

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

---

BURSA İLİ – OSMANGAZİ İLÇESİ

- 519 ADA – 17 NUMARALI PARSEL  
**“Korupark Konut Projesi 3. Etap”**
- 519 ADA – 16 NUMARALI PARSEL  
**“Trafo Yeri”**

Gayrimenkul Değerleme Raporu

**11.03.2013**

**İÇİNDEKİLER**

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER .....</b>	<b>2</b>
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası .....	2
1.2. Değerleme Tarihi .....	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası .....	2
1.4. Rapor Türü .....	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar .....	2
<b>2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER .....</b>	<b>3</b>
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	3
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ .....</b>	<b>4</b>
3.1. Değerleme Raporunun Amacı .....	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar .....	4
3.3. Beyanlar .....	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar .....	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar: .....	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler .....	8
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı .....	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı .....	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi .....	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi: .....	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi .....	11
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER .....</b>	<b>13</b>
4.1. Global Görünüm .....	13
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü .....	14
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü .....	15
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm .....	15
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler .....	16
4.6. Sektörel Görünüm .....	16
4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü .....	16
4.6.2. Türkiye Konut Sektörü .....	17
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler, .....	21
<b>5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER .....</b>	<b>22</b>
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler .....	22
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı, .....	22
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri, .....	22
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri, .....	25
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi .....	25
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri, .....	25
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri, .....	25
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri .....	25
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri, .....	26
<b>6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI .....</b>	<b>27</b>
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. 16 Parsel Numarasında Kayıtlı Gayrimenkulün Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı İle Rayiç Değerinin Belirlenmesi .....	30
6.6. 17 Parsel Numarasında Kayıtlı Gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Değerinin Belirlenmesi .....	30
6.6.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi, .....	31
6.6.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Değeri ve Gerekli Tamamlama Maliyetinin Tespiti, .....	32
6.6.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri, .....	33
6.7. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi .....	33
6.7.1. Varsayımlar .....	34
6.7.2. İNA Analizi, .....	36
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri .....	37
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi, .....	37
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, .....	37
6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, .....	37
<b>7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>38</b>
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması .....	38
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri .....	39
7.3. Yasal Gerekerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler .....	39
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş .....	39
<b>8. SONUÇ .....</b>	<b>40</b>
8.1. Nihai Değer Takdiri .....	40
<b>9. RAPOR EKLERİ .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>
<b>10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>
<b>11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER .....</b>	<b>Hata! Yer işareti tanımlanmamış.</b>

## 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\_13

### 1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Köyü, H21B25D4C pafta, 519 ada;

- **16 parsel** numarasında kayıtlı, 154,84m<sup>2</sup> yüzölçümlü "Trafo Yeri" vasıflı gayrimenkul ile,
- **17 parsel** numarasında kayıtlı, 35.618,12m<sup>2</sup> yüzölçümlü Arsa vasıflı taşınmaz üzerinde geliştirilen natamam Korupark Konut Projesi, 3'ncü etabın,

yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığına 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](http://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](http://www.torunlargo.com.tr)

### 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

#### 3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

#### 3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

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

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

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

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

#### 3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

### 3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri Standart	<b>Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.</b> Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H <sub>max</sub>	Maksimum Yapı Yüksekliği
m <sup>2</sup>	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	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 değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

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

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

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

### **Kapsam**

- **UDES 1, mülkün Pazar Değeri’ne**, genellikle gayrimenkuller ve bunlarla ilişkili unsurlara uygulanmaktadır.  
Değerlemesi yapılan mülkün, **süreklilik gösteren bir durumun parçası olarak veya bir başka amaçla değerlendirilmesinden ziyade piyasada 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 piyasa ile ilişkili olarak hareket etmekten ziyade cari piyasanın gerçeklerine bağlı olarak ve beklentileriyle hareket ederek satın alma işlemini gerçekleştiren kişidir. Bu alıcı, piyasanın gerektirdiği fiyatlardan daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Var olan mülkün sahibi de "piyasa"yı oluşturanlar arasında sayılmaktadır.
  - **"...istekli bir satıcı arasında..."** ifadesindeki satıcı ise ne herhangi bir fiyata satmaya hazır olup satma konusunda çok istekli olan veya satmak zorunda olan ne de cari piyasada makul kabul edilmeyecek bir fiyattan satış yapmaya hazır olan bir satıcıdır. İstekli satıcı, normal bir pazarlama faaliyetinin ardından (açık) piyasada elde edilebilir en iyi fiyattan, fiyat ne olursa olsun, piyasa şartları çerçevesinde mülkünü satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır.**
  - **"...tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini **piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri**



üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır.**

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

### **Muhasebe Standartlarıyla İlgisi**

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

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

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

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

### **3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler**

#### **Değerleme Yaklaşımları**

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

basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

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

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

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

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

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

#### **3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı**

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

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

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

#### **3.6.2. Maliyet Yaklaşımı**

Maliyet yaklaşımında esas, yeni bir mülk veya konu mülkle aynı yararı olan ikame bir mülk geliştirme maliyetini belirlemektir. Maliyet yaklaşımında geçerli bir değer göstergesi türetmek için, geliştirilen

maliyet tahmininde, konu mülkle yaş, durum ve yarar farkları için düzeltmeler yapılır. Maliyetle değer arasında bir ilişki olduğundan, maliyet yaklaşımının piyasanın düşünce tarzını yansıttığı kabul edilmektedir.

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

## 6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

### 3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

## 5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

## 4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

### 4.1. Global Görünüm

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 <sup>(1)</sup>	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 <sup>(1)</sup>	49,5 <sup>(2)</sup>	46,2 <sup>(2)</sup>	50,6 <sup>(2)</sup>	82,7 <sup>(2)</sup>	-23,8 <sup>(2)</sup>	106,1 <sup>(1)</sup>

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 <sup>(1)</sup>	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 <sup>(1)</sup>	368	4.790		

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, US STANDART AND POORS CASE SHILLER HOUSE PRICE INDICES  
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

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

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

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

#### 4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

#### 4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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



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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

#### 4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

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

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

#### 4.6.2. Türkiye Konut Sektörü

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde alınan yapı ruhsatları ile yapı kullanım izin belgeleri daire sayıları ikinci çeyrek döneme göre gerilemiştir. Önceki yılın aynı çeyrek dönemine göre işe alınan yapı

ruhsatları artarken yapı kullanım izin belgesi daire sayıları gerilemiştir. İlk dokuz ay itibariyle geçen yılın aynı dönemine göre alınan yapı ruhsatları daire sayısı yüzde 15.8 artış göstermiştir.

