



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

“ALİ SAMİ YEN STADI ARSASI”

Gayrimenkul ve
Gayrimenkule Bağlı Hak Değerleme Raporu

11.03.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	5
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	9
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	10
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	11
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	13
4.1. Global Ekonomik Görünüm	13
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü	14
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü	15
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler	16
4.6. Sektörel Görünüm	16
4.6.1. Türkiye İnşaat Sektörü	16
4.6.2. İstanbul Ofis Piyasası	18
4.6.3. Türkiye Konut Sektörü	19
4.6.4. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	22
4.7. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	24
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	25
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	25
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı	25
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri	25
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri	27
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	27
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	27
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri	27
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	27
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	28
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkule İlişkin Sözleşmeler (Değerleme Konusu Gayrimenkule Bağlı Haklar):	29
5.3.1. 03.08.2012 Tarihli Devir Sözleşmesi	29
5.3.2. Arsa Satışı Karşılığında Gelir Paylaşımı Sözleşmesi	29
5.3.3. Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesine Ek Sözleşme	32
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	33
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	33
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	35
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	35
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	35
6.5. Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi	36
6.5.1. Ayırıştırma Yöntemi	36
6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	39
6.6. Gayrimenkule Bağlı Hak Değerlemesi	45
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	47
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	47
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi	47
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi	47
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	48
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	48
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	49
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	50
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmalarında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,	50
8. SONUÇ	51
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

13.12.2012 - TRGYO/2012

1.2. Değerleme Tarihi

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

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

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

11.03.2013 / SvP_12_TRGYO_12

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, 384 parsel numaralı, 33.615,15 m² yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin tespiti** ile gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak/proje** değerlendirme raporudur.

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

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, 384 parsel numaralı, 33.615,15 m² yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin tespiti** ile gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak/proje** değerlendirme raporudur.

Rapor'da;

- Gayrimenkul için belirlenen "**adil (rayiç) piyasa değeri**", **UDES 1 de tanımlanan Pazar Değeri ve TMS:16**, Paragraf 31 ve 32'de tanımlanan satış maliyetleri düşülmemiş "**gerçeğe uygun değer**"lerdir.
- Gayrimenkule bağlı hak/proje olarak tanımlanan varlık ise, değerlendirme konusu gayrimenkule ilişkin olarak **Malik T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım ortaklığı A.Ş. – Torun Yapı San. ve Tic. A.Ş. – Kapıcıoğlu İnş. San. ve Tic. A.Ş. (İş Ortaklığı)** arasında yapılan "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülükleridir.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

Müşteri tarafından Standart'a sunulan belgeler esas alınarak ilgili makamlar nezdinde **Rapor'un 5.2 bölümünde belirtilen tarih 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 değerleme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

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

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

- **Mülkün pazar değeri esaslı değerlemeleri**, işlemlerin gerçekleştiği pazarın, pazar dışı etkenlerce sınırlandırılmadığını varsayar.
 - Pazar değeri esaslı değerlemelerde, değerlemede kullanılan **Pazar Değeri** tanımı belirtilmeli ve değerlemeye dahil edilmelidir.
 - Pazar değeri esaslı değerlemeler, mülkün **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımını belirlemelidir; çünkü bu kullanım, mülkün değerinin belirlenmesindeki en önemli etkidir.
 - Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
 - Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre 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 piyasadaki satılıyormuş gibi düşünülmesini gerektirmektedir.**

Tanımlar

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

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

- **"...istekli bir satıcı arasında..."** ifadesindeki satıcı ise ne herhangi bir fiyata satmaya hazır olup satma konusunda çok istekli olan veya satmak zorunda olan ne de cari piyasada makul kabul edilmeyecek bir fiyattan satış yapmaya hazır olan bir satıcıdır. İstekli satıcı, normal bir pazarlama faaliyetinin ardından (açık) piyasada elde edilebilir en iyi fiyattan, fiyat ne olursa olsun, piyasa şartları çerçevesinde mülkünü satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır.**
 - **"... tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini **piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır.**
 - **"...uygun bir pazarlamanın ardından..."** mülkün *Pazar Değeri* tanımına uygun olarak makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyat seviyesinden elden çıkarılmasını sağlamak üzere **piyasaya en uygun şekilde sunulması** anlamına gelmektedir. Mülkün piyasaya sunulma süresi, piyasa koşullarına göre farklılık gösterebilir, ancak mülkün uygun sayıda potansiyel alıcının dikkatine sunulması için yeterli olması gerekir.
Piyasaya sunulma süresi, değerlendirme tarihinden önce gerçekleşir.
 - **"... 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 gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı, satışa konu olması beklenen gayrimenkullerin 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) Yaklaşımının uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

Buna karşılık eğer mevcut ise, otopark ve reklam panoları gibi ortak alanlardan elde edilen gelirler, yönetim planında gösterildiği üzere hesaplanır ve diğer nakit girişleri olarak bağımsız bölümlere 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 değerlendirilmesi yapılan mülkü en yüksek değerine ulaştırarak, en olası kullanımdır.

