleri,
- Projenin 2015 yıl ortasında tamamlanarak kullanılabilir duruma gelecek olması,

gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, değerlendirme çalışmalarına esas ofis m<sup>2</sup> emsal satış bedelinin ortalama **6.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan ofislerin satışlarına başlandığı ve 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan ofislerin m<sup>2</sup> emsal bedellerinin her yıl %3 oranında artacağı öngörülmüştür.

	2014	2015	2016	2017
(*) Ofis Satılabilir Alan, m <sup>2</sup>	<b>59.771</b>			
m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$	6.000	6.180	6.365	6.556
Ofis Satış Geliri, ABD\$ (%100 halinde)	358.625.460	369.384.224	380.465.751	391.879.723
Satış Oranı, %	10%	20%	50%	20%
<b>Yıllık Satış Geliri, ABD\$</b>	<b>35.862.546</b>	<b>73.876.845</b>	<b>190.232.875</b>	<b>78.375.945</b>

(\*) Ofis Satılabilir Alanı, Müşteri Şirketten temin edilmiştir.

**Dükkan/Mağaza Satış Gelirleri:** 384 numaralı parselin yakın çevresinde yapılan piyasa araştırmaları sonucu elde edilen satılık dükkan/mağaza emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK DÜKKAN/MAĞAZA EMSALLERİ					
Açıklama	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ			
		TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>
Emsal 1 Mecidiyeköy, Merkez, Selahattin Pınar Caddesi üzerinde, 30 yıllık binanın zemin katında konumlu, 140,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı dükkan satılıktır.	140	1.678.793	11.991,38	825.000	5.892,9
Emsal 2 Halaskargazi Caddesi'ne cepheli, düz giriş, 180,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı dükkan satılıktır.	180	7.122.150	39.567,50	3.500.000	19.444,4
Emsal 3 Fulya'da, Polat Residence'ye yakın konumlu, 80,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı, düz giriş, açık otoparkı olan dükkan satılıktır.	80	1.627.920	20.349,00	800.000	10.000,0
Emsal 4 Fulya'da, İstanbul Cerrahi Hastanesi karşısında konumlu, 80,-m <sup>2</sup> kapalı alanlı dükkan satılıktır.	80	1.933.155	24.164,44	950.000	11.875,0

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Bölgede yer alan AVM'ler içerisinde satılık mağaza/dükkan bulunmadığı,
- 384 Numaralı parselin yakın çevresinde yer alan mağaza/dükkanların m<sup>2</sup> emsal bedellerinin konumlandıkları cadde ve kapalı alanlarına göre **5.892,-ABD\$ ile 19.444,-ABD\$** aralığında olduğu,
- AVM'lerde mağaza/dükkan satış bedellerinin daha yüksek olacağı

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konu 384 numaralı parsel üzerinde geliştirilecek olan mağaza/dükkanların,

- Konumlanacakları kat
- Kapalı alanları,
- Yapısal özellikleri,
- Projenin 2015 yıl ortasında tamamlanarak faaliyete geçeceği,
- Projenin AVM konsepti ile geliştirilmediği,
- Projede konumlandırılacak dükkan/mağazaların bodrum katlarda dahi konumlanırsa güneş ışığından faydalanacak şekilde tasarlandığı,

gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, dükkan/mağaza m<sup>2</sup> emsal satış bedelinin ortalama **7.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan dükkan/mağazaların satışlarına başlandığı ve 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan dükkan/mağazaların m<sup>2</sup> emsal bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2014	2015	2016	2017
<b>(*)Mağaza/Dükkan Satılabilir Alan, m<sup>2</sup></b>	<b>10.272</b>			
m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$	7.000	7.210	7.426	7.649
Mağaza/Dükkan Satış Geliri, ABD\$	71.903.930	74.061.048	76.282.879	78.571.366
Satış Gerçekleşme Oranı, %	10%	20%	50%	20%
<b>Yıllık Satış Geliri, ABD\$</b>	<b>7.190.393</b>	<b>14.812.210</b>	<b>38.141.440</b>	<b>15.714.273</b>

(\*)Mağaza/Dükkan Satılabilir Alanı, Müşteri Şirketten temin edilmiştir.

#### 4) FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- a. İskonto Oranı;** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı **%11,00** olarak alınmıştır.

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

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

- b. Büyüme Oranı;** Gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, büyüme oranı olarak **%3** esas alınmıştır.
- c. Yıl ortası düzeltme faktörü:** Proje gelir ve giderlerinin yıl içerisinde normal dağılıacağı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. İskonto oranı bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır.

#### İNA Analizi

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

	2014	2015	2016	2017
<b>Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$</b>	<b>-59.500.346</b>	<b>-26.265.153</b>		
İnşaat Maliyeti, ABD \$	-59.500.346	-26.265.153		
<b>Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$</b>	<b>102.551.969</b>	<b>211.257.056</b>	<b>323.058.096</b>	<b>126.598.316</b>
AVM Satış Geliri, ABD \$	7.190.393	14.812.210	38.141.440	15.714.273
Konut Satış Geliri, ABD \$	59.499.030	122.568.002	94.683.781	32.508.098
Ofis Satış Geliri, ABD \$	35.862.546	73.876.845	190.232.875	78.375.945
<b>Proje Net Nakit Akımı, ABD \$</b>	<b>43.051.623</b>	<b>184.991.903</b>	<b>323.058.096</b>	<b>126.598.316</b>
İskonto Oranı	0,11	0,11	0,11	0,11
İskonto Faktörü	1,11	1,23	1,37	1,52
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,81	0,73	0,66
<b>Nakit Akımlarının NBD, ABD \$</b>	<b>38.785.246</b>	<b>150.143.579</b>	<b>236.217.296</b>	<b>83.394.232</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$</b>				<b>508.540.353</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>				<b>1,054</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>				<b>535.780.508</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>				<b>1.090.259.755</b>



Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucunda, 1199 ada, **384 numaralı parselin Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı olarak geliştirilmesi halinde yaratılacak nakit akımlarının net bugünkü değeri (parsel değeri+ %35,80 tamamlanma oranına göre yapı maliyeti+ geliştirici karı) **1.090.259.755,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **535.780.508,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

## 6.6. Gayrimenkule Bağlı Hak Değerlemesi

Rapor'un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlardan, TOKİ mülkiyetinde olan **gayrimenkule ilişkin değer Rapor'un 6.4 Bölümünde verilmiş olup, bu bölümde gayrimenkule bağlı hak değeri İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemi kullanılmak suretiyle;** "TOKİ ve İş Ortaklığı arasında yapılan **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)"**, bu sözleşmeye bağlı **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülüklerinin değeri **Müşteri Şirket'in 28.03.2013 tarihli KAP açıklaması** doğrultusunda hesaplanmıştır.

Analiz, TOKİ Mülkiyetinde yer alan varlığın **"gayrimenkule bağlı hak/proje"** olduğu hususu dikkate alınarak;

- "Gayrimenkul Değerlemesi amacıyla gerçekleştirilen İNA analizine, diğer tüm varsayım ve öngörüler aynı kalmak suretiyle, tarafımıza sunulan **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"** uyarınca TOKİ'ye ödenecek **"Satış Karşılığı Gelir Payları"** da düşülmek suretiyle **"Proje Değeri"** tutarı belirlenmiş,
- Proje değeri belirlenirken **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"** yanında **Müşteri Şirket'in 28.03.2013 tarihinde KAP'da yaptığı "Ali Sami Yen Stadyumunun bulunduğu arsa ile ilgili olarak "Torunlar GYO, Torun Yapı, Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı" ile T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) arasından imzalanan arsa karşılığı gelir paylaşım işine ilişkin sözleşme ile, sözleşmenin imzalandığı tarihten başlamak kaydı ile ilki 30 gün sonra, son taksiti de 1425 gün sonra ödenmesi gereken TOKİ gelir payları, TOKİ İle Proje Ortaklığı arasında bu payların erken ödenmesi hususunda varılan mutabakata çerçevesinde 345.250.000 Türk Lirası ödenmiştir. Ayrıca, plan değişikliğine bağlı olarak emsal oranında artış olması ve Proje Ortaklığının da bu emsal artışını dikkate alarak inşaat toplam alanını arttırıcı proje tadilatını talep etmesi halinde, TOKİ artan kısmın %45.1 oranına isabet eden alanı (m<sup>2</sup>) alma hakkına sahip olacaktır.** Açıklaması da dikkate alınmış,
- Ardından, Müşteri Şirket Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"** uyarınca proje paylaşım oranı dikkate alınmak suretiyle, **Torunlar GYO A.Ş. için proje değeri** hesaplanmıştır.

**Müşteri Şirket tarafından yapılan 28.03.2013 tarihli KAP açıklamasında da belirtildiği üzere, İş ortaklığı ve TOKİ arasındaki Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İş Sözleşmesi'nden kaynaklanan hasılat paylarının ödenmiş olduğu dikkate alınmak ve değerlendirme tarihi itibarı ile plan değişikliği ve imar artışı olmadığı göz önünde bulundurulmak suretiyle projenin net nakit akımları tespit edilmiş ve bu değerler iskonto edilerek İş Ortaklığı hissesine düşen Proje değeri tespit edilmiştir.**

**İş Ortaklığı Hissesine düşen Proje değerinden,** Müşteri Şirket Torunlar GYO A.Ş.'nin, Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı ile imzalamış olduğu, **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nde belirtilen **"Torunlar GYO'nun Proje Ortaklığı ile yaptığı sözleşmeye göre sermaye ortaklığı yüzdesi olan %65"** esas alınarak yapılan hesaplama ile **TORUNLAR GYO A.Ş.'ye ait gayrimenkule bağlı hakkın değeri tespit edilmiştir.**

	2014	2015	2016	2017
<b>Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$</b>	<b>-106.899.320</b>	<b>-26.265.153</b>		
Gerekli İnşaat Maliyeti, ABD \$	-59.500.346	-26.265.153		
(*)Gerçekleştirilen İnşaat Maliyeti, ABD\$	-47.398.974			
<b>Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$</b>	<b>102.551.969</b>	<b>211.257.056</b>	<b>323.058.096</b>	<b>126.598.316</b>
AVM Satış Geliri, ABD \$	7.190.393	14.812.210	38.141.440	15.714.273
Konut Satış Geliri, ABD \$	59.499.030	122.568.002	94.683.781	32.508.098
Ofis Satış Geliri, ABD \$	35.862.546	73.876.845	190.232.875	78.375.945
<b>Proje Net Nakit Akımı, ABD \$</b>	<b>-4.347.351</b>	<b>184.991.903</b>	<b>323.058.096</b>	<b>126.598.316</b>
İskonto Oranı	0,1100	0,1100	0,1100	0,1100
İskonto Faktörü	1,1100	1,232	1,368	1,518
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,81	0,73	0,66
<b>Nakit Akımlarının NBD, ABD \$</b>	<b>-3.916.532</b>	<b>150.143.579</b>	<b>236.217.296</b>	<b>83.394.232</b>
(**)Ödenen İdare Payı Gideri, ABD\$	<b>-216.349.698</b>			
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$ (İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)</b>				<b>249.488.877</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>				<b>1,054</b>
<b>Düzeltilmiş Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$(İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)</b>				<b>262.852.842</b>
<b>Düzeltilmiş Nakit Akımlarının Toplam NBD, TL (İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)</b>				<b>534.879.248</b>
<b>TORUNLAR GYO A.Ş. GAYRİMENKULE BAĞLI HAK DEĞERİ, ABD\$</b>				<b>170.854.347</b>
<b>TORUNLAR GYO A.Ş. GAYRİMENKULE BAĞLI HAK DEĞERİ, TL</b>				<b>347.671.511</b>

(\*) Proje için geçmiş dönemde yapılmış olan geliştirme maliyetleridir.

(\*\*) Sözleşmede belirtilen oranlarda, ödenmiş olan İdare Payı Gideridir.

Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucunda, Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde açıklanan varsayımlar doğrultusunda, değerlendirme konusu gayrimenkulün **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı olarak geliştirilmesi halinde,

- ❖ **İş Ortaklığı'nın elde edeceği gelir payı** hesaplanarak bu payın net bugünkü değeri **534.879.248,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 262.852.842,-ABD\$)**
- ❖ Müşteri Şirket Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nde belirtilen **TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65)** (gayrimenkule bağlı hak değeri) **347.671.511,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 170.854.347,-ABD\$)**

olarak hesaplanmıştır.

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

### 6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu 1199 ada, **384 numaralı parselin** Mer'î imar planı göz önünde bulundurularak Rezidans + Ofis + AVM kullanım fonksiyonlu proje inşasına başlanılmış olup, bu projenin "**En Etkin Ve Verimli Kullanım**"ı temsil edeceği kanaatine varılmıştır.

### 6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi

Değerleme konusu gayrimenkulün müşterek veya bölünmüş kısımları dikkate alınmamıştır.

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

Rapor'un 5.2.2'inci başlığı altında Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, değerlendirme konusu gayrimenkul üzerinde yer alan takyidatlar aşağıda sunulmuştur.

**İrtifak Hanesi:** A: Bu parsel lehine ve aynı ada 230 parsel aleyhine haritasında sarı boya ile gösterilen kısımda 5 m yükseklikten sonra 105 x 2,80=294,00 +7 x 2,80 = 9,80 = 303,80 m<sup>2</sup> irtifak hakkı vardır. (Başlama Tarihi:30.09.1965, Bitiş Tarihi:30.09.1965, Süre: )

**Rehinler Hanesi:** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine, **508.000.000,00TL** bedelle, %6 akdi faizli, 1.dereceden, FBK müddetli, 18.09.2013 tarih ve 17694 yevmiye ile ipotek.

## 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.

Rapor'un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlar;

- 1- TOKİ mülkiyetinde olan ve Rapor'da tanımı verilen **gayrimenkul**,
- 2- Söz konusu gayrimenkul üzerinde İş Ortaklığı ve TOKİ (İdare) arasında yapılan "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)**", **28.03.2013 tarihli KAP açıklaması** ve sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülükleridir.

Bu hususlar ve TOKİ Mülkiyetinde yer alan varlığın "**gayrimenkule bağlı hak/proje**" olduğu hususu dikkate alınarak, öncelikle **değerleme konusu gayrimenkulün tamamlanma yüzdesi de dikkate mevcut durumunu temsil eden rayiç değeri belirlenmiş**, ardından bu değer ile birlikte, geliştirme maliyetleri, geliştirme süreci ve konu işlemlere ilişkin olarak akdedilmiş sözleşmeler dikkate alınarak, **projenin net gelir akımlarının bugünkü değerinin** belirlenmesi amacıyla "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" gerçekleştirilmiş ve "**proje/gayrimenkule bağlı hak**" değeri belirlenmiştir.

**Şirket'in 28.03.2013 tarihli KAP açıklamasında da belirtildiği üzere Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İş Sözleşmesi'nden kaynaklanan hasılat paylarının ödenmiş olduğu dikkate alınmak ve değerlendirme tarihi itibari ile plan değişikliği ve imar artışı olmadığı göz önünde bulundurulmak suretiyle projenin net nakit akımları tespit edilmiş ve bu değerler iskonto edilerek İş Ortaklığı hissesine düşen Proje değeri tespit edilmiştir.**

**İş Ortaklığı Hissesine düşen Proje değerinden**, Müşteri Şirket Torunlar GYO A.Ş.'nin Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı ile imzalamış olduğu, "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nde belirtilen "*Torunlar GYO'nun Proje Ortaklığı ile yaptığı sözleşmeye göre sermaye ortaklığı yüzdesi olan %65*" esas alınarak yapılan hesaplama ile **TORUNLAR GYO A.Ş.'ye ait gayrimenkule bağlı hakkın değeri tespit edilmiştir.**

**Bu çalışmada,**

- **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parsel üzerinde geliştirilmekte olan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün mevcut tamamlanma oranına göre maliyet değerlerine ve tamamlanması halindeki toplam yapı maliyet değerine**, ulaşılmıştır.
- **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çerçevesinde, değerlendirme konusu parsellerin mer'î imar planı ve hasılat paylaşım sözleşmesi doğrultusunda **384 numaralı parsel** üzerinde geliştirilmesine başlanılan **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı projenin;
  - a) Gelirlerin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde **satılık ofis, dükkân/mağaza ve konut emsalleri** araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
  - b) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmış,

bu veriler kullanılarak **gayrimenkulün geliştirici karını da içeren mevcut durum değerine** ve gayrimenkule bağlı hak değerini temsil eden **iş ortaklığının değerine** ulaşılmaya çalışılmıştır.

Gayrimenkuller ve Gayrimenkule bağlı hakkın farklı yöntemler kullanılarak tespit edilen değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

**1. Değerleme konusu hakkın bağlı olduğu 1199 ada, 384 parsel ve üzerindeki %35,80 tamamlanma oranına sahip yapının toplam değeri;**

GAYRİMENKULÜN MEVCUT DURUM DEĞERİ ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	TL	ABD \$
Ayrıştırma Yöntemi (parsel + mevcut yapı maliyeti)	643.679.922	316.320.174
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA</b> (parsel + mevcut yapı maliyeti+ geliştirici karı)	<b>1.090.259.755</b>	<b>535.780.508</b>

**Yapılan çalışmalar sonucunda;**

- Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan değerlerin birbirleri ile tutarlı olduğu, ancak örtüşmediği,
- Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi sonucu hesaplanan değerlerin geliştirici karını da içeriyor olması nedeniyle ile Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda bulunan değerden yüksek olduğu,
- Gayrimenkul üzerinde inşasına başlanan projenin henüz tamamlanmamış olması sebebiyle **gelir esaslı yaklaşım** ile belirlenen değer, daha yüksek hata payı içerebileceği dikkate alınarak, Ayrıştırma Yöntemi sonucu bulunan değer **gayrimenkulün arsa + mevcut (natamam) yapı adil (rayiç) piyasa değeri** olarak alınmasının uygun olacağı,
- Ayrıştırma Yöntemi** sonucu, **hasılat paylaşım sözleşmesine konu 1199 ada, 384 numaralı parsel ve üzerinde yer alan %35,80 tamamlanma oranına sahip ve yapının toplam adil piyasa değerinin 643.679.922,-TL** olarak,

kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

**2. Gayrimenkule bağlı hakkın Torunlar GYO A.Ş. için değeri,**

**Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** çerçevesinde; değerlendirme konusu parsel üzerinde 1/1000 ölçekli Uygulama İmar Planı'na uygun olarak **Rezidans + Ofis + AVM** kullanım amaçlı proje geliştirilmesi öngörülmüş olup,

- ❖ **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu parsel üzerindeki projenin yakın çevresinde yer alan satılık konut, dükkân ve ofis emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri,**
- ❖ **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Bayındırlık ve İskân Bakanlığı birim fiyatları esas alınarak **projenin geliştirme maliyeti,**

Hesaplanarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiştir.

**Şirket'in 28.03.2013 tarihli KAP açıklamasında da belirtildiği üzere Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İş Sözleşmesi'nden kaynaklanan hasılat paylarının ödenmiş olduğu dikkate alınmak ve değerlendirme tarihi itibari ile plan değişikliği ve imar artışı olmadığı göz önünde bulundurulmak suretiyle projenin net nakit akımları tespit edilmiş ve bu değerler iskonto edilerek İş Ortaklığı hissesine düşen Proje değeri tespit edilmiştir.**

Ardından, **İş Ortaklığı Hissesine düşen Proje değerinden,** Müşteri Şirket Torunlar GYO A.Ş.'nin Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı ile imzalamış olduğu, **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nde belirtilen **"Torunlar GYO'nun Proje Ortaklığı ile yaptığı sözleşmeden elde edeceği gelir payı olan %65 oranı esas alınmak suretiyle", TORUNLAR GYO A.Ş'ye ait** gayrimenkule bağlı hakkın değeri tespit edilmiştir.

ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	TL	ABD \$
Gelirlerin Kapitalizasyonu ( <b>İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ</b> )	<b>534.879.248</b>	<b>262.852.842</b>
Gelirlerin Kapitalizasyonu ( <b>TORUNLAR GYO A.Ş PAYI</b> )	<b>347.671.511</b>	<b>170.854.347</b>

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi doğrultusunda Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nde belirtilen **TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65)** doğrultusunda

gayrimenkule bağlı hak (Proje) değerinin **347.671.511,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 170.854.347,-ABD\$)** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

## 7.3. Yasal 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 1199 ada, **384 parsel** üzerinde inşasına başlanan projenin Yapı Ruhsatı ve Mimari Projesi mevcuttur.

## 7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmalarında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,

Raporun 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 **gayrimenkule bağlı "Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"**nin **tapuya şerh edilmemiş olduğu** görülmüş olup, **Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"**nin (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile)

- o **"Tapuya Şerhi Zorunlu Sözleşmeler"** başlıklı 26. Maddesinde *"Ortaklık lehine sözleşmeden doğan alım, önalım ve geri alım haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin **tapu siciline şerhi zorunludur.** Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur. **Bu maddede sayılan sözleşmelerin karşı tarafının Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve iştirakleri olması halinde bu sözleşmelerin tapu siciline şerhi zorunlu değildir."***

Hükmü göz önünde bulundurularak Müşteri Şirket Torunlar GYO'nun da ortak olduğu iş ortaklığınca imzalanmış **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"**nin **Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılmış olması nedeni ile tapuya şerh edilme zorunluluğunun bulunmadığı,**

- o **"İpotek, rehin ve sınırlı aynı hak tesisi"** başlıklı 30. Maddesinin 1. Fıkrasında (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) **"Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufla bulunamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur."**

hükmü gereği, **değerleme konusu parsel üzerinde bulunan toplam 508.000.000,-TL tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:7) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu anlaşılmış olduğundan,**

**söz konusu "Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"ne konu gayrimenkullere bağlı hakkın, GYO portföyünde yer alabileceği"** kanaatine varılmıştır.

## 8. SONUÇ

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, 384 parsel numaralı, 33.615,15 m<sup>2</sup> yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin tespiti** ile gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin (**gayrimenkule bağlı hak**) yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

- I. **Değerleme konusu gayrimenkule bağlı hakkın (proje), GYO portföyünde yer almasında her hangi bir sakınca bulunmadığı;**
- II. **Değerleme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre, hakkın bağlı olduğu 1199 ada, 384 numaralı parsel ve üzerindeki %35,80 tamamlanma oranına sahip yapının mevcut durumunu temsil eden toplam adil (rayiç) piyasa değerinin, takyidatlar dikkate alınmaksızın,**
  - o **KDV hariç 643.679.922,00TL,**
  - o **KDV dâhil 759.542.307,96TL,**
- III. **Değerleme tarihi itibarıyla, "Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"nde belirtilen TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65) doğrultusunda, gayrimenkule bağlı hakkın (Proje) adil (rayiç) piyasa değerinin;**
  - o **KDV hariç 347.671.511,00TL,**
  - o **KDV dâhil 410.252.382,98TL,**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,



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



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

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