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

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

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

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

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

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

Çeyrek Dönemlerde Kullanılan Konut Kredileri			
DÖNEMLER	PARA CİNSİ VE TOPLAM	KREDİ MİLYON TL	KREDİ ADEDİ
2010 Q4	TL	10.899	151.330
	YP	9	79
	T	10.897	151.409
2011 Q1	TL	9.759	135.068
	YP	11	96
	T	9.771	135.164
2011 Q2	TL	9.378	124.623
	YP	1	8
	T	9.379	124.631
2011 Q3	TL	5.325	75.053
	YP	2	10
	T	5.327	75.063
2011 Q4	TL	5.276	79.160
	YP	2	15
	T	5.279	79.175
2012 Q1	TL	4.781	65.556
	YP	18	33
	T	4.799	66.589
2012 Q2	TL	6.811	87.823
	YP	3	20
	T	6.814	87.843
2012 Q3	TL	6.517	85.333
	YP	3	22

T	6.521	85.355
KAYNAK: TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ		

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

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

Takipteki Konut Kredileri			
DÖNEMLER	KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ MİLYON TL	TAKİPTEKİ KONUT KREDİLERİ %PAY
2010 Q4	60.801	860	1,41
2011 Q1	65.391	796	1,22
2011 Q2	70.841	718	1,01
2011 Q3	72.808	708	1,97
2011 Q4	74.591	659	1,88
2012 Q1	75.439	641	0,85
2012 Q2	78.383	641	0,82
2012 Q3	81.033	673	0,83
2012 Q4 <sup>(1)</sup>	82.083	682	0,82

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Kasım

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

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

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

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

Yeni Konut Fiyat Endeksi 2010 Ocak = 100					
ÇEYREK DÖNEMLER	GENEL	1+1 DAİRE	2+1 DAİRE	3+1 DAİRE	4+1 DAİRE
2010 Q4	105,3	105,5	105,8	105,6	102,4
2011 Q1	106,7	107,2	108,6	106,5	102,1
2011 Q2	108,2	109,3	110,8	107,6	102,2
2011 Q3	110,4	108,0	113,4	109,9	105,9
2011 Q4	115,7	116,6	119,4	114,4	109,5
2012 Q1	119,1	119,3	123,5	117,5	113,2
2012 Q2	121,8	122,8	126,1	120,0	116,3
2012 Q3	123,9	124,9	128,0	122,1	119,2
2012 Q4	127,0	127,8	130,9	125,1	122,2

REIDIN - GYODER

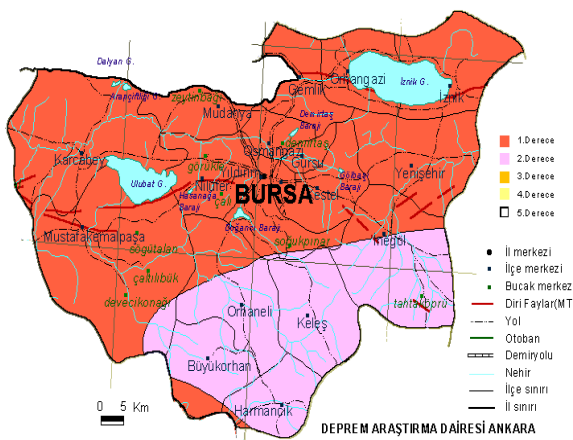
Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2012 Aralık ayında bir önceki aya göre %1,28 oranında; geçen yılın aynı dönemine göre %9,77 oranında; endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise %27,00 oranında artış gerçekleşmiştir.

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

**BURSA;** Marmara Bölgesi'nin Güney Marmara bölümünde yer almakta olup, Türkiye'nin 4'üncü büyük kentidir. Bursa ili kuzeyinde Marmara Denizi ve Yalova, kuzeydoğuda Kocaeli ve Sakarya, doğuda Bilecik, güneyde Kütahya ve Balıkesir illeri ile çevrilidir. Şehir, Uludağ'ın yamaçları boyunca kurulmuş ve gelişmiştir.

Bursa iklimi Akdeniz ile Karadeniz arasında bir geçiş niteliği göstermektedir. Kışların çok sert geçmediği ilde yaz dönemlerinde şiddetli bir kuraklık görülmemektedir.

Bursa ilinin kent merkezi, Türkiye'nin büyük metropol kentlerinden ve en çok nüfusa sahip 4. şehridir. Ekonomik açıdan Türkiye'nin gelişmiş kentlerinden biri olan Bursa doğal ve tarihsel zenginlikleriyle de önem taşır. Ayrıca Bursa Marmara bölgesinin İstanbul'dan sonra gelen ikinci büyük şehridir. Türkiye'nin en önemli sanayi kentlerindedir. Şehir, İstanbul'dan sonra en büyük ikinci ihracatı gerçekleştirilmektedir.



**Osmangazi;** Nilüfer, Yıldırım, Mudanya, Gemlik, Kestel, Gürsu ile beraber Bursa (merkez) 'yı oluşturan 7 ilçeden biridir. Ayrıca Türkiye'nin nüfus bakımından en büyük 3'üncü ilçesidir. Osmangazi, Uludağ'ın eteklerinde, doğuda Gökdere Vadisi'yle başlar; batıda Nilüfer Deresi ve Yeni Mudanya Yolu, kuzeyde Katırlı Dağları, Nilüfer Çayı ve Bursa Ovası'nı içine alan topraklara sınır oluşturan bölgeyi kapsar. 1165,2 kilometrekarelik bir alana yayılmıştır. İlçenin denizden yüksekliği ortalama 150 metredir. İzmir, İstanbul, Eskişehir yollarının kesiştiği kavşak noktasında bulunan Osmangazi, Mudanya Limanı'na 31,-km, Yalova'ya 74,-km, Gemlik'e 30,-km uzaklıktadır. 109 mahalleden oluşmaktadır.

Bursa İli Deprem Haritasına göre; Osmangazi İlçesi 1'inci derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	İl/ilçe merkezleri			Belde/köyler			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
<b>Osmangazi</b>	<b>778.843</b>	<b>391.030</b>	<b>387.813</b>	<b>13.376</b>	<b>6.657</b>	<b>6.719</b>	<b>792.219</b>	<b>397.687</b>	<b>394.532</b>
Bursa	2.402.012	1.202.097	1.199.915	286.159	141.797	144.362	2.688.171	1.343.894	1.344.277

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

## 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

#### 5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkuller, Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Köyü;

- H21B25D4C pafta, 519 ada, **16 parsel** numarasında kayıtlı **Trafo Yeri** ile
- H21B35D4C pafta, 519 ada, **17 no'lu parsel** üzerinde geliştirilen **Korupark Konut Projesi'nin 3. Etabıdır.**



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkuller, Osmangazi Belediyesi sınırları içerisinde, Bursa-Mudanya Yolu üzerinde Sanayi Caddesi'nde yer almaktadır. Sanayi Caddesi, Bursa-Mudanya arasındaki ana ulaşım aksı olan Mudanya Yolu'nun bir parçasıdır ve kentin gelişimi bu yöne doğru ilerlemektedir. Parsellerin güneydoğusunda Güvenevler Sitesi, güneybatısında ise Korupark AVM bulunmaktadır. Yakın çevresinde, Nilüfer Organize Sanayi Bölgesi, Bursa Ticaret ve Sanayi Odası binası, küçük sanayi birimleri, benzin istasyonları ve orta-alt gelir grubuna hitap eden konut alanları yer almaktadır.

Gayrimenkullerin bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Metro İstasyonu-OSB Durağı	:	~ 0,90km
Bursa Şehir Merkezi	:	~ 10,-km
Otobüs Terminali	:	~ 12,8km

#### 5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu taşınmaz, Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Mahallesi'nde yer alan 519 ada, 17 numaralı parsel ve üzerinde geliştirilen Korupark Konut Projesi'nin 3. Etap evleridir.



### 3. Etap konut Projesine ilişkin bilgiler;

Parsel üzerinde, onaylı mimari projeye göre; Residence ve Teras tipi bloklar ile otopark ve R blok (Garaj Binası, Trafo Merkezi ve Ortak Alan) yer almaktadır.

- Teras tipi konutlar; yüzme havuzu, yaya yolları ve çocuk oyun alanlarından oluşan avluya yönelmiş olup, 8 ana blok, 2 köşe blok ve 4 kısa bloktan oluşmaktadır.
- Ana bloklar 5 Bodrum+ Zemin+ 13 normal kat, kısa bloklar 5 Bodrum + Zemin + 2 Normal Kat ve 5 Bodrum + Zemin + 1 Normal Kat, köşe bloklar ise 5

Bodrum+Zemin ve 5 Bodrum kattan oluşmaktadırlar.

- Residence tipi konutlar 1. ve 2. Etap konutlarına benzer bir mimaride inşa edilmiş olup, dairesel formda 2 bloktan oluşmaktadır.
- Her bir blok 5 Bodrum+Zemin+13 Normal kattan ibaret olup, iki blok arasında sosyal tesis alanı bulunmaktadır.
- R Blok Tadilat Yapı Ruhsatı'na göre "Garaj Binası", "Trafo Merkezleri" ve "Ortak Alan" hacimlerinden oluşmaktadır.

35.618,12m<sup>2</sup> arsa alanı üzerinde konumlanmış olan Korupark 3. Etap Evleri, yapı ruhsatına göre toplam **166.206,-m<sup>2</sup>** kapalı alanlıdır.

Proje bütününde, 2 adet Residence tipi, 14 adet Teras tipi olmak üzere, toplam 16 adet konut bloğu ile 1 otopark bloğu ve **678 adet daire** bulunmaktadır. Residence tipi konutlarda 1+1 ve 2+1; Teras tipi konutlarda ise 3+1 ve 4+1 daire tipleri yer almaktadır.

Yapı Ruhsatına göre proje bütününde yer alan bloklara ve bağımsız bölümlere ilişkin bilgiler aşağıda sunulmuştur.

Blok No.	Kat Sayısı		Bağımsız Bölüm Sayısı	Konut Alanı, m <sup>2</sup>	Ortak Alan, m <sup>2</sup>	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
<b>A Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	8.469	2.788	11.257
<b>B Blok</b>	<b>6 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin	15	1.940	1.782	3.722
<b>C Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.827	2.480	10.307
<b>D Blok</b>	<b>8 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+2 Normal Kat	11	1.895	978	2.873
<b>E Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.827	2.480	10.307
<b>F Blok</b>	<b>8 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+2 Normal Kat	11	1.895	979	2.874
<b>G Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.810	2.480	10.290
<b>H Blok</b>	<b>6 Kat</b>	5 Bodrum+ Zemin	15	1.897	1.731	3.628
<b>I Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	8.469	2.788	11.257
<b>J Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	100	6.546	2.761	9.307
<b>K Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	100	6.546	2.761	9.307
<b>L Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.835	2.480	10.315
<b>M Blok</b>	<b>7 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+1 Normal Kat	9	1.540	938	2.478
<b>N Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.827	2.480	10.307
<b>O Blok</b>	<b>7 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+1 Normal Kat	9	1.540	938	2.478
<b>P Blok</b>	<b>19 Kat</b>	5 Bodrum+Zemin+13 Normal Kat	51	7.818	2.480	10.298

Blok No.	Kat Sayısı		Bağımsız Bölüm Sayısı	İşyeri Alanı, m <sup>2</sup>	Ortak Alan, m <sup>2</sup>	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
<b>R Blok*</b>	<b>5 Kat</b>	5 Bodrum	2	-	42.625	45.201

- R Blok 02.12.2011 tarih ve 1004 sayılı Yeni Yapı Ruhsatı'na göre "2 adet Dükkan" (4.923,-m<sup>2</sup>) ve "Ortak Alan" (40.278,-m<sup>2</sup>) hacimlerinden (toplam 45.201,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı) oluşmaktadır. Fakat 31.12.2012 tarih ve 1142 sayılı



Tadilat Yapı Ruhsat'ına göre; "Trafo Merkezleri" (115,-m<sup>2</sup>), "Garaj Binası" (2.451,-m<sup>2</sup>) ve "Ortak Alan" (42.625,-m<sup>2</sup>) hacimleri (toplam 45.201,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı) mevcuttur. Toplam kapalı alanda bir değişiklik yoktur. Değerleme çalışması Tadilat Ruhsatı üzerinden yapılmış olup, R Blok'un tamamı otopark olarak değerlendirilmiştir.

### Projenin Mevcut Durumu

İnşaata;

- I, J, K, L, M, N, O, P ve R Bloklar %100,
- C, D, E, F ve H Bloklar %90,
- A, B ve G Bloklar %85

tamamlanmış durumdadır.

**Proje bütününde yer alan blokların tamamlanma yüzdelerini gösterir tablo aşağıda sunulmuştur.** (EK:7: Teknik Üniversiteler ile Meslek Odalarının ortaklaşa hazırladıkları Yapı Gerçekleşme Yüzdeleri Tablosu)

BLOK	YAPI GERÇEKLEŞME YÜZDELERİ
<b>A-B-G BLOK</b>	<b>85%</b>
<b>C-D-E-F-H BLOK</b>	<b>90%</b>
<b>I-J-K-L-M-N-O-P BLOK</b>	<b>100%</b>
<b>R BLOK</b>	<b>100%</b>
<b>PROJE BÜTÜNÜNDE (17 Blok )</b>	<b>96,22%</b>

Müşteri Şirket tarafından bildirilen, değerlendirme tarihi itibarıyla inşaatı devam eden blokların **satışları başlamış olup**, blok bazında sözleşmeye bağlanmış ancak kat irtifakları tesis edilmediğinden henüz devirleri (**tapu satışı**) gerçekleştirilmemiş daire sayısını gösterir liste aşağıda sunulmuştur.

Residence Tipi J ve K Bloklar			
	Toplam Daire Sayısı	Kalan Daire Sayısı(*)	Satılabilir Brüt Alan, m <sup>2</sup>
<b>J Blok</b>	100	56	4.523,17
<b>K Blok</b>	100	14	1.315,97
<b>TOPLAM</b>	<b>200</b>	<b>70</b>	<b>5.839,14</b>

A-B-C-D-E-F-G-H-I-L-M-N-O ve P Bloklar			
	Toplam Daire Sayısı	Kalan Daire Sayısı(*)	Satılabilir Brüt Alan, m <sup>2</sup>
A Blok	51	51	9.765,93
B Blok	15	14	2.292,80
C Blok	51	51	9.117,80
D Blok	11	11	2.119,13
E Blok	51	51	9.108,51
F Blok	11	11	2.119,13
G Blok	51	34	6.013,35
H Blok	15	14	2.019,05
I Blok	51	19	3.737,27
L Blok	51	7	1.295,36
M Blok	9	7	1.325,18
N Blok	51	8	1.434,65
O Blok	9	9	1.722,32
P Blok	51	7	1.280,15
<b>TOPLAM</b>	<b>478</b>	<b>294</b>	<b>53.350,63</b>

(\*)06.02.2013 tarihi itibarıyla kalan daire sayısını ifade etmektedir.

PROJE SATILABİLİR BRÜT ALAN TOPLAMI (SÖZLEŞMEYE BAĞLANANLAR DAHİL), m <sup>2</sup>		
J ve K Bloklar	:	15.818,04
C-E-G-L-N-P Bloklar	:	54.891,00
A-I Bloklar	:	19.587,06
D-F-M-O Bloklar	:	7.673,10
B-H Bloklar	:	4.855,81
<b>GENEL TOPLAM</b>	<b>:</b>	<b>102.825,01</b>

Müşteri Şirket yetkililerinden edinilen bilgilere göre, **satılabilir brüt alanlar**, onaylı mimari proje bağımsız bölüm brüt alanlarını değil, kullanıma açık kat holü alanlarının da daire sayısı oranında

paylaştırılarak bağımsız bölüm alanlarına eklenmesi suretiyle ulaşılan **çekirdek brüt alanı** ifade etmekte olup, **değerleme çalışmalarında satılabilir brüt alanlar dikkate alınmıştır.**

### 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

#### 17 Parsel numaralı ana gayrimenkulün tapu bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İli	:	Bursa
İlçesi	:	Osmangazi
Mahallesi/Köyü	:	Emek
Pafta No	:	H21B25D4C
Ada No	:	519
Parsel No	:	17
Yüzölçümü,m <sup>2</sup>	:	35.618,12
Niteliği	:	Arsa
Cilt No. / Sahife No.	:	79/7797
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	:	31.03.2011/10207
Malikler	:	<b>TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.</b>

#### 16 Parsel numaralı gayrimenkulün tapu bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İli	:	Bursa
İlçesi	:	Osmangazi
Mahallesi/Köyü	:	Emek
Pafta No	:	H21B25D4C
Ada No	:	519
Parsel No	:	16
Parsel Yüzölçümü,m <sup>2</sup>	:	154,84
Niteliği	:	Trafo Yeri
Cilt No. / Sahife No.	:	79/7796
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	:	31.03.2011/10207
Malik	:	<b>TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.</b>

(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

## 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

21.01.2013 tarihi itibari ile Osmangazi Tapu Sicil Müdürlüğü ve 18.01.2013 tarihi itibari ile Osmangazi Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu gayrimenkuller, 31.03.2011 tarih ve 10207 yevmiye numarası ile Emek Köyü, 519 ada, 13 parsel numaralı taşınmazın ifraz işlemi sonucu tescil edilmiştir. Son üç yıl içerisinde herhangi bir alım-satım işlemine konu olmamışlardır.

### 5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,

Değerleme konusu gayrimenkuller üzerinde herhangi bir takyidat yer almamaktadır.

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Takyidat Belgeleri)

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

Değerleme konusu gayrimenkuller, Osmangazi Belediye Meclisi'nin 03.02.2010 gün ve 117 sayılı kararı ile kabul edilmiş ve Büyükşehir Belediye Meclisi'nin 13.05.2010 gün ve 428 sayılı kararı ve 16021130/154 sayı ile onaylanan 1/1000 ölçekli Emek Revizyon Uygulama İmar Planı'na göre;

- 17 numaralı parsel "**Konut Alanı**"
- 16 numaralı parsel ise "**Trafo Alanı**"nda

kalmaktadır.

Değerlemeye konu gayrimenkuller eski 13 numaralı parselin ifrazı sonucu elde edilmiş olup, aşağıda ki plan notları ve yapılaşma hakları geçerlidir.

- Plan sınırları içindeki alanda ifraz yapılması halinde,
  - o Yeni inşaat ruhsatı taleplerinde yapılaşma emsali **E:1,80** olarak kabul edilecektir.
  - o Mevcut alan ruhsata göre inşaatı tamamlanmış veya inşaatı devam eden parsellerde mevcut ruhsatlarda belirlenen toplam inşaat alanları esas kabul edilecektir.
- Konut alanları, otel, iş merkezi tesislerinde maks. bina yüksekliği H:40,50 metredir.

**Yapı Ruhsatı:** 519 ada, 17 parsel numarası üzerinde inşasına başlanan Korupark 3. Etap bünyesinde yer alan toplam 17 konut bloğunun her biri için alınmış Yapı Ruhsatı bulunmaktadır. Belgelerin detayları aşağıda sunulmuştur.

Blok No.	YAPI RUHSATI TARİH VE NUMARASI		Bağımsız Bölüm Niteliği	Bağımsız Bölüm Sayısı	Toplam Kapalı Alan, m <sup>2</sup>
A Blok	40879	1004	Apart Konut	51	11.257
B Blok	40879	1004	Apart Konut	15	3.722
C Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.307
D Blok	40879	1004	Apart Konut	11	2.873
E Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.307
F Blok	40693	551	Apart Konut	11	2.874
G Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.29
H Blok	40879	1004	Apart Konut	15	3.628
I Blok	40879	1004	Apart Konut	51	11.257
J Blok	40879	1004	Apart Konut	100	9.307
K Blok	40879	1004	Apart Konut	100	9.307
L Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.315
M Blok	40693	551	Apart Konut	9	2.478
N Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.307
O Blok	40693	551	Apart Konut	9	2.478
P Blok	40879	1004	Apart Konut	51	10.298
R Blok*	40879	1004	Garaj-Trafo	2	45.201

\* R Blok 02.12.2011 tarih ve 1004 sayılı Yeni Yapı Ruhsatı'na göre "2 adet Dükkan" (4.923,-m<sup>2</sup>) ve "Ortak Alan" (40.278,-m<sup>2</sup>) hacimlerinden (toplam 45.201,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı) oluşmaktadır. Fakat 31.12.2012 tarih ve 1142 sayılı Tadilat Yapı Ruhsatı'na göre; " TrafoMerkezleri" (115,-m<sup>2</sup>) , "Garaj Binası" (2.451,-m<sup>2</sup>) ve "Ortak Alan" (42.625,-m<sup>2</sup>) hacimleri (toplam 45.201,-m<sup>2</sup> kapalı alanlı) mevcuttur. Toplam kapalı alanda bir değişiklik yoktur. Değerleme çalışması Tadilat Ruhsatı üzerinden yapılmıştır. R Bloğa ait tadilat mimari projesinin 11.12.2012 tarihli olduğu bilgisi, Tadilat Yapı Ruhsatı'ndan edinilmiştir.

#### Mimari Proje:

- 17 parsel numarasında kayıtlı gayrimenkule ait, 03.03.2011 tarihli mimari projesi incelenmiştir.
- R Bloğa ait tadilat mimari projesinin 11.12.2012 tarihli olduğu bilgisi, Tadilat Yapı Ruhsatı'ndan edinilmiştir.

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait İmar Durum Belgesi ve Plan Notları)

(EK : 5 : Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatları)

#### 5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu 17 numaralı parsel üzerindeki yapıların yapı tenetim firması, **Uzay Yapı Denetim 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 vereceği ve bu kapsamda, belirlenen standartlara aykırı olmayan **Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nca (TMSK'ca) yayımlanan TMS/TFRS (Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartları)** nin esas alınacağı belirtilmiş olup geçici madde 2 ile de UMS / UFRS'nin UMSK tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS'ler uygulanır denmektedir. Bu kapsamda, TMSK'ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

değerleme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir.**

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

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

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

## 6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

Değerleme konusu 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.

**16 parsel** numarasında kayıtlı gayrimenkulün değerinin takdir çalışmasında **2013 yılı asgari beyan değeri ve Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** esas alınmıştır.

**17 parsel** numarasında kayıtlı gayrimenkulün toplam değerinin takdir çalışmasında kullanılan yöntemler aşağıda belirtilmiştir;

- **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkul ile benzer nitelikli piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına **arsa değeri tespiti amacıyla** yer verilmiştir. Gayrimenkulün özel durumu sebebiyle (~%96,22 tamamlanma seviyesinde olması) bölgede benzer nitelikli emsal tespit edilememiş olduğundan, mevcut durum (parsel + %96,22 yapı tamamlanma oranı) değerinin tespiti amacıyla **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** kullanılamamıştır.
- **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen **arsa değerine**, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde yer alan yapının mevcut durumu (**tamamlanma oranı**) ve **yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri** ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

- Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Ayrıştırma Yöntemi ile bulunan toplam değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil etmediğinin belirlenmesi amacıyla **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına yer verilmiştir. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin imar durumu ve avan projesi doğrultusunda; Konut imarına uygun olarak Konut kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmiş olup,
  - a) Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde satılık konut emsalleri araştırılarak projenin olası satış gelirleri hesaplanmış,
  - b) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 56 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, tamamlanma yüzdeleri dikkate alınarak belirlenen **gerekli yatırım tutarı** hesaplanmıştır. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma 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 yapı değeri hesaplanmıştır.**

#### 6.5. 16 Parsel Numarasında Kayıtlı Gayrimenkulün Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı İle Rayiç Değerinin Belirlenmesi

**Değerleme konusu gayrimenkul üzerinde gelir getirebilecek herhangi bir yapı yer almaması ve mevcut yapılaşma hakkının, gayrimenkulün geliştirilmesi imkanı vermemesi sebebiyle Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ve Ayrıştırma Yöntemi kullanılamamıştır.**

Değerleme konusu gayrimenkulün "Trafo Yeri" niteliğine sahip olması sebebiyle, bölgede benzer nitelikli emsal mülk tespit edilememiş ve 2013 yılı asgari beyan değeri üzerinden değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Osmangazi Belediyesi'nden öğrenilen bilgiye göre; 16 numaralı parselin cephe aldığı yol olan Turgut **Özal Caddesi'nin 2013 yılı sokak/cadde rayiç değeri 246,87-TL/m<sup>2</sup>**dir.

Değerleme konusu 16 numaralı parselin; konumu dikkate alındığında, değerlemeye esas emsal m<sup>2</sup> değerinin **250,-TL/m<sup>2</sup>** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu birim emsal (rayiç) değer esas alınarak gerçekleştirilen **toplam rayiç değer** tespiti aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

<b>EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI / PARSEL DEĞERİ</b>	
Arsa Alanı, m <sup>2</sup>	154,84
m <sup>2</sup> Değeri, TL	250,00
<b>Toplam Arsa Değeri, TL</b>	<b>38.710,00</b>

**Sonuç olarak,** değerlendirme konusu **16 numaralı parselin** rayiç değerinin, değerlendirme tarihi itibari ile **38.710,-TL** olduğu kanaatine varılmıştır.

#### 6.6. 17 Parsel Numarasında Kayıtlı Gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Değerinin Belirlenmesi

**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 **mevcut yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi yapılan **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

### 6.6.1. 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 <sup>2</sup>	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m <sup>2</sup>	ABD\$	ABD\$/m <sup>2</sup>	
Emsal #1	Konu mülke ~200 m mesafede, ara sokakta yer alan, <b>Konut</b> imarlı, Emsali:1,20 olan, 325,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü arsa satılıktır.	325	258,000	793.85	143,477	441.47
Emsal #2	Korupark'ın üst kısmında konumlu, ara sokakta yer alan, <b>Konut</b> imarlı, 320,-m <sup>2</sup> yüzölçümlü, 3 kat, E:1,20 yapılaşma hakkına sahip arsa satılıktır.	320	159.000	496,88	88.422	276,32

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- ✓ Bölgede yer alan konut imarlı arsaların m<sup>2</sup> satış bedellerinin **276,-TL** ile **441,-TL** aralığında yer aldığı,
- ✓ Sanayi Caddesi'ne yaklaştıkça arsa m<sup>2</sup> birim satış bedellerinin arttığı,
- ✓ Emsallerin ara sokakta yer aldığı,
- ✓ Emsallerin yüzölçümünün küçük olduğu,
- ✓ Emsallerin Konut imarlı ve yapılaşma hakkının E: 1,20 (3 Kat) olduğu,
- ✓ 5 Kat imarlı arsaların daha yüksek bedellerle satışa sunulduğu,

tespitleri yapılmıştır.

**Değerleme konusu gayrimenkule emsal alınan parsellerin farklı yapılaşma haklarına sahip olmaları sebebiyle, "m<sup>2</sup> yapılaşma hakkına göre parsel değeri" hesaplanmış ve emsal fiyatlar, değerlendirme konusu gayrimenkulün 1.80 olan yapılaşma hakkı dikkate alınarak aşağıdaki şekilde düzeltilmiştir.**

Emsal Değer, TL/m <sup>2</sup>	Parsel m <sup>2</sup> başına düşen inşaat alanı,	m <sup>2</sup> Başına İnşaat Hakkı Değeri, ABD \$	1,8 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$
794	1,20	662	1.191
497	1,20	414	745
<b>Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$</b>			<b>968</b>

Emsal parsellerin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama m<sup>2</sup> satış bedelinin **968,-TL/m<sup>2</sup>** olduğu, değerlendirme konusu gayrimenkulün;

- Ulaşılabilirlik açısından güçlü bir konumda yer alması,
- Görülebilirliğinin yüksek olması,
- Merkeze yakın konumu,
- Büyük metraji ve üzerinde sosyal alanları da içeren proje'nin tamamlanmak üzere olduğu,

gibi değerini pozitif etkileyen kriterler ışığında emsal değerinin **1.000,-TL/m<sup>2</sup>** olarak esas alınmasının uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Bu birim emsal (rayiç) değer esas alınarak hesaplanan toplam arsa rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI/PARSEL DEĞERİ	
Arsa Alanı, m <sup>2</sup>	<b>35.618,12</b>
m <sup>2</sup> Değeri, TL	<b>1.000</b>
<b>Toplam Arsa Değeri, TL</b>	<b>35.618.120</b>

**Sonuç olarak;** Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu 519 ada, **17 numaralı parselin adil piyasa değeri 35.618.120,-TL** olarak hesaplanmıştır.



6.6.2. Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Değeri ve Gerekli Tamamlama Maliyetinin Tespiti,

**Mevcut yapı değerinin belirlenmesi amacıyla;**

- Öncelikle Gayrimenkul projesinin toplam yapı değeri (tamamlanmış olması halindeki değeri) belirlenmiş,
- Sonrasında Rapor'un 5.1.2'inci bölümünde belirtilen tamamlanma yüzdesi dikkate alınarak mevcut yapı değeri hesaplanmıştır.

**i. Gayrimenkulün Toplam Yapım Maliyeti;**

Rapor'un 5.1.2 Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri bölümünde detayları verildiği üzere, parsel üzerinde toplam 17 adet konut bloğundan oluşan Konut projesi geliştirilmektedir.

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

- **Konut 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 Yapılar Mesken Binaları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **798,59 TL/m<sup>2</sup>** 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 Yapılar Yeraltı Garajları için 3. sınıf inşaat birim maliyeti olan **448,49 TL/m<sup>2</sup>** esas alınmış,
- **Sosyal Tesis 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 Yapılar Sosyal Binalar için 1. Sınıf inşaat birim maliyeti olan **665,52 TL/m<sup>2</sup>** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **% 2** oranında olduğu varsayılmıştır.

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

<b>PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ</b>	<b>TL</b>	<b>ABD \$</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti</b>	<b>128.273.558</b>	<b>71.334.422</b>
<b>1) Konut Bloklarının İnşaat Maliyeti</b>	<b>105.140.090</b>	<b>58.469.631</b>
<b>Σ Kapalı Alan, m<sup>2</sup></b>	<b>120.485</b>	<b>120.485</b>
Birim Maliyet	798,59	444,11
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	23,96	13,32
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	24,68	13,72
Diğer Maliyetler	25,42	14,13
Giydirilmiş Birim Maliyet	872,64	485,29
<b>2)Otopark Alanı İnşaat Maliyeti</b>	<b>20.272.196</b>	<b>11.273.605</b>
<b>Σ Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>45.201</b>	<b>45201</b>
Birim Maliyet	448,49	249,4
<b>3)Sosyal Tesis Alanı İnşaat Maliyeti</b>	<b>346.104</b>	<b>192.472</b>
<b>Σ Kapalı Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>520,05</b>	<b>520,05</b>
Birim Maliyet	665,52	370,10
<b>4)Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti</b>	<b>2.515.168</b>	<b>1.398.714</b>

Sonuç olarak değerlendirme konusu gayrimenkulün, yukarıda detayları verildiği şekilde geliştirilmesi (projenin tamamlanması) durumunda toplam **yapı maliyeti 128.273.558,-TL** (değerleme tarihi itibariyle 71.334.422,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.

## ii. Gayrimenkulün Mevcut Yapı Değeri;

Rapor'un 5.1.2 Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri bölümünde detayları verildiği üzere, geliştirilmesi planlanan projenin 17 adet konut bloğundan oluşacağı, projenin inşaatına başlanmış ve mevcut inşaat tamamlanma yüzdesi **%96,22 olarak tespit edilmiştir**. Tamamlanma yüzdesi dikkate alınarak **mevcut yapı değeri, konut bloklarının toplam yapım maliyetinden ayrıştırılmak suretiyle hesaplanmıştır**.

MEVCUT YAPI DEĞERİ	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti	128.273.558	71.334.422
Tamamlama Oranı	96,22%	96,22%
Σ Mevcut İnşaat Maliyeti	123.424.817	68.637.981

Sonuç olarak, konu parsel üzerinde yer alan yapıların tamamlanma oranına göre **mevcut yapı maliyeti 123.424.817,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 68.637.981,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

## iii. Gayrimenkulün Gerekli Tamamlama Yatırımı Tutarı;

Yukarıda belirlenen birim yapı maliyetleri esas alınmak suretiyle, toplam yapım maliyeti hesaplanmış olup, Rapor'un 5.1.2'inci bölümünde tespit edilen tamamlanma yüzdesi dikkate alınarak hesaplanan mevcut yapı değeri düşülmek suretiyle "**gerekli tamamlama yatırımı tutarı**" belirlenmiştir.

	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti	128.273.558	71.334.422
Tamamlama Oranı	0,96	0,96
Σ Mevcut İnşaat Maliyeti	123.424.817	68.637.981
Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti	4.848.740	2.696.441

**Sonuç olarak;** projenin tamamlanması için gerekli yatırım tutarı **4.848.740,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 2.696.441,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

## 6.6.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri,

Değerleme konusu gayrimenkulün, Rapor'un 6.4.1'inci bölümünde Piyasa Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.4.2 Gayrimenkulün Mevcut Yapı Değeri bölümünde, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan **mevcut yapı değeri** ilave edilmek suretiyle toplam değeri hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	35.618.120
Tamamlanma Oranına Göre Yapı Maliyeti, TL	123.424.817,26
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL</b>	<b>159.042.937</b>
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, ABD \$</b>	<b>88.445.633</b>

**Sonuç olarak;** Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün fiili durumunu temsil eden tamamlanma oranına göre toplam değeri (parsel + mevcut yapı) **159.042.937,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 88.445.633,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

## 6.7. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu 519 ada, **17 parsel**, 1/1000 ölçekli Emek Revizyon Uygulama İmar Planı'na göre "**Konut Alanı**"nda kalmakta olup, üzerinde (Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan mimari projeye göre) Konut kullanım amaçlı proje geliştirilmekte olup, bu veriler ışığında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. İNA Analizi çerçevesinde esas alınan varsayımlar ve proje özeti aşağıda sunulmuştur.

**Proje özeti:** Konu parsel alanı toplam 35.618,12-m<sup>2</sup>'dir. Söz konusu parsel üzerinde, Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan verilere göre, konut kullanım amaçlı projenin geliştirilmesi durumunda, **projenin gerçekleştirilmesi için gerekli geliştirme maliyetleri düşülmüş net nakit**

**akımlarının bugünkü değerinin, gayrimenkulün arsa+ mevcut yapı değerini temsil edeceği** kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa + mevcut yapı değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir.

1. Parsel üzerinde geliştirilecek olan **projenin geliştirme maliyetleri hesaplanmış (tamamlanma yüzdeleri dikkate alınarak)**,
2. Ayrıştırma Yöntemi ile
  - o Yakın zamanda satışı gerçekleşmiş ya da gerçekleşecek olan emsal mülkler dikkate alınarak, projenin yıllara dayalı satış yüzdeleri ve bunlara bağlı olarak **satış hâsılatları**
3. Son olarak, gelir ve giderlerin varsayılan iskonto oranlarıyla günümüz değerlerine indirgenmek suretiyle gerçekleştirilen **İNA Analizi** ile bugünkü **net parsel + mevcut yapı** değerine ulaşılmıştır.

#### ➤ **519 ada, 17 numaralı parsel üzerinde geliştirilecek mimari projenin detayları;**

- Geliştirilecek Arsa Yüzölçümü; 35.618,12,-m<sup>2</sup>'dir.
- Mer'î İmar Planı'nda Emsal:1,80 olup, H<sub>max</sub>:40,50 olarak belirtilmiştir.
- Toplam 17 adet konut bloğundan oluşan 166.206,34m<sup>2</sup> inşaat alanlı Konut projesi gerçekleştirilmektedir.

#### 6.7.1. Varsayımlar

**i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI:** Rapor'un Proje özeti bölümünde belirtildiği üzere, konu parsel üzerinde **166.206,34m<sup>2</sup>** kapalı alanlı konut projesi gerçekleştirilmektedir.

Proje varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

#### **PARSEL ve PROJE BİLGİLERİ**

Ada/Parsel No	519 Ada - 17 Parsel
Geliştirilecek Parsel Yüzölçümü, m <sup>2</sup>	35.618,12
İnşaat Emsali	1,8
Hmax	40,50
<b>Olmaya Gereken Emsale Dahil İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>64.112,62</b>
<b>Mimari Projeye Göre Emsale Dahil İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>64.112,21</b>
<b>Mimari Proje Bilgileri</b>	
<b>Σ Konut İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>120.484,95</b>
Emsale Dahil Konut Alanı, m <sup>2</sup>	64.112,21
Emsale Dahil Olmayan Konut Alanı, m <sup>2</sup>	56.372,74
(*)Satılabilir Konut Alanı, m <sup>2</sup>	102.825,01
<b>Sosyal Tesis Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>520,05</b>
<b>(**)Otopark Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>45.201</b>
<b>Proje Bütününde Toplam İnşaat Alanı, m<sup>2</sup></b>	<b>166.206,34</b>

(\*)Kullanıma açık kat holü alanlarının da daire sayısı oranında paylaştırılarak, bağımsız bölüm brüt alanlarına eklenmesiyle ulaşılan alanı ifade etmektedir.

(\*\*)R Blok'un tamamını kapsamaktadır.

**ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:** Rapor'un 6.6.2'inci bölümünde hesaplanan gayrimenkulün toplam yapım maliyetinden, tamamlanma yüzdesi dikkate alınarak hesaplanan mevcut yapı değerinin ayrıştırılması suretiyle "**gerekli tamamlama yatırımı tutarı**" belirlenmiştir.

#### **Buna Göre;**

- Gayrimenkulün tamamlanması için yapılması gerekli harcama tutarı **4.848.740,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 2.696.441,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.
- **Proje tamamlanma süresinin 3 ay olacağı varsayılmıştır.**
- Proje maliyetlerinin ABD doları cinsinden her yıl **%3** oranında artacağı varsayılmıştır.

**III. PROJE GELİR VARSAYIMLARI:** 519 ada, 17 numaralı parsel üzerinde Konut projesinin geliştirilmesi halinde İNA Analizinin gelir kalemini oluşturacak veriler aşağıda ki şekilde elde edilmiştir. Konut fonksiyonlu mülkler için "**satış gelirleri**" esas alınmıştır.

**Proje Satış Geliri:** Konu parselin yakın çevresinde yapılan piyasa araştırmaları sonucu elde edilen bulgular aşağıda sunulmuştur.

Emsal Projeler					
Proje Adı	Lokasyon	Daire Tipi	Satış Bedeli	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, TL	m <sup>2</sup> Satış Bedeli, ABD\$
Doğuşpark	Esetepe	2+1 (110,-m <sup>2</sup> )	200.000,-TL 280.000,-TL	1.818,-TL 2.545,-TL	1.011,-ABD\$ 1.415,-ABD\$
		2+1 (150,-m <sup>2</sup> )	260.000,-TL 350.000,-TL	1.733,-TL 2.333,-TL	963,-ABD\$ 1.297,-ABD\$
		3+1 (202,-m <sup>2</sup> )	320.000,-TL 480.000,-TL	1.584,-TL 2.376,-TL	880,-ABD\$ 1.321,-ABD\$
Geçitpark	Bursa-Mudanya Yolu üzeri/ Geçit Mevkii	3+1 (173,25m <sup>2</sup> )	360.000,-TL 410.000,-TL	2.077,-TL 2.366,-TL	1.166,-ABD\$ 1.316,-ABD\$
		4+1 (200,05m <sup>2</sup> )	370.000,-TL 440.000,-TL	1.849,-TL 2.199,-TL	1.028,-ABD\$ 1.223,-ABD\$
Güzelbiryer	Bursa-Mudanya Yolu üzeri/Osmangazi	1+1 (80,-m <sup>2</sup> )	167.000,-TL	2.087,-TL	1.160,-ABD\$
		2+1 (120,-m <sup>2</sup> -140,-m <sup>2</sup> )	275.000,-TL 390.000,-TL	2.291,-TL 2.785,-TL	1.274,-ABD\$ 1.549,-ABD\$
		3+1 (185,-m <sup>2</sup> )	440.000,-TL 520.000,-TL	2.378,-TL 2.818,-TL	1.322,-ABD\$ 1.563,-ABD\$
		4+1 (237,-m <sup>2</sup> -335,-m <sup>2</sup> )	518.000,-TL 813.000,-TL	2.185,-TL 2.426,-TL	1.215,-ABD\$ 1.349,-ABD\$

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Söz konusu emsaller, değerlemeye konu Korupark Konut Projesi ile ulaşılabilirlik, sosyal imkanlar, inşaat kalitesi ve fiziksel özellikleri itibariyle benzerlik göstermektedir.
- Projeye emsal teşkil edebilecek prestijli ve tamamlanmış konut projelerinin satış bedellerinin buldukları bölgeye ve inşaat kalitelerine göre farklılık gösterdiği anlaşılmakta olup, daire tiplerine göre ortalama m<sup>2</sup> birim bedelleri yukarıdaki tabloda sunulmuştur.
  - 1+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin 2.087,-TL (**1.160,-ABD\$**)
  - 2+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin ortalama 2.250,-TL (**1.251,-ABD\$**)
  - 3+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin ortalama 2.300,-TL (**1.279,-ABD\$**),
  - 4+1 daire tipi konutların m<sup>2</sup> satış bedellerinin ortalama 2.160,-TL (**1.201,-ABD\$**)

olduğu tespit edilmiştir.

Ayrıca söz konusu projenin satışları başlamış olup, kalan daireleri için belirlenen satış bedelleri aşağıda sunulmuştur.

DAİRE TİPİ		KALAN DAİRE SAYISI	ORT. SATIş BEDELİ m <sup>2</sup> / TL	ORT. SATIş BEDELİ, m <sup>2</sup> / ABD \$
Rezidans Tipi Daireler	1+1 - 60 m <sup>2</sup>	18	3.650	2.030
	1+1 - 64 m <sup>2</sup>	22	3.546	1.972
	2+1 - 110 m <sup>2</sup>	30	2.848	1.584
Teras Tipi Daireler	1+1 - 82 m <sup>2</sup>	8	3.028	1.684
	2+1 - 113 m <sup>2</sup>	2	2.472	1.375
	2+1 - 133 m <sup>2</sup>	4	2.916	1.621
	3+1 - 151 m <sup>2</sup>	50	2.289	1.273
	3+1 - 155 m <sup>2</sup>	3	2.072	1.153
	3+1 - 158 m <sup>2</sup>	4	2.401	1.335
	3+1 - 163 m <sup>2</sup>	27	2.263	1.258
	3+1 - 173 m <sup>2</sup>	3	1.916	1.066
	3+1 - 187 m <sup>2</sup>	54	2.052	1.141
	3+1 - 197 m <sup>2</sup>	40	1.966	1.093
	3+1 - 200 m <sup>2</sup>	10	2.070	1.151
	4+1 - 198 m <sup>2</sup>	34	2.467	1.372
	4+1 - 205 m <sup>2</sup>	47	2.080	1.157
	4+1 - 206 m <sup>2</sup>	2	2.091	1.163
	4+1 - 207 m <sup>2</sup>	3	2.001	1.113
4+1 - 208 m <sup>2</sup>	4	1.990	1.107	
<b>TOPLAM</b>		<b>365</b>	<b>2.270</b>	<b>1.262</b>

Bu verilere göre söz konusu projenin avantajlı konumu, yapısal ve çevresel faktörleri, projenin bileşenleri (AVM + 1. ve 2.Etap Konutları) dikkate alındığında başlangıç ve tamamlanma yüzdeleri paralelinde yıllara göre değişmesi (artması) öngörülen m<sup>2</sup> satış değerleri aşağıda sunulmuştur.

PROJE SATIŞ GELİRİ VARSAYIMLARI, ABD \$				
İlk Yıl Proje m <sup>2</sup> Satış Değeri				1.100
İkinci Yıl Proje m <sup>2</sup> Satış Değeri				1.133
Yıl	Satılabilir Konut Alanı,m <sup>2</sup>	Satış Performansı,%	m <sup>2</sup> Satış Fiyatı, ABD \$	Yıllık Satış Hâsılatı, ABD \$
2013	102.825,01	0,80	1.100	90.486.009
2014		0,20	1.133	23.300.147

Rapor'un ilgili bölümlerinde bahsedildiği üzere, projede satış vaadi sözleşmesi ile daire satışları başlamış olup, kat irtifakına esas tapuların olmadığı, satış oranlarının 2013 yılında %80, 2014 yılında %20 seviyesinde olacağı ve satışların tamamlanacağı varsayılmıştır.

#### IV. FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- Iskonto 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 **%9,50** olarak alınmıştır.
- 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.

Iskonto Oranı	9.5
Risksiz Getiri Oranı(*)	4.5
Piyasa Risk Primi	2.5
Sektör Risk Primi	2.5

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

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

#### 6.7.2. İNA Analizi,

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

	2013	2014
<b>Σ Proje Geliştirme Maliyeti , ABD \$</b>	<b>-4.848.740</b>	-
İnşaat Maliyeti, ABD \$	4.848.740	-
<b>Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$</b>	<b>90.486.009</b>	<b>23.300.147</b>
<b>Proje Net Nakit Akımı, ABD \$</b>	<b>85.637.268</b>	<b>23.300.147</b>
Iskonto Oranı	0,095	0,095
Iskonto Faktörü	1,0950	1,199
1 / Iskonto Faktörü	0,91	0,83
<b>Nakit Akımlarının NBD, ABD \$</b>	<b>78.207.551</b>	<b>19.432.578</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$</b>		<b>97.640.129</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>		<b>1,05</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>		<b>91.879.849</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>		<b>183.727.176</b>

**Sonuç olarak; İNA Analizi çerçevesinde, parsel + mevcut tamamlanma yüzdesine göre gayrimenkulün toplam değeri 183.727.176,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 91.879.849,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.**

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

### 6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

Değerleme konusu parselin, mimari projesine bağlı olarak geliştirilmesi sebebiyle bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

### 6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

### 6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, gayrimenkul üzerinde herhangi bir takyidat yer almamaktadır.

## 7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

**Emsal (Piyasa) Karşılaştırma 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. 17 parsel numarasında kayıtlı gayrimenkulün özel durumu sebebiyle (~%96,22 tamamlanma seviyesinde olması) bölgede benzer nitelikli emsal tespit edilememiş olduğundan, mevcut durum (parsel + %96,22 yapı tamamlanma oranı) değerinin tespiti amacıyla **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** kullanılmamıştır.

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

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı yöntemi ile bulunan toplam 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 avan projesi doğrultusunda; Konut imarına uygun olarak Konut kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmiş olup,

- Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde satılık konut emsalleri araştırılarak projenin olası satış gelirleri hesaplanmıştır,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2013 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

Bu veriler kullanılarak İNA Analizi çerçevesinde gayrimenkulün mevcut değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO				
Kullanılan Yöntem	17 Numaralı Parsel ve Üzerinde Yer Alan Gayrimenkulün Mevcut Değeri		16 Parsel Numaralı Gayrimenkulün Değeri	
	TL	ABD \$	TL	ABD \$
Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	-	-	<b>38.710,00</b>	<b>21.527,08</b>
Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	<b>159.042.937</b>	<b>88.445.633</b>	-	-
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi</b>	183.727.176	102.172.826	-	-

#### Sonuç olarak;

##### ➤ 17 parsel numarasında kayıtlı gayrimenkul için;

- Farklı yöntemlerle bulunan değerlerin birbirleri ile yüksek oranda örtüşmese de tutarlı olduğu,
- Değerleme konusu mülkün, tapu devirleri yapılmamış olmakla beraber;

- Sözleşmeye dayalı olarak gerçekleştirilen satışların projenin ~%54'üne ulaşmış olduğu,
- Projenin halen geliştirilme aşamasında olduğundan, mevcut durumu (tamamlanma yüzdesi) örtüşen emsal bulunmadığı, bu sebeple ayrıştırma yöntemi esasları çerçevesinde parsel ve yapı değerinin ayrı ayrı hesaplandığı,
- İNA Analizine dayalı değerlendirme çalışmalarında, konu gayrimenkullerin henüz gelir yaratmadığı, satış öngörülerinin ise varsayımlara dayandığı, henüz tamamlanmamış projelere ilişkin değerlemelerde gelir yaklaşımı esasına dayalı yöntemlerin kullanılmasının hatalı sonuçlara yol açabileceği, bu sebeple İNA analizi ile belirlenen değerlerin gayrimenkul değeri olarak esas alınmasının uygun olmayacağı,
- Ayrıştırma yöntemiyle, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan **parsel değeri** ve tamamlanma yüzdesine göre hesaplanan **yapı değerinden** oluşan gayrimenkul değerinin gayrimenkulün mevcut durum değerini daha az sapmayla temsil edebileceği,

hususları dikkate alınarak,

- **Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda hesaplanan 159.042.937,-TL tutarındaki değer, gayrimenkulün rayiç (adil) piyasa değeri olarak alınmasının uygun olacağı,**

➤ **16 parsel numarasında kayıtlı gayrimenkul için;**

- Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ve **2013 yılı asgari beyan değeri** ile bulunan **38.710,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 21.527,-ABD \$) değer **gayrimenkulün rayiç (adil) değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatlerine varılmıştır.

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

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere;

- Değerleme konusu **17 parsel numaralı gayrimenkul** üzerinde, hali hazırda inşai çalışmalar devam etmekte olup, her bir blok için alınmış yapı ruhsatları mevcuttur.
- Değerleme konusu **16 numaralı parsel** üzerinde herhangi bir yapı bulunmamaktadır.

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

Raporun 5.2.1'inci Yasal Süreç Analizi ve 6.6.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analizler bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin

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

kanaatine varılmıştır.



## 8. SONUÇ

### 8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Emek Köyü, H21B25D4C pafta, 519 ada;

- 16 parsel numarasında kayıtlı, 154,84m<sup>2</sup> yüzölçümlü Trafo Yeri,
- 17 parsel numarasında kayıtlı, 35.618,12m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerlerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

- I. Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere değerlendirme konusu gayrimenkullerin **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II. **17 numaralı parsel ve üzerinde yer alan gayrimenkulün adil piyasa değerinin, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;**
  - **Parsel değerinin;**
    - **KDV hariç 35.618.120,00TL**
    - **KDV dahil 42.029.381,60TL**
  - **Mevcut yapı değerinin;**
    - **KDV hariç 123.424.817,26TL**
    - **KDV dahil 145.641.284,36TL**
  - **Parsel ve Yapı değeri toplamından oluşan mevcut durum değerinin;**
    - **KDV hariç 159.042.937,00TL**
    - **KDV dahil 187.670.665,66TL<sup>2</sup>**
- III. **16 numaralı parselin adil piyasa değerinin, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**
  - **KDV Hariç 38.710,00TL**
  - **KDV dahil 45.677,80TL**

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.

<sup>2</sup> KDV oranı, proje bağımsız bölümlerini oluşturan konutların metrajlarına bağlı olarak farklı oranlara tabi olup, bağımsız bölümler ve kat irtifakları henüz teşekkül ettirilmediğinden hesaplamada %18 olarak alınmıştır.