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: OECD

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

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

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

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

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

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI

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

4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

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

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

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

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

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

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARİ AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q4	6,40	48,6	39,6	11,4	1,55	6,50
2011 Q1	3,99	58,9	32,4	10,8	1,54	6,25
2011 Q2	6,24	71,6	21,3	9,2	1,62	6,25
2011 Q3	6,15	77,4	18,1	8,8	1,86	5,75
2011 Q4	10,45	77,0	17,4	9,8	1,90	5,75
2012 Q1	10,43	71,8	19,7	9,9	1,78	5,75
2012 Q2	8,87	63,2	17,4	8,0	1,81	5,75
2012 Q3	9,19	55,8	32,4	8,8	1,79	5,75
2012 Q4	6,16		15,5	13,3	1,78	5,75

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, HAZİNE 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. İstanbul Ofis Piyasası

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

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

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

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

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

KAYNAK: PROPIN INVESTMENT CONSULTANCY, İSTANBUL OFİS PAZARI

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

Türkiye Geneli Ofis (İşyeri) Binası Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzni		
DÖNEMLER	OFİS BİNASI ALINAN YAPI RUHSATI M ²	OFİS BİNASI ALINAN YAPI KULLANMA İZİN BELGESİ M ²
2010 Q4	2.237.091	780.328
2011 Q1	1.003.417 ^(G)	756.089 ^(G)
2011 Q2	1.024.386 ^(G)	991.262 ^(G)
2011 Q3	1.285.772 ^(G)	784.330 ^(G)
2011 Q4	1.633.705	836.032
2012 Q1	791.187	942.039
2012 Q2	2.080.451	1.010.790
2012 Q3	1.615.325	829.346

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, (G) Güncellenmiştir

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

4.6.3. Türkiye Konut Sektörü

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

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

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

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

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

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

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

2012 Q3	T	6.814	87.843
	TL	6.517	85.333
	YP	3	22
	T	6.521	85.355

KAYNAK: TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Kasım

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

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

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

2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde Türkiye genelinde konut 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.

4.6.4. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

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

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

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

4.7. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹

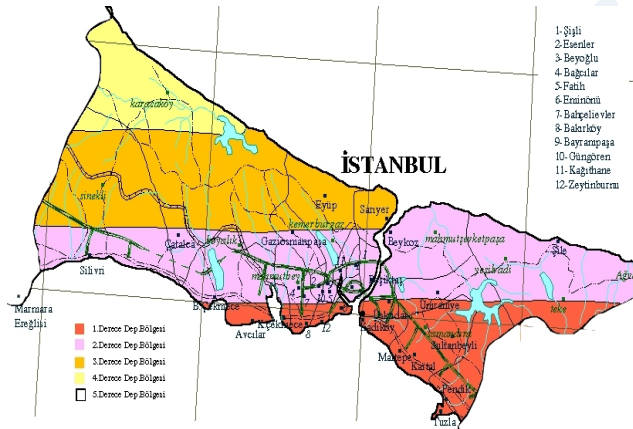
İSTANBUL; Değerleme konusu gayrimenkulün bulunduğu İstanbul İli; 41° kuzey, 29° doğu koordinatlarında, Marmara Bölgesinin kuzey kesiminde yer alır. İstanbul Boğazı boyunca ve Haliç'i çevreleyecek şekilde Türkiye'nin kuzeybatısında kurulmuştur. İstanbul, batıda Avrupa yakası ve doğuda Asya yakası olmak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

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

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

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

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



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

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

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

	Erkek	Kadın	Toplam
Şişli	156.054	162.163	318.217
İstanbul	6.956.908	6.897.832	13.854.740

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı

Değerleme konusu gayrimenkul, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, **384 parsel numaralı**, 33.615,15 m² yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkuldür.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

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

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

Gayrimenkulün Bazı Merkezlere Uzaklıkları:

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

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu **1199 ada, 384 parsel** üzerinde herhangi bir yapı yer almamaktadır. Ancak 384 numaralı parsel üzerinde geliştirilecek olan proje de, onaylı mimari projesine ve Yapı Ruhsatlarına

göre; A (Ofis, Mağaza, Otopark), B (Konut), C Konut), D (Ofis) ve E (Sosyal Tesis) Bloklarından oluşmaktadır.

- **A Blok;** ofis + AVM bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat olmak üzere toplam 6 kattan oluşmaktadır. A Blok içerisinde, 14 adet mağaza, 114 adet yatay ofis, otopark ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre A Blok toplam **132.047,41m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%0,71** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **B Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. B Blok içerisinde, 231 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre B Blok toplam **36.651,47m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%9,40** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **C Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. C Blok içerisinde, 177 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre C Blok toplam **32.230,16m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%4,45** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **D Blok;** ofis bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 37 normal kat olmak üzere toplam 43 kattan oluşmaktadır. D Blok içerisinde, 113 adet ofis ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre D Blok toplam **40.136,44m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%7,04** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- 384 Numaralı parsel üzerinde konumlandırılacak olan Konut+Ofis+AVM projesi Yapı Ruhsatlarına göre toplam **241.243,61m²** kapalı alanlı olacaktır. Projenin toplam mevcut tamamlanma oranı **~%3,7**'dir. (Tamamlanma Oranlarını gösteriri tablo Ek : 6 'da sunulmuştur.)

384 Numaralı parsel üzerinde konumlandırılacak olan Konut+Ofis+AVM projesi Yapı Ruhsatlarına göre toplam **241.243,61m²** kapalı alanlı olup, blok bazında kapalı alanları detayı aşağıda verilmiştir.

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

Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda projede satılabilir alanların **129.541,93m²** olduğu bilgisi edinilmiştir. Satılabilir alanların detayı aşağıda verilmiştir.

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

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri

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

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

26.02.2013 tarih ve saat: 11:34 itibari ile Şişli Tapu Sicil Müdürlüğü ve Şişli Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu gayrimenkulün tamamı, 27.08.2007 tarih ve 12455 yevmiye numarası ile **T.C. BAŞBAKANLIK TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)** adına trampa² yoluyla tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde herhangi bir alım satım işlemine konu olmamıştır.

5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri

İrtifak Hanesi: A: Bu parsel lehine ve aynı ada 230 parsel aleyhine haritasında sarı boya ile gösterilen kısımda 5 m yükseklikten sonra 105 x 2,80=294,00 +7 x 2,80 = 9,80 = 303,80 m² irtifak hakkı vardır. (Başlama Tarihi:30.09.1965, Bitiş Tarihi:30.09.1965, Süre:)

Şerhler Hanesi: Kamu Haczi: Şişli Belediye Başkanlığı Mali Hizmetler Müdürlüğü'nün 03.07.2012 tarih ve 2783 sayılı Haciz Yazısı sayılı yazıları ile Borç: 0,-TL (Alacaklı: 0) (03.07.2012/11379 Yev.)

Yapılan incelemelerde "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 25. maddesinde tanımlanan "Yatırım Faaliyetleri"nin (c) bendi ve 29. maddesi uyarınca Torunlar GYO A.Ş. lehine olan söz konusu sözleşmenin tapu kütüğüne şerh edilmediği görülmüştür.

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

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

- ✓ "TT" olarak tanımlanan bölge "Turizm + Ticaret Alanı"dır. Bu alanda otel, iş merkezi, rezidans, ofis, büro, alışveriş merkezi, sinema, tiyatro, eğlence merkezi, çok katlı mağaza, müze, kütüphane, sergi salonu, kültür tesisleri, lokanta, restoran, gazino, yönetim binaları, banka ve finans kurumları gibi ticari fonksiyonlar yer alabilir.
- ✓ Turizm + Ticaret alanlarında yapılanma koşulları;
 - E: 2,50,
 - TAKS: 0,40,
 - H: Serbest

² Trampa, bir malın başka bir malla değiştirilmesidir.

- İnşaat alanı ve TAKS, 1199 ada, 384 kadastral parselinin brüt alanı üzerinden hesaplanacaktır.
- ✓ "A" olarak tanımlanan bölge "Rekreasyon Alanı" olarak belirlenmiştir. Bu alanlarda
 - E= 0,05
 - İnşaat alanı 10.000,-m² üzerinden hesaplanacaktır.
 - Bu alanda çeşmeler, oyun alanları, otoparklar ve yeşil bitki örtüsü yer alabilir. Avan projesine göre büfe, lokanta, gazino, çayhane v.b. tek katlı geçici yapılar yapılabilir.
 - Bu alan ve alan üzerinde gerçekleştirilecek yapılar kamu ya da özel şahıslar tarafından kullanılabilir, kiralanabilir ve inşa edilebilir.
- ✓ "B" olarak tanımlanan bölge "Park Alanı" olup bu alanın altında kapalı otopark düzenlenebilir.
- ✓ Bodrum katlar emsale dahil değildir.
- ✓ Enerji ihtiyacı, yapılacak binalar içerisinde ayrılacak trafoardan karşılanacaktır.
- ✓ Metro istasyonuna zemin altından bağlantı yapılabilir.
- ✓ Avan proje onayından önce Ulaşım Daire Başkanlığı Ulaşım Planlama Müdürlüğü ve ilgilileri arasında (alansal kullanımlar, yaya, taşıt, toplu taşıma araçları bağlantısı ve giriş çıkışı, bina otopark işletme planı ile transfer merkezi kullanım protokolünün hazırlanması vb. gibi hususlar için) sağlanacak koordinasyon ile Ulaşım Daire Başkanlığı'nın uygun görüşü doğrultusunda uygulama yapılacaktır.
- ✓ Uygulama aşamasında Sivil Havacılık Genel Müdürlüğü ve 1. Hava Kuvvet Komutanlığı (Eskişehir), 15. Füze Üs Komutanlığı'ndan (Alemdağ/İstanbul) görüşleri alınacak ve bu görüşlere uyulacaktır.
- ✓ Uygulama aşamasında, tarihi eser bulunan 1199 ada, 230 parsel komşuluğu nedeniyle KTVK Bölge Kurulu görüşü alınacaktır.
- ✓ TOKİ'nin uygun görüşü doğrultusunda İstanbul Büyükşehir Belediyesi ve İlçe Belediyesi tarafından onaylanacak avan projeye göre uygulama yapılacaktır.
- ✓ 1199 ada, 384 parselden bu plana göre ifraz yapılabilir.
- ✓ Kamuya terki gereken kısımların kamuya terk işlemi yapılmadan uygulama yapılamaz.
- ✓ "Turizm + Ticaret Alanı ve "Rekreasyon Alanı"nda kot Büyükdere Caddesi'nden alınacaktır.

Yapı Ruhsatı:

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

Yapı ruhsatları mevcuttur.

Yapı Tatil Tutanağı: 04.06.2012 tarih ve 3373 sayılı Yapı Tatil Ruhsatı düzenlenmiştir. "Mahallinde yapılan tetkikte 11.04.2011 tarih ve 2011/1357-R/1340108 sayılı ile yıkım ruhsatı verilmiş yerde, İstanbul İmar Yönetmeliği'nin 7.01.4 ve 7.01.5 maddelerine aykırı olarak esas bina inşaat ruhsatı alınmadan parsel sınırlarında kısmen tahkimat ve iksa imalatı yapıldığı, kısmen de hafriyat yapıldığı tespit edilerek (Tahkimat-iksa yapılan alan:9.145,-m²); 3194 sayılı İmar Kanununun 32. Ve 42. Maddelerine istinaden işlem yapılmak üzere inşaat mühürlenerek tatil edilmiştir."

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

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

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

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu parsel üzerinde halihazırda herhangi bir yapı bulunmadığı için yapı denetimi yapılmamıştır.

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

5.3.1. 03.08.2012 Tarihli Devir Sözleşmesi

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

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

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

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

5.3.2. Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi³

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

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

Tanımlar:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Teklif verme tarihinden sonra, emsal artışı veya azalışı nedeniyle toplam satış gelirinde meydana gelebilecek olan artış veya azalış bedelleri; Sözleşmenin 4'üncü maddesinde yer alan İdare Payı Toplam Geliri ödeme planındaki emsal m2 artış veya azalışın kesinleştiği tarihten sonraki ilk taksit tarihinden itibaren, kalan taksitlerin ödeme tarih ve oranlarında yansıtılacaktır. (Emsal m2 ve/veya azalışın kesinleştiği tarihten önceki ödeme oranlarının geriye kalan taksitlere dağıtılarak) kalan taksitlerinde ödeme oranlarında yansıtılacaktır.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁴ 11.07.2012 tarihli Mutabakat Metni III ile değiştirilmiştir.

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

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

Madde 4: İşin Finansmanı ve Finansmanın Karşılanması:

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

.....

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

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

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlığa ilişkin değerlendirme çalışmalarında;

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

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.

Rapor'un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlar;

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

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

Bu çalışmada,

Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parsel üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parsellerin mer'î imar planı doğrultusunda 384 numaralı parsel üzerinde Rezidans + Ofis + AVM kullanım amaçlı proje geliştirilecek olup;

- Proje gelirin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde **satılık ofis ve dükkân/mağaza ile satılık konut emsalleri** araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
- Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmış, bu veriler kullanılarak gayrimenkulün mevcut değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

6.5. Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

6.5.1. Ayrıştırma Yöntemi

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

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

6.5.1.1 Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi

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

Açıklama	SATILIK ARSA EMSALLERİ			SATIŞ DEĞERİ		
	Yüzölçümü, m ²	TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal #1 1. Levent, Büyükdere Caddesi'ne cepheli, 7.000,-m ² yüzölçümlü E:2,50 ticari imarlı arsa satılıktır.	7.000	154.407.500	22.058	85.867.812	12.267	
Emsal #2 Büyükdere Caddesi üzerinde, Tat Towers yakını, Ticari imarlı, E:2, Hmax: Serbest olan arsa satılıktır.	2.655	62.937.000	23.705	35.000.000	13.183	

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

- Gayrimenkulün merkezi iş alanında konumlu olması ve bölgenin yoğun yapılaşma özelliği göstermiş olması sebebiyle satılık arsa arzının kısıtlı olduğu,
- Emsal 2'de konumlu gayrimenkulün uzun süredir satışta olduğu, geçen sene 40.000.000,- ABD\$ bedelle satışa sunulmuşken bu sene yüksek bedelden satılmaması nedeni ile satış bedelinin düşürüldüğü,
- Söz konusu bedelin deklare satış bedeli olduğu, pazarlık payının olabileceği,
- Büyükdere Caddesi aksı boyunca ortalama m² birim bedellerinin 2004 yılında 1.000,-ABD\$ civarında iken, 2011 yılında 12.000,-ABD \$ civarında bedellere çıktığı,
- Bölgedeki ivmeyi artıran yatırımlar ile gerçekleşme yılları ve bedellerinin detayları incelendiğinde;
 - 2007 yılında, Büyükdere Caddesi'ne sahip, 46.241,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı İETT arsası 705.000.000,-ABD \$ bedelle,
 - 2007 yılında 96.505,-m² yüzölçümlü, Emsal: 2.90, Ticari imarlı Karayolları arsası 800.000.000,-ABD \$ bedelle Zorlu Holding'e,
 - 2008 yılında, eski Tekel Likör Fabrikasının konumlu olduğu, 23.711,-m² yüzölçümlü, Emsal:2.50, ticari imarlı arsa 269.440.000,-ABD \$ bedelle Kiler GYO'ya,
 - 2009 yılında, Albayrak Holding'e ait 2.400,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, Ticari imarlı arsa 25.000.000,-ABD \$ bedelle Çalık Holding'e,
 - 2011 yılında, ~7.000,-m² yüzölçümlü, Emsal:3, ticari imarlı, Yıldız Teknik Üniversitesi'ne ait arsa, Nurol Holding'e 111.000.000,-TL bedelle, satıldığı tespitleri yapılmıştır.

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

Emsal	Emsal Değer, ABD \$/m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		2,50 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
	TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
Emsal 1	22.058	12.267	2,5	8.823	4.907	22.058	12.267
Emsal 2	23.705	13.183	2,0	11.853	6.591	29.631	16.478
İETT	-	15.246	3,0	-	5.082	-	12.705
Karayolları	-	8.290	2,9	-	2.859	-	7.146
Likör Fb	-	11.364	2,5	-	4.545	-	11.364
Çalık	-	10.417	3,0	-	3.472	-	8.681
Nurol	15.857	-	3,0	5.286	-	17.337	11.558
Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL						23.009	11.457

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

Emsal mülklerin m² birim bedellerinin yapılaşma hakları doğrultusunda düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama **11.457,-ABD \$/m²** yapılaşma hakkı parsel değerinin;

- Güncel piyasa koşulları,
- Gayrimenkulün konumu,
- Büyük yüzölçümü nedeni ile kısıtlı kişinin satın alabilmesi ihtimali,
- Rekreasyon alanında kalan bölümü nedeni ile E 5'den uzaklaşması

gibi kriterler ışığında, tutucu bir yaklaşımla m² emsal bedelinin **8.000,-ABD \$** olarak uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

EMSAL KARŞILAŞTIRMA (PİYASA) YAKLAŞIMI	
Parsel Yüzölçümü, m²	33.615,15
m² Satış Değeri, ABD \$	8.000
Arsa Değeri, ABD \$	268.921.200
Arsa Değeri, TL	483.574.102

Sonuç olarak; **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde**, değerlendirme konusu **384 numaralı parselin adil piyasa** değerinin **483.574.102,-TL** olabileceği kanaatine varılmıştır.

6.5.1.2 Maliyet Yaklaşımı ile Mevcut Yapı Maliyetinin Belirlenmesi

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

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **Rezidans + Ofis + AVM projesi yapı maliyeti**, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2012 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 5. Sınıf B grubu maliyet bedeli olan **1.240,-TL**, TÜİK tarafından açıklanan, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçiliklerindeki artış (%2,3) oranında eskale edilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.
- **Otopark-Ortak Alan yapı maliyeti ise** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2012 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 4. Sınıf C grubu maliyet bedeli olan **800,-TL** TÜİK tarafından açıklanan, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçiliklerindeki artış (%2,3) oranında eskale edilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.
- **Çevre Düzenlemesi maliyeti**, Yapı Maliyetinin **%5'i** oranında varsayılmış ve hesaplamalara dâhil edilmiştir.

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

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

PROJE MALİYET VARSAYIMLARI	TL	ABD \$
Σ İnşaat Maliyeti, TL	265.975.128	147.911.872
A ve E Blok (Ofis +AVM) Kapalı Alanı, m²	32.184,40	32.184,40
Birim Maliyet	1.268,52	705,44
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,06	21,16
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,20	21,80
Diğer Maliyetler	40,37	22,45
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.386,15	770,85
A ve E Blok (Ofis + AVM) Yapım Maliyeti, TL	44.612.279	24.809.409
A ve E Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m²	100.041,14	100.041,14
Birim Maliyet	818,4	455,12
A ve E Blok Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL	81.873.669	45.530.903
Tamamlanma Oranı, %	0,0071	0,0071
Tamamlanma Maliyeti, TL	898.050	499.416
B Blok (Konut) Kapalı Alanı, m²	23.235,36	23.235,36
Birim Maliyet	1.268,52	705,44
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,06	21,16
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,20	21,80
Diğer Maliyetler	40,37	22,45
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.386,15	770,85
B Blok (Konut) Yapım Maliyeti, TL	32.207.603	17.911.024
B Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m²	13.416,11	13.416,11
Birim Maliyet	818,4	455,12
B Blok (Konut) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL	10.979.744	6.105.964
Tamamlanma Oranı, %	0,094	0,071
Tamamlanma Maliyeti, TL	4.059.611	1.705.206
C Blok (Konut) Kapalı Alanı, m²	18.866,09	18.866,09
Birim Maliyet	1.268,52	705,44
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,06	21,16
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,20	21,80
Diğer Maliyetler	40,37	22,45
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.386,15	770,85
C Blok (Konut) Yapım Maliyeti, TL	26.151.156	14.542.963
C Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m²	13.364,07	13.364,07
Birim Maliyet	818,4	455,12
C Blok (Konut) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL	10.937.155	6.082.279
Tamamlanma Oranı, %	0,0445	0,0445
Tamamlanma Maliyeti, TL	1.650.430	917.823
D Blok (Ofis) Kapalı Alanı, m²	22.314,36	22.314,36
Birim Maliyet	1.268,52	705,44
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,06	21,16
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,20	21,80
Diğer Maliyetler	40,37	22,45
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.386,15	770,85
D Blok (Ofis) Yapım Maliyeti, TL	30.930.962	17.201.069
D Blok Ortak Alan - Otopark Kapalı Alanı, m²	17.822,08	17.822,08
Birim Maliyet	818,4	455,12
D Blok (Ofis) Ortak Alan - Otopark Yapım Maliyeti, TL	14.585.590	8.111.217
Tamamlanma Oranı, %	0,0704	0,0704

Tamamlanma Maliyeti, TL	3.204.365	1.781.985
(*) Çevre Düzeni Maliyeti, TL	13.696.970	7.014.741

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

384 parsel üzerinde konumlanması planlanan projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **265.975.128,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **147.911.872,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Parsel üzerinde inşa çalışmalarına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibariyle tamamlanma oranı doğrultusunda gerçekleştirilmiş inşaat maliyeti **9.812.456,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **5.456.821,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.1.3 Gayrimenkulün Toplam Değeri

Değerleme konusu gayrimenkulün, Rapor'un 6.5.1.1'inci bölümünde Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Rapor'un 6.5.1.2'nci bölümünde **yapının ~%3,7'lik tamamlanma oranı doğrultusunda hesaplanan bugünkü yapı değeri** ilave edilmek suretiyle toplam değeri hesaplanmıştır.

GAYRİMENKULÜN TAMAMLANMA ORANINA GÖRE TOPLAM DEĞERİ	
Arsa Değeri, TL	483.574.102
Tamamlanma Oranına Göre Yapı Maliyeti, TL	9.812.456
Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL	493.386.558

Sonuç olarak; Ayırıştırma Yöntemi çerçevesinde, gayrimenkulün fiili durumunu temsil eden tamamlanma oranına⁵ göre toplam değeri (parsel + mevcut inşaat) **493.386.558,-TL** (değerleme tarihi itibariyle 274.378.021,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu gayrimenkul üzerinde, Mer'î İmar Planının tanımladığı yapılaşma haklarına göre; **384 numaralı parsel** üzerinde Rezidans + Ofis + AVM projesi ile geliştirilmesi durumunda, **projenin gelecekte yaratacağı net nakit akımlarının bugünkü değerinin gayrimenkulün arsa + mevcut yapı değerini temsil edeceği** kabulüyle projeksiyon yapılmıştır. Arsa 4 mevcut yapı değerinin belirlenmesinde izlenen adımlar şu şekilde özetlenebilir:

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

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

Proje özeti:

- Konu parsel toplam 33.615,15m² yüzölçümlüdür.
- 1/1000 ölçekli **384 Parsele** İlişkin Uygulama İmar Planı Tadilatı'na göre kısmen "Turizm + Ticaret (TT)", kısmen "Rekreasyon Alanı (A)" ve kısmen "Park Alanı (B)" kalan parselin yapılaşma hakkı Emsal:2,5 şeklindedir.
- 384 numaralı parsel üzerinde geliştirileceği varsayılan projenin onaylı mimari projesine ve Yapı Ruhsatlarına göre; A (Ofis, Mağaza, Otopark), B (Konut), C Konut), D (Ofis) ve E (Sosyal Tesis) Bloklarından oluşacağı öngörülmektedir.

⁵ Değerleme tarihi itibariyle yaklaşık %3,7'lik orandır.

- **A Blok;** ofis + AVM bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat olmak üzere toplam 6 kattan oluşmaktadır. A Blok içerisinde, 14 adet mağaza, 114 adet yatay ofis, otopark ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre A Blok toplam **132.047,41m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%0,71** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **B Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. B Blok içerisinde, 231 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre B Blok toplam **36.651,47m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%9,40** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **C Blok;** konut bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 43 normal kat olmak üzere toplam 48 kattan oluşmaktadır. C Blok içerisinde, 177 adet konut ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre C Blok toplam **32.230,16m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%4,45** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- **D Blok;** ofis bloğu olup, 5 bodrum kat + zemin kat + 37 normal kat olmak üzere toplam 43 kattan oluşmaktadır. D Blok içerisinde, 113 adet ofis ve ortak alanlar yer almaktadır. Yapı Ruhsatına göre D Blok toplam **40.136,44m²** brüt kapalı alanlıdır. Yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda **%7,04** oranında tamamlanmaya sahip olduğu tespit edilmiştir.
- 384 Numaralı parsel üzerinde konumlandırılacak olan Konut+Ofis+AVM projesi Yapı Ruhsatlarına göre toplam **241.243,61m²** kapalı alanlı olacaktır. Projenin toplam mevcut tamamlanma oranı **~%3,7**'dir.

1) TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI: Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulduğu üzere Onaylı Mimari Projesine ve Yapı Ruhsatlarına göre, konu parsel üzerinde **241.243.61,-m²** kapalı alanlı Rezidans + Ofis + AVM birimlerinden oluşan proje geliştirilmeye başlanmıştır.

Parsel üzerinde geliştirilecek olan projenin Yapı Ruhsatlarına göre, kapalı alan dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

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

(*) Maliyet hesaplamalarında A Bloğa eklenmiştir.

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

Detayları Rapor'un 6.5.1.2'nci bölümünde verildiği üzere, 384 parsel üzerinde konumlanması planlanan projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti **265.975.128,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **147.911.872,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Parsel üzerinde inşa çalışmalarına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibariyle tamamlanma oranı doğrultusunda gerçekleştirilmiş inşaat maliyeti **9.812.456,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **5.456.821,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır. Toplam geliştirme maliyetinden, tamamlanma oranı doğrultusunda yapılmış olan harcamalar çıkarılarak **Gerekli Tamamlama Yatırımı Maliyeti** hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	TL	ABD \$
Σ Geliştirme Maliyeti	265.975.128	147.911.872
Σ Değerleme Tarihi İtibariyle Yapılan Harcama (%3,7 Tamamlanma)	9.812.456	5.456.821
Σ Gerekli Tamamlama Maliyeti	256.162.672	142.455.051

- Proje Geliştirme süresinin 2 yıl 6 ay olacağı varsayılmıştır. **Mevcut tamamlanma oranı %3,7'dir.** Kalan kısım tamamlanma oranının 2013 yılı için %40, 2014 yılı için %40, 2015 yılı için ise %20 olacağı öngörülmüştür.
- İzleyen yıllarda inşaat maliyetleri %3 oranında artırılmıştır. Bu varsayımlar doğrultusunda yapılan tablo aşağıda sunulmuştur.

	2013	2014	2015
Proje Maliyeti, ABD \$	142.455.051	146.728.702	151.130.563
(*)Tamamlanma oranı, %	0,40	0,40	0,20
Tamamlanma Oranına Göre Gerekli İnşaat Maliyeti, ABD \$	56.982.020	58.691.481	30.226.113

(*) Tamamlanma Maliyeti, gerekli tamamlanma maliyeti üzerinden hesaplanmış olup, tamamlanma oranları kalan %96,3 üzerinden belirlenmiştir.

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

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

tespit edilmiştir.

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

SATILIK REZİDANS EMSALLERİ							
Açıklama			Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ			
				TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²
TRUMP TOWERS	Emsal 1	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 1+1, 119,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	119	1.185.145	9.959	650.000	5.462
	Emsal 2	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 1+1, 124,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	124	1.777.718	14.336	975.000	7.863
	Emsal 3	Şişli, Trump Towers'da 17. katta konumlu, 1+1, 135,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	135	2.250.000	16.667	1.234.026	9.141
	Emsal 4	Şişli, Trump Towers'da konumlu, 2+1, 190,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	190	2.461.455	12.955	1.350.000	7.105
ASTORIA	Emsal 6	Astoria'da, 1+1, 111,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	111	1.166.912	10.513	640.000	5.766
	Emsal 7	Astoria'da, 2+1, 193,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	193	2.734.950	14.171	1.500.000	7.772
	Emsal 8	Astoria'da, 2+1, 120,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	120	1.312.776	10.940	720.000	6.000
	Emsal 9	Astoria'da, 3+1, 330,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	330	5.105.240	15.470	2.800.000	8.485
	Emsal 10	Astoria'da, 21. katta konumlu, 4+1, 320,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	320	3.828.930	11.965	2.100.000	6.563
SELENIUM TWINS	Emsal 11	Selenium Twins'de, boğaz manzaralı, üst katlarda konumlu, Stüdyo daire, 85,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	85	966.349	11.369	530.000	6.235
	Emsal 12	Selenium Twins'de, Nişantaşı'na bakan, boğaz manzaralı, üst katlarda konumlu, 1+1, 95,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	95	966.349	10.172	530.000	5.579
	Emsal 13	Selenium Twins'de, boğaz manzaralı, 8. Katta konumlu, 4+1, 235,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	235	2.370.290	10.086	1.300.000	5.532
	Emsal 14	Selenium Twins'de, boğaz manzaralı, 12. katta konumlu, 4+1, 235,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	235	2.734.950	11.638	1.500.000	6.383
	Emsal 15	Selenium Twins'de, boğaz manzaralı, üst katlarda konumlu, 4+1, 330,-m ²	330	4.011.260	12.155	2.200.000	6.667

		kapalı alanlı daire satılıktır.					
SELENIUM PANAROMA	Emsal 16	Selenium Panorama'da,15. katta konumlu, 1+1, 82,-m2 kapalı alanlı daire satılıktır.	82	711.087	8.672	390.000	4.756
	Emsal 17	Selenium Panorama'da,11. katta konumlu, boğaz manzaralı, 1+1, 150,-m2 kapalı alanlı daire satılıktır.	150	1.549.805	10.332	850.000	5.667
	Emsal 18	Selenium Panorama'da, 16. katta konumlu, boğaz manzaralı, 2+1, 158,-m2 kapalı alanlı daire satılıktır.	158	1.732.135	10.963	950.000	6.013
	Emsal 19	Selenium Panorama'da, üst katlarda konumlu, şehir ve boğaz manzaralı, 3+2, 500,-m2 kapalı alanlı penthouse daire satılıktır.	500	6.381.550	12.763	3.500.000	7.000

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- ✓ Değerleme konusu 384 numaralı parselin konumlanmış olduğu Şişli bölgesinde yer alan Rezidansların kapalı alan, konumlandığı kat, manzara ve yapısal özellikleri doğrultusunda
 - Trump Towers'da yer alan dairelerin m² emsal satış bedellerinin 5.500,-ABD\$ ile 9.250,-ABD\$ aralığında,
 - Astoria'da yer alan dairelerin m² emsal satış bedellerinin 5.750,-ABD\$ ile 8.500,-ABD\$ aralığında,
 - Selenium Twins'de yer alan dairelerin m² emsal satış bedellerinin 5.500,-ABD\$ ile 6.700,-ABD\$ aralığında,
 - Selenium Panorama'da yer alan dairelerin m² emsal satış bedellerinin 4.750,-ABD\$ ile 7.000,-ABD\$ aralığında,

Olduğu,

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

Tespitleri yapılmıştır.

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

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

Gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, Rezidans (Konut) m² emsal satış bedelinin **3.000,- ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan dairelerin satışlarına, Proje inşa aşamasında iken 2014 yılında başlanacağı ve 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan dairelerin m² satış bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017
(*)Konut Satılabilir Alan, m²	59.499				
m ² Satış Bedeli, ABD\$	3.000	3.090	3.183	3.278	3.377
Konut Satış Geliri, ABD\$	178.497.090	183.852.003	189.367.563	195.048.590	200.900.047
Satış Oranı, %	0%	20%	40%	30%	10%
Yıllık Satış Geliri, ABD\$	0	36.770.401	75.747.025	58.514.577	20.090.005

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

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

SATILIK OFİS EMSALLERİ							
Açıklama			Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ			
				TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²
Zincirlikuyu-Gayrettepe	Emsal #1	Maya Akar Plazada, brüt 935,-m ² kapalı alanlı tam ofis katı satılıktır. 6 araçlık otopark kullanım hakkı.	935	8.204.850	8.775,24	4.500.000	4.812,8
	Emsal #2	Maya Akar Plazada, 330,-m ² kapalı alanlı ofis satılıktır.	330	4.558.250	13.812,88	2.500.000	7.575,8
	Emsal #3	Astoria'da, 6. katta konumlu, 640,-m ² kapalı alanlı, tam ofis katı satılıktır.	640	10.939.800	17.093,44	6.000.000	9.375,0
	Emsal #4	Astoria'da, üst katlarda konumlu, 320,-m ² kapalı alanlı ofis satılıktır.	320	5.105.240	15.953,88	2.800.000	8.750,0
Levent	Emsal #5	Metrocity'de, 720,-m ² kapalı alanlı ofis katı satılıktır.	720	10.028.150	13.927,99	5.500.000	7.638,9
	Emsal #6	Metrocity'de, 720,-m ² kapalı alanlı ofis katı satılıktır.	720	9.696.852	13.467,85	5.318.298	7.386,5
	Emsal #7	Apa Giz Plaza'da, üst katlarda konumlu, 285,-m ² kapalı alanlı, 3 araçlık otoparkı olan ofis satılıktır.	285	5.105.240	17.913,12	2.800.000	9.824,6
	Emsal #8	Apa Giz Plaza'da, üst katlarda konumlu, 570,-m ² kapalı alanlı ofis satılıktır.	570	10.315.800	18.097,89	5.657.763	9.925,9
Maslak	Emsal #9	Maslak, Beybi Giz Plaza'da, üst katlarda konumlu, 500,-m ² kapalı alanlı ofis satılıktır.	500	5.014.075	10.028,15	2.750.000	5.500,0
	Emsal #10	Maslak, Veko Giz Plaza'da, 14. katta konumlu, 225,-m ² kapalı alanlı ofis satılıktır.	225	2.370.290	10.534,62	1.300.000	5.777,8

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Astoria'da konumlu ofislerin yüksek bedellerden satışı sunulduğu, dairelerin ise genellikle ofis amaçlı kullanıldığı ve bu nedenle yüksek bedellerