



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – ŞİŞLİ İLÇESİ

➤ 306 PAFTA - 2011 ADA – 7 NUMARALI PARSEL

“Torun Tower Projesi”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

11.03.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	3
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	3
1.2. Değerleme Tarihi	3
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	3
1.4. Rapor Türü	3
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	4
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	4
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	4
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	5
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	5
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	5
3.3. Beyanlar	5
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	6
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	6
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	9
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	10
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	10
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	11
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	11
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	12
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	14
4.1. Global Görünüm	14
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü	15
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü	16
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm	16
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler	17
4.6. Sektörel Görünüm	17
4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü	17
4.6.2. İstanbul Ofis Piyasası	18
4.6.3. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	19
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	22
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	23
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	23
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,	23
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	24
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,	25
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	25
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	25
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	25
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	26
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,	26
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	27
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	27
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	29
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	29
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	29
6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	30
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi,	30
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Maliyetinin Tespiti,	31
6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri,	32
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	33
6.6.1. Varsayımlar,	33
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	38
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	38
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	38
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	38
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	39
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	39
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	40
7.3. Yasal Gereklere Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	40
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	40
8. SONUÇ	41
8.1. Nihai Değer Takdiri	41
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEE İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

13.12.2012 - TRGYO/2012

1.2. Değerleme Tarihi

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

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

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

11.03.2013 / SvP_12_TRGYO_02

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, **7 numaralı parselde** kayıtlı, 11.099,39,-m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul üzerinde geliştirilmekte olan "**Torun Tower**" projesinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	21.12.2012 tarihinde, 25.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 4,50 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı, satışa konu olması beklenen gayrimenkullerin değerlemesinde en güvenilir ve gerçekçi yaklaşımı sunmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde, değerlemeye konu olan gayrimenkulün bulunduğu bölgede, benzer nitelikleri bulunan emsal gayrimenkuller incelenir ve gerekli düzeltmeler yapılarak gayrimenkulün tahmini değerine ulaşılır.

Emsal Karşılaştırma (Piyasa Değeri) Yaklaşımı'nın uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımında esas, yeni bir mülk veya konu mülkle aynı yararı olan ikame bir mülk geliştirme maliyetini belirlemektir. Maliyet yaklaşımında geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer

arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yaklaşımının piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

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

- Yeniden İnşa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve değerlendirilmesi yapılan mülkü en yüksek değerine ulaştıran, en olası kullanımıdır.

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

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

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

KAYNAK: OECD

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

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

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

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

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

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI

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

4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

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

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

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri (BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE)			
DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2010 Q4	-9,3	-8,2	-14,4
2011 Q1	-2,5	-2,3	-3,9
2011 Q2	-4,9	-5,6	-1,4

2011 Q3	1,9	1,8	0,9
2011 Q4	2,1	2,5	-0,3
2012 Q1	-6,6	-6,4	-9,3
2012 Q2	-5,7	-5,5	-7,6
2012 Q3	-4,8	-4,6	-6,4

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012 yılında ekonomi politikalarının temel hedefi cari açığın ve enflasyonun azaltılması olmuştur. Üçüncü çeyrek sonu itibariyle bu hedeflere yaklaşıldığı görülmektedir. Cari açık üçüncü çeyrek sonunda yıllık birikimli 55.8 milyar dolara, tüketici enflasyonu ise Kasım sonunda yüzde 6.37'lere gerilemiştir. Türk Lirasında da göreceli bir istikrar sağlandığı görülmektedir.

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARI AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q4	6,40	48,6	39,6	11,4	1,55	6,50

2011 Q1	3,99	58,9	32,4	10,8	1,54	6,25
2011 Q2	6,24	71,6	21,3	9,2	1,62	6,25
2011 Q3	6,15	77,4	18,1	8,8	1,86	5,75
2011 Q4	10,45	77,0	17,4	9,8	1,90	5,75
2012 Q1	10,43	71,8	19,7	9,9	1,78	5,75
2012 Q2	8,87	63,2	17,4	8,0	1,81	5,75
2012 Q3	9,19	55,8	32,4	8,8	1,79	5,75
2012 Q4	6,16		15,5	13,3	1,78	5,75

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

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

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

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

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

4.6. Sektörel Görünüm

4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü

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

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

2011 Q1	15.5	10.4	12.1
2011 Q2	13.1	7.2	9.1
2011 Q3	10.3	10.2	8.4
2011 Q4	7.0	9.2	5.0
2012 Q1	2.7	7.1	3.4
2012 Q2	0.3	7.3	3.0
2012 Q3	0.4	5.4	1.6

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle

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

İnşaat Maliyetleri Endeksi 2005=100						
DÖNEMLER	KONUT			KONUT DIŞI BİNALAR		
	GENEL	İŞÇİLİK	MALZEME	GENEL	İŞÇİLİK	MALZEME
2010 Q4	148.05	169.93	142.29	147.14	170.24	141.36
2011 Q1	154.49	174.45	149.23	153.66	174.65	148.41
2011 Q2	161.11	178.52	156.52	160.04	178.76	156.10
2011 Q3	166.88	179.72	163.50	166.08	179.97	162.61
2011 Q4	168.48	180.55	165.30	167.38	180.78	164.02
2012 Q1	170.66	183.93	167.16	169.28	184.16	165.56
2012 Q2	171.73	188.76	167.24	169.99	189.06	165.22
2012 Q3	171.83	190.03	167.16	170.08	190.29	165.02
2012 Q4	172,6	191,0	167,7	170,7	191,2	165,6

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

4.6.2. İstanbul Ofis Piyasası

Ticari gayrimenkul sektöründe ofis piyasası en hareketli alt pazar olmayı sürdürmektedir. Ofis ihtiyacı ve talebi ile birlikte yeni ofis arzları karşılanmakta ve yeni kiralamarlar (emilim) devam etmektedir. MİA bölgesi A sınıfı arzının yüzde 41'ine sahipken üçüncü çeyrekte stokta değişiklik olmamıştır. MİA dışı

Avrupa bölgesinde de stok değişmezken MİA dışı Anadolu bölgesinde stok artışı sürmektedir. Kağıthane, Ataşehir ve Kartal yeni ofis bölgeleri olarak öne çıkmaktadır. İstanbul Finans Merkezi Projesi ile Ataşehir yeni bir ivme kazanmaktadır.

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

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

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

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

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

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

Türkiye Geneli Ofis (İşyeri) Binası Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzni		
DÖNEMLER	OFİS BİNASI ALINAN YAPI RUHSATI M2	OFİS BİNASI ALINAN YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ M2
2010 Q4	2.237.091	780.328
2011 Q1	1.003.417 ^(G)	756.089 ^(G)
2011 Q2	1.024.386 ^(G)	991.262 ^(G)
2011 Q3	1.285.772 ^(G)	784.330 ^(G)
2011 Q4	1.633.705	836.032
2012 Q1	791.187	942.039
2012 Q2	2.080.451	1.010.790
2012 Q3	1.615.325	829.346

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
(G) Güncellenmiştir

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

4.6.3. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

2012 yılında ekonomide yaşanan yavaşlama ve özellikle iç tüketim ile perakende harcamalarda görülen durağanlık nedeniyle AVM sektöründe büyüme yavaşlamaktadır. Önemli sayıda yeni proje halen devam etmekle birlikte yeni açılan AVM sayısı 2012 yılında geçen yılın altında kalmıştır. Perakende sektöründe

yerli ve yabancı markaların büyüme potansiyeli ile konsolidasyon devam ederken iç talepteki büyümenin göreceli yavaşlaması AVM sektöründe de yeni dengelerin oluşmasına yol açmaktadır.

Türkiye Genelinde Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri				
DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN, M2	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M2
2011 Q2	11	350.725	279	6.877.966
2011 Q3	8	281.880	287	7.159.846
2011 Q4	11	402.040	298	7.561.886
2012 Q1	5	155.300	303	7.717.186
2012 Q2	6	205.500	309	7.922.686
2012 Q3	2	55.270	311	7.977.956
2012 Q4	3	184.000	314	8.161.956
2012 Q4 STOK				7.933.240

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

Türkiye'de Tüketici Güven Endeksi ve Satın Alma Eğilimleri				
DÖNEMLER	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ	YARI DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	GENEL EKONOMİK DURUM
2010 Q4	90.99	104.84	15.28	91.68
2011 Q1	93.43	104.37	20.56	92.51
2011 Q2	96.42	104.37	20.90	100.19
2011 Q3	93.70	106.60	18.12	96.60
2011 Q4	92.00	102.10	17.70	93.40
2012 Q1	93.90	104.50	19.00	94.40
2012 Q2	91.80	103.50	17.50	91.60
2012 Q3	88.80	108.90	16.80	86.60
2012 Q4	89.0	107.26	16.20	86,60

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

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

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100			
DÖNEMLER	TOPLAM CİRO ENDEKSİ	KİRALANABİLİR ALAN M2 ENDEKSİ ⁽⁶⁾	M2 BAŞINA CİRO ENDEKSİ
2010 Q4	151	200	99
2011 Q1	141	203	92
2011 Q2	151	218	95

2011 Q3	137	222	91
2011 Q4	152	227	108
2012 Q1	138	230	95
2012 Q2	160	238	109
2012 Q3	151	240	98

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

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

4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

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

İstanbul İli'nin batısında Tekirdağ, doğusunda Kocaeli, güneyinde Marmara Denizi ve kuzeyinde Karadeniz yer almaktadır. İstanbul İli'nin, Avcılar, Arnavutköy, Ataşehir, Bakırköy, Esenyurt, Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa, Başakşehir, Zeytinburnu, Fatih, Beyoğlu, Beşiktaş, Şişli, Kağıthane, Sarıyer, Gaziosmanpaşa, Eyüp, Küçükçekmece, Büyükçekmece, Silivri, Çatalca, Çekmeköy, Esenyurt, Küçükçekmece, Beykoz, Kadıköy, Kartal, Pendik, Tuzla, Ümraniye, Adalar, Maltepe, Sancaktepe, Sultanbeyli, Sultangazi ve Şile olmak üzere 39 ilçesi bulunmakta olup, yüzölçümü 5.512,- km²'dir.

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

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

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

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



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

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

	Erkek	Kadın	Toplam
Şişli	156.054	162.163	318.217
İstanbul	6.956.908	6.897.832	13.854.740

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, Esentepe Mahallesi, Büyükdere Caddesi, Yazarlar Sokak, No:141 Şişli/İstanbul açık adresinde; tapuda, İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı, 11.099,39-m² yüzölçümlü arsa üzerinde inşa edilmekte olan **"Torun Tower"** projesidir.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

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

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

Gayrimenkulün bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

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

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu 2011 ada, 7 parsel numaralı gayrimenkul, güneyden Büyükdere Caddesi'ne, batıdan Yazarlar Sokak'a cephelidir. Hali hazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde **%18,10**'luk² inşaat tamamlanma oranına sahip olduğu tespit edilmiştir.

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

- 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal katlı,
- Toplam 106.949,28m² brüt alanlı,
- 152 bağımsız bölüm ve tek bloktan oluşan **Torun Tower** projesi planlanmıştır.
- 38.165,-m² kapalı alanlı 139 adet ofis birimi,
- 3.294,-m² kapalı alanlı 13 adet dükkan ve mağazalardan oluşan perakende birimleri mevcut olacaktır.
- Dükkan ve mağaza birimleri zemin altı bodrum katlarda çözümlenecektir.

6, 5, 4 ve 3'üncü Bodrum katlar otopark alanı olarak kullanılmakta olup, 3. Bodrum kat ayrıca mal kabul katı olarak düşünülmüştür. Projede, toplam 841 araç kapasiteli kapalı, 103 araç kapasiteli açık otopark alanı düşünülmektedir. Aşağıda 6, 5, 4 ve 3'üncü Bodrum katların brüt alanları, kullanım fonksiyonları, otopark alanları ve araç kapasitelerini gösterir tablo sunulmuştur.

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU	OTOPARK ALANI, m ²	ARAÇ KAPASİTESİ
6. BODRUM KAT	9.783,37	Otopark+Sığınak	6.474,68	174
5. BODRUM KAT	9.237,76	Otopark	8.413,59	223
4. BODRUM KAT	9.237,76	Otopark	8.392,54	224
3. BODRUM KAT	8.949,60	Otopark+Mal Kabul+Güvenlik+Yönetim Birimleri	8.051,39	220
	37.208		31.332	841

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

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU
2. BODRUM KAT	8.728,27	Ofis+Dükkan
1. BODRUM KAT	8.560,33	Ofis+Dükkan+Fitness Center
	17.289	

Zemin katın Restoran ve Banka, normal katların ise ofis birimlerinden oluşması planlanmaktadır. Aşağıda kat brüt alanları ve kullanım fonksiyonları belirtilmiştir.

KAT NO	BRÜT İNŞAAT ALANI, m ²	KULLANIM FONKSİYONU
ZEMİN	1.551,87	Banka+Restoran
1. KAT	1.542,17	Mekanik Kat
2. KAT	1.548,50	Ofis
3. KAT	1.552,52	Ofis
4. KAT	1.556,69	Ofis
5. KAT	1.560,53	Ofis
6. KAT	1.564,32	Ofis
7. KAT	1.567,92	Ofis
8. KAT	1.571,38	Ofis
9. KAT	1.574,71	Ofis
10. KAT	1.578,00	Ofis
11. KAT	1.580,80	Mekanik Kat
12. KAT	1.583,13	Ofis
13. KAT	1.586,05	Ofis
14. KAT	1.588,91	Ofis
15. KAT	1.592,42	Ofis
16. KAT	1.594,94	Ofis
17. KAT	1.597,31	Ofis
18. KAT	1.599,61	Ofis
19. KAT	1.601,91	Ofis
20. KAT	1.603,64	Ofis

² Tamamlanma Oranlarını gösterir tablo Ek'te sunulmuştur.

21. KAT	1.606,15	Mekanik Kat
22. KAT	1.608,06	Ofis
23. KAT	1.609,60	Ofis
24. KAT	1.610,95	Ofis
25. KAT	1.612,17	Ofis
26. KAT	1.613,34	Ofis
27. KAT	1.614,33	Ofis
28. KAT	1.615,19	Ofis
29. KAT	1.615,84	Ofis
30. KAT	1.616,21	Ofis
31. KAT	1.616,37	Mekanik Kat
32. KAT	1.616,65	Ofis
	52.452	

	KİRALANABİLİR ALAN	
	NET ALAN(*)	BRÜT ALAN(**)
DÜKKÂN	3.294,43	3.346,90
OFİS	38.164,84	60.048,40
TOPLAM	41.459,27	63.395,30

*Onaylı mimari projesine göre hesaplanmıştır.

**Kat brüt alanları toplamı olan 63.395,30m² alanın, her bir bağımsız bölümün arsa payı oranında dağıtılması sonucu bağımsız bölüm brüt alanı hesaplanmıştır.

Proje bünyesinde 10 katta bir (1., 11., 21. ve 31. katlarda) mekanik kat planlanmıştır. Buna göre mekanik katlarda, su depoları, yangın sulama sistemleri vb. mekanik tesisatlar bulunacaktır. Söz konusu 39 katlı kulenin 40. Metresinden sonra (8. Normal Kat) boğaz manzarasına sahip olunmaktadır. Şirket yetkililerinden edinilen bilgiye göre, projede yer alacak ofis ve perakende birimlerinin tamamı kiralanacak ve proje 2013 yılı sonunda tamamlanacaktır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,

İli	:	İstanbul
İlçesi	:	Şişli
Mahallesi	:	Mecidiyeköy
Pafta No.	:	306
Ada No.	:	2011
Parsel No.	:	7
Niteliği	:	11.099,39
Yüzölçümü, m²	:	Arsa
İktisap Tarihi/Yevmiye No.	:	126/12429
Cilt/Sayfa No.	:	07.06.2011/9881
Malik	:	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

14.01.2013 tarihi itibari ile Şişli Tapu Sicil Müdürlüğü ve Şişli Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

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

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

Beyanlar Hanesi:

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

Rehinler Hanesi:

- **İpotek:** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine **100.000.000,-USD bedelle**, Yıl Lib+4 faizle, 1.dereceden, FBK müddetli, **ipotek tesis edilmiştir.** (30.11.2007 / 16823 Yev.)

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Tapu Takyidatı)

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

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

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

Yapı Ruhsatı: 30.09.2011 tarihli 2/74 numaralı "Ofis (işyeri) binası + dükkan" için verilmiş **106.949,-m² alanlı Yapı Ruhsatı Mevcuttur.**

Mimari Proje: 04.10.2011 tasdik tarihli mimari projesi mevcuttur.

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

(EK: 5: Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı)

(EK: 6: Gayrimenkule Ait Mimari Proje)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

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

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

(ii) *Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu*

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

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

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

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

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

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

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

- a) Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
- b) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2013 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

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

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)

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

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

6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi,

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama		Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²
Emsal#1	Konu mülke ~50 m mesafede, 2.665,-m ² yüzölçümlü Ticari imarlı, Emsali:2, H:Serbest yapılaşma hakkına sahip arsa satılıktır.	2.665	62.937.000	23.616,14	35.000.000	13.133,21
Emsal#2	Konu mülke yakın konumlu, ana cadde üzerinde yer alan, 4.200,-m ² yüzölçümlü Turizm imarlı, Emsali:3, H:Serbest yapılaşma hakkına sahip arsa satılıktır.	4.200	152.847.000	36.392,14	85.000.000	20.238,10

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,
- Söz konusu bedelin deklare satış bedeli olduğu, pazarlık payının olabileceği,
- Emsal 1'in Ticari imarlı, konu taşınmaza ~50 m mesafede olduğu ve uzun zamandır satış gerçekleştirmediği,
- Emsal 2'nin Turizm imarlı, ana cadde üzerinde konumlu olduğu ve caddeye cepheli olması sebebiyle daha yüksek bedel talep edildiği,
- Büyükdere Caddesi aksı boyunca ortalama m² birim bedellerinin 2004 yılında 1.000,-ABD\$ civarında iken, 2011 yılında 12.000,-ABD \$ civarında bedellere çıktığı,
- Bölgedeki ivmeyi artıran yatırımlar ile gerçekleştirme yılları ve bedellerinin detayları incelendiğinde;
 - o 2007 yılında, Büyükdere Caddesi'ne sahip, 46.241,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı İETT arsası 705.000.000,-ABD \$ bedelle,
 - o 2007 yılında 96.505,-m² yüzölçümlü, Emsal: 2.90, Ticari imarlı Karayolları arsası 800.000.000,-ABD \$ bedelle Zorlu Holding'e,
 - o 2008 yılında, eski Tekel Likör Fabrikasının konumlu olduğu, 23.711,-m² yüzölçümlü, Emsal:2.50, ticari imarlı arsa 269.440.000,-ABD \$ bedelle Kiler GYO'ya,
 - o 2009 yılında, Albayrak Holding'e ait 2.400,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, Ticari imarlı arsa 25.000.000,-ABD \$ bedelle Çalık Holding'e,
 - o 2010 yılında, 34.640,43m² yüzölçümlü, Emsal:2,50, Turizm+Ticaret imarlı, Ali Sami Yen arsası, Torunlar GYO A.Ş. – Torun Yapı A.Ş. – Kapıcıoğlu A.Ş. İş Ortaklığı'na 475.000.000,-TL bedelle,
 - o 2011 yılında, ~7.000,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı, Yıldız Teknik Üniversitesi'ne ait arsa, Nuro Holding'e 111.000.000,-TL bedelle,

satıldığı tespitleri yapılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan, satışı gerçekleşmiş ve piyasada satılık olan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, "m² yapılaşma hakkına göre parsel değeri" hesaplanmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün plan notları ile³ belirlenen emsal hesabı sonucunda ~**3,28** oranına denk gelen yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$/m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		3,28 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
23.616	13.133,21	2,0	11.808	6.567	38.730	21.538
36.392	20.238,10	3,0	12.131	6.746	39.789	22.127
	15.246,21	3,0	-	5.082	-	16.669
-	8.289,73	2,9	-	2.859	-	9.376
-	11.363,50	2,5	-	4.545	-	14.909
-	10.416,67	3,0	-	3.472	-	11.389
15.857	-	3,0	5.286	-	17.337	11.558
13.712	-	2,5	5.485	-	17.991	11.994
Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL					28.462	14.945

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

Emsal mülklerin m² birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama **14.945,-ABD \$/m²** yapılaşma hakkı parsel değerinin; güncel piyasa koşulları, gayrimenkulün konumu, yüzölçümü vb. kriterler ışığında, **12.500,-ABD \$** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Arsa)	
Net Parsel Alanı, m ²	11.099,39
m ² Satış Değeri, TL, ABD \$	12.500
Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$	138.742.375
Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL	249.486.539

Sonuç olarak; Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, konu gayrimenkulün arsa değeri **249.486.539,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **138.742.375,-ABD \$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Maliyetinin Tespiti,

Rapor'un 5.1.2 Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri bölümünde detayları verildiği üzere, halihazırda proje inşasına başlanmış olup, inceleme tarihinde inşaatın ~**%18** seviyesinde olduğu görülmüştür.

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

- **Ofis Alanı Yapı Maliyeti**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Diğer Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.739,66 TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark yapı maliyeti ise**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Yeraltı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **637,37 TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olacağı varsayılmıştır.

³ İnşaat emsali uygulaması net parsel alanı üzerinden yapılacak olmasına karşın, kamu eline geçen yol alanlarının da plan notları ile emsal hesabına dâhil edilmesi toplam emsale dahil inşaat alanı hakkını büyütmüş ve yapılan uygulama ile söz konusu parselin 2,75 olan yapılaşma hakkı, 3,28 oranına denk gelmiştir. Hesaplama da iskan edilebilir olmasına rağmen emsale dahil edilmeyen 1'inci ve 2'nci Bodrum katlar dikkate alınmamıştır.

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

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

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti	166.990.591	92.865.416
1) İşyeri Alanı İnşaat Maliyeti	143.746.062	79.938.862
Σ Kapalı Alanı, m²	75.617,08	75.617,08
m ² Birim Maliyet, TL	1.739,66	967,45
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	52,19	29,02
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	53,76	29,89
Diğer Giderler, TL	55,37	30,79
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.900,97	1.057,15
2)Otopark Alanı İnşaat Maliyeti	19.970.204	11.105.664
Σ Kapalı Alanı, m²	31.332,20	31.332,20
m ² Birim Maliyet, TL	637,37	354,45
3)Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	3.274.325	1.820.891

İnşaatın tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **166.990.591,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **92.865.416,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

	TL	ABD \$
Σ Geliştirme Maliyeti	166.990.591	92.865.416
Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%18,10 Tamamlanma)	30.075.005	16.725.061
Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti	136.915.586	76.140.355

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere, konu gayrimenkul inceleme tarihi itibariyle %18,10 tamamlanma oranına sahip olup, değerlendirme tarihine kadar gerçekleştirilen inşaat harcamaları tutarının (%18,10 tamamlanma oranına göre) bugünkü değerlerle **30.075.005,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **16.725.061,-ABD\$**) olduğu tespit edilmiştir.

Projenin tamamlanabilmesi için gerekli tamamlanma maliyeti ise **136.915.586,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **76.140.355,-ABD\$**) olup, İNA Analizinde bu değer kullanılacaktır.

6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri,

Değerleme konusu gayrimenkulün, Rapor'un 6.4.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.4.2 Gayrimenkulün Mevcut Yapı Değeri bölümünde **yapının %18,10'luk tamamlanma oranı doğrultusunda hesaplanan bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle toplam değeri hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	249.486.539
Tamamlanma Oranına Göre Yapı Maliyeti, TL	30.075.005
Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL	279.561.544
Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$	155.467.436

Sonuç olarak; Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün fiili durumunu temsil eden tamamlanma oranına⁴ göre toplam değeri (parsel + mevcut inşaat) **279.561.544,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **155.467.436,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

⁴ Değerleme tarihi itibariyle yaklaşık %18,10'luk orandır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu 2011 ada, **7 numaralı parselin**; 14.03.2011 tasdik tarihli, Mer'î İmar Planı'na göre "Turizm+Ticaret Alanı"nda kalmakta olup, plan notlarında belirlenen fonksiyonlara uygun olarak, Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan 04.10.2011 tarihinde tasdik edilmiş mimari projesine göre, 6 bodrum kat + zemin kat + 32 normal kat olmak üzere toplam 39 katlı işyeri amaçlı geliştirilmesi amacıyla projelendirildiği ve günümüz itibarıyla %18,10'luk tamamlanma yüzdesine sahip olduğu anlaşılmaktadır. Geliştirmekte olan projeye ilişkin olarak, bu veriler ışığında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

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

Proje özeti: Konu parsel alanı net alan olup, toplam **11.099,39 m²**'dir. Söz konusu parsel üzerinde, onaylı mimari projesine göre, ofis+perakende birimlerinden oluşan işyeri kullanım amaçlı projenin geliştirilmesi durumunda, **projenin gelecekte yaratacağı geliştirme maliyetleri düşülmüş net nakit akımlarının bugünkü değerinin, gayrimenkulün arsa+ mevcut inşaat değerini temsil edeceği** kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa+ mevcut inşaat değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir.

1. Maliyet Yaklaşımı ile parsel üzerinde geliştirilecek olan **proje maliyetleri hesaplanmış**,
2. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile bölgede kiralık dükkân/mağaza ve ofis emsalleri araştırılarak projenin olası kira gelirleri hesaplanmış,
3. Son olarak gelir ve giderlerin varsayılan iskonto oranlarıyla günümüz değerlerine indirgenmek suretiyle gerçekleştirilen **İNA Analizi** ile bugünkü **net parsel değeri + %18,10 tamamlanma oranına göre inşaat** değerini (mevcut durum) temsil eden tutara ulaşılması sağlanmıştır.

6.6.1. Varsayımlar,

i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI: Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulan proje bilgileri ışığında, konu parsel üzerinde **106.949,28-m²** kapalı alanlı ofis+perakende birimlerinden oluşan bir işyeri projesi geliştirilmektedir.

Proje varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PARSEL ve PROJE BİLGİLERİ	
Ada/Parsel No	2011 Ada - 7 Parsel
Net Parsel Yüzölçümü, m ²	11.099,39
Emsale Esas Net Alan, m²(*)	13.257,66
İnşaat Emsali	2,75
H _{max}	Serbest
Hesaplanan Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m²	36.458,57
Mimari Projeye Göre Emsale Dâhil İnşaat Alanı, m²	36.457,86
Mimari Proje Bilgileri	
Σ İnşaat Alanı, m²	106.949,28
o Emsale Dâhil Alan, m ²	36.457,86
o (**)Emsale Dâhil Olmayan Alan, m ²	70.491,42
o Otopark Alanı, m ²	31.332,20

(*) Plan notlarında belirtildiği üzere "yol alanları emsal hesabına dahil edilebilir." hükmü gereği yola terk edilecek 2.158,18,-m² yüzölçümlü alan net parsel alanına ilave edilerek emsale dahil yapılaşma alanı hesaplanmıştır.

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

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

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

- **Ofis Alanı Yapı Maliyeti**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina,

Diğer Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.739,66 TL/m²** esas alınmış,

- **Otopark yapı maliyeti ise**, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Yeraltı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **637,37 TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olacağı varsayılmıştır.

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

Yukarıdaki varsayımlar altında belirlenen proje geliştirme maliyetleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti	166.990.591	92.865.416
1) İşyeri Alanı İnşaat Maliyeti	143.746.062	79.938.862
Σ Kapalı Alanı, m²	75.617,08	75.617,08
m ² Birim Maliyet, TL	1.739,66	967,45
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	52,19	29,02
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	53,76	29,89
Diğer Giderler, TL	55,37	30,79
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.900,97	1.057,15
2)Otopark Alanı İnşaat Maliyeti	19.970.204	11.105.664
Σ Kapalı Alanı, m²	31.332,20	31.332,20
m ² Birim Maliyet, TL	637,37	354,45
3)Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	3.274.325	1.820.891

İnşaatın tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **166.990.591,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **92.865.416,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Rapor'un 6.4.2 Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Değerinin Tespiti bölümünde detayları verildiği üzere, parsel üzerinde inşa çalışmalarına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibariyle yapılan harcamaların toplam tutarı olan **30.075.005,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **16.725.061,-ABD\$**) **bedelin toplam geliştirme maliyetinden ayrıştırılmak suretiyle elde edilen Gerekli Tamamlama Yatırımı Tutarı aşağıda hesaplanmıştır.**

	TL	ABD \$
Σ Geliştirme Maliyeti	166.990.591	92.865.416
Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%18,10 Tamamlanma)	30.075.005	16.725.061
Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti	136.915.586	76.140.355

Sonuç olarak; projenin tamamlanması için gerekli yatırım tutarı **136.915.586** (değerleme tarihi itibariyle **76.140.355,-ABD \$**) olarak hesaplanmıştır.

- **Projenin geri kalan kısmının (%81,90) tamamlanma süresinin 2 yıl olacağı varsayılmıştır.** Tamamlanma oranı 2013 yılı %50, 2014 yılı ise %50 olarak öngörülmüştür.
- Proje maliyetlerinin ABD doları cinsinden her yıl **%3** oranında artacağı varsayılmıştır.

	2013	2014	TOPLAM
Gerekli Tamamlama Maliyeti, ABD \$	38.070.177	39.212.283	77.282.460
Tamamlanma Oranı, %	50%	50%	100%

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

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

1) **Ofis Kira Geliri Tespiti:** Konu parsel üzerinde projenin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal ofis kira verileri aşağıda sunulmuştur.

KİRALIK OFİS EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	EMSAL KİRA BEDELİ				
		TL	TL/m ² /Ay	ABD\$	ABD\$/m ² /Ay	
Emsal #1	Astoria Kempinski'de 5.katta yer alan 302,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	302	18.881	63	10.500	35
Emsal #2	Astoria Kempinski'de 4.katta yer alan 450,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	450	30.882	69	17.174	38
Emsal #3	Maya Akar Center'da, 14. katta yer alan 52 bağımsız bölüm numaralı 96,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	96	7.013	73	3.900	41
Emsal #4	Maya Akar Center'da 96,-m ² alanlı, 2.katta yer alan ofis kiralıktır.	96	6.294	66	3.500	36

Değerleme konusu gayrimenkulün yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları sonucunda;

- Büyükdere Caddesine cepheli ve plaza nitelikli ofislerin yüksek bedellerden kiralamaya konu olduğu,
- Bölgede doluluk oranlarının yüksek olduğu,
- Kiralama işlemlerinin genellikle ABD Dolar ve Euro bazlı yapıldığı,
- Kiralamaların kat brüt alanları üzerinden yapıldığı,
- Emsal alınan mülklerde net/brüt alan oranının ~%30 civarında olmasına karşın, konu gayrimenkulde bu oranın daha fazla olduğu,
- Astoria Kempinski'de yer alan ofislerin **35,-ABD\$/m²/Ay** ile **38,-ABD\$/m²/Ay** aralığında kiralamaya konu oldukları,
- Maya Akar Center'da yer alan ofislerin **36,-ABD\$/m²/Ay** ile **41,-ABD\$/m²/Ay** aralığında kiralamaya konu oldukları,
- Üst katlarda yer alan ofislerin manzara kriterinden dolayı daha yüksek bedelden kiralamaya konu oldukları,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projenin tamamlanmasının ardından ofislerin net alanları üzerinden kiralamaya konu olacağı,
- **Emsallerin ortalama brüt m² kira bedelinin 38,-ABD\$ olduğu, net alan kira bedelinin ise 49,50 ABD\$ (38,-ABD\$ * 1,30) olduğu**
- Projenin tamamlanmış olduğu varsayımıyla, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ofis kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin **net alan üzerinden** tutucu bir yaklaşımla **45,-ABD\$/m²/Ay** bedelle kiralanabileceği,
- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı,
- Kiralama sonrası (izleyen yıl), kira bedellerinin ABD Doları cinsinden yıllık %3 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

2) **Perakende Birimleri Kira Geliri Tespiti:** Konu parsel üzerinde projenin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal mağaza/dükkan kira verileri aşağıda sunulmuştur.

A- KİRALIK MAĞAZA/DÜKKÂN EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	EMSAL KİRA BEDELİ			
			TL	TL/m ² /Ay	ABD\$	ABD\$/m ² /Ay
Emsal#1	Taşınmaza yakın konumlu, Büyükdere Caddesi üzerinde, Şişli Belediyesi'ne yakın giriş katta yer alan 800,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	800	35.000	43,8	19.464	24,3
Emsal#2	Taşınmaza yakın konumlu, Büyükdere Caddesi üzerinde, Şişli Belediyesi'ne yakın giriş katta yer alan 70,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	70	2.750	39,3	1.529	21,8
Emsal#3	Büyükdere caddesi üzerinde, Mecidiyeköy istikametinde giriş katta yer alan dükkan kiralıktır.	750	30.569	40,8	17.000	22,7

Değerleme konusu gayrimenkulün yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları sonucunda;

- Konu gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan mağaza/dükkan fonksiyonlu taşınmazların kira bedellerinin **21,80ABD\$** ile **24,30ABD \$/ m²** aralığında yer aldığı,
- Emsal 2'de yer alan gayrimenkulün küçük kapalı alana sahip olduğu,
- Emsal 1 ve 2'de yer alan gayrimenkullerin konum olarak konu gayrimenkule yakın olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

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

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

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Yakın çevresinde yer alan AVM mağaza/fast-food bölümü kira bedellerinin değişkenlik gösterdiği, buna göre;
 - Ulaşılabilirliği güçlü, karayolları üzerinde yer alan ve metropoliten ölçekteki AVM'lerde m² kira bedellerinin yüksek olduğu (Metrocity, Kanyon, Astoria)
 - Kiralamaların kat brüt alanları üzerinden yapıldığı,
 - Emsal alınan mülklerde net/brüt alan oranının ~%30 civarında olmasına karşın, konu gayrimenkulde bu oranın daha fazla olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler ışığında;

- Projede yer alacak yeme-içme alanları ile mağazaların daha çok ofis kullanıcılarının günlük ihtiyaçlarına yönelik olacağı,
- Bölgede yer alan büyük ölçekli AVM'lerde konumlu mağaza ve yeme-içme alanlarından daha düşük bedellerden kiraya verileceği,
- Projenin tamamlanmış olduğu varsayımıyla, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla; içerisinde yer alacak mağaza/dükkan kullanım fonksiyonuna sahip gayrimenkullerin ortalama **60,-ABD\$/m²/Ay** bedelle kiralanabileceği,
- Projenin tamamlanmasının ardından doluluk oranının, ilk yıl %80, ikinci yıl %90, üçüncü yıl %95 ve devam eden yıllarda ise %98 olacağı,
- Kiralama sonrası (izleyen yıl), kira bedellerinin ABD Doları cinsinden yıllık %3 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

	Yıl	Kiralabilir Alan, m ²	Kira Bedeli, ABD \$/m ² /Ay	Olası Kira Geliri, ABD \$	Doluluk Oranı, %	Yıllık Toplam Kira Geliri, ABD \$
Projenin Kira Gelirleri, ABD \$						
Mağaza/Dükân Geliri	2013	3.294,43	60,0	-	-	-
	2014		61,8	-	-	-
	2015		63,7	2.516.444	80%	2.013.155
	2016		65,6	2.591.937	90%	2.332.743
	2017		67,5	2.669.695	95%	2.536.210
	2018		69,6	2.749.786	98%	2.694.790
Ofis Geliri	2013	38.164,84	45,0	-	-	-
	2014		46,4	-	-	-
	2015		47,7	21.864.103	80%	17.491.282
	2016		49,2	22.520.026	90%	20.268.023
	2017		50,6	23.195.626	95%	22.035.845
	2018		52,2	23.891.495	98%	23.413.665

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- a. İskonto Oranı;** Bu oran, gayrimenkullerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmış ve **%10,75** olarak 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.

İskonto Oranı	10.75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	4.50%
Piyasa Risk Primi	2.50%
Sektör Risk Primi	2.50%
Proje Risk Primi	1.25%

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

- c. Yıl ortası düzeltme faktörü:** Proje gelir ve giderlerinin yıl içerisinde normal dağılacığı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. İskonto oranı bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır.

v. İNA ANALİZİ:

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

PROJE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$						
	2013	2014	2015	2016	2017	D.E.D.
Proje Tamamlama Maliyeti	-38.070.177	-39.212.283				
İnşaat Tamamlama Maliyeti, \$	-38.070.177	-39.212.283				
Proje Kira Gelirleri, ABD\$			19.504.437	22.600.766	24.572.055	26.108.456
Dükkan Kira Geliri, ABD\$			2.013.155	2.332.743	2.536.210	2.694.790
Ofis Kira Geliri, ABD\$			17.491.282	20.268.023	22.035.845	23.413.665
Proje Net Nakit Akımı	-38.070.177	-39.212.283	19.504.437	22.600.766	24.572.055	336.883.298
İskonto Oranı	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075
İskonto Faktörü	1,1075	1,227	1,358	1,504	1,666	1,845
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60	0,54
Nakit Akımlarının NBD	-38.070.177	-39.212.283	14.358.273	15.022.708	14.747.650	182.564.810
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$						149.410.981
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0524
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						157.236.869
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						282.743.337

Sonuç olarak; İNA Analizi çerçevesinde,

- ✓ **Parsel + mevcut tamamlanma yüzdesine (%18,10) göre gayrimenkulün toplam mevcut durum değeri 282.743.337,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 157.236.869,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.**

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

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

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

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

Beyanlar Hanesi:

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

Rehinler Hanesi:

- **İpotek:** Türkiye Garanti Bankası A.Ş. lehine **100.000.000,-USD** bedelle, Yıl Lib+4 faizle, 1.dereceden, FBK müddetli, ipotek tesis edilmiştir. (30.11.2007 tarih ve 16823 yevmiye no. ile)

Müşteri Şirketten edinilen bilgi ve alınan yazı doğrultusunda, parsel üzerinde yer alan ipoteğin, parsel üzerindeki projenin gerçekleştirilmesi için alındığı öğrenilmiştir.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

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

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

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

- Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde kiralık ofis ve dükkân emsalleri araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmıştır,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2013 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

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

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO		
	TL	ABD\$
Ayrıştırma (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) Yöntemi	279.561.544	155.467.436
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi	282.743.337	157.236.869

Sonuç olarak;

- Farklı yöntemlerle bulunan değerlerinin birbirleriyle yakın ve tutarlı olduğu,
- Gayrimenkulün geliştirmesinin henüz tamamlanmamış ve gelir yaratmaya başlamamış olması sebebiyle, değerlendirme çalışmalarında "gelir esaslı" yaklaşımların kullanılmasının fazla öngörü ve varsayımlara dayandığı, bu yöntemle bulunacak değerlerin daha fazla sapmalar içerebileceği,
- Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile hesaplanan değer, değerlendirme konusu gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, **279.561.544,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **155.467.436,-ABD \$**) değer, **gayrimenkulün rayiç (adil) piyasa değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

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

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkulün yapı ruhsatları mevcuttur.

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

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

- **Değerleme konusu gayrimenkulün; henüz inşaat aşamasında olması sebebiyle cins tashihine gerek kalmaksızın "arsa" olarak, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**
- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, Md. 34/Fıkra 2 (Değişik: Seri: VI, No: 26 sayılı Tebliğ ile) "**Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.**" hükmü gereği,
 - **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 100.000.000,-USD tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:7) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**

Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteğe ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen genel borçlanma sınırı, toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamaları dikkate alınmamıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Mecidiyeköy Mahallesi, 306 pafta, 2011 ada, **7 numaralı parselde** kayıtlı, 11.099,39,-m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul üzerinde geliştirilmekte olan **"Torun Tower"** projesinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik yapılan çalışmalar sonucunda hazırlanmış olup, takyidatlar dikkate alınmaksızın;

- I)** Rapor'un 7.4.'üncü bölümünde detayları belirtildiği üzere, **gayrimenkulün GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) Değerleme konusu "Torun Tower" projesinin, değerlendirme tarihi itibari ile toplam (parsel + %18,10'luk tamamlanma oranına sahip yapı) adil piyasa değerinin, peşin değer esasına göre;**
- o **KDV hariç 279.561.544,00TL**
 - o **KDV dahil 329.882.621,92TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,


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


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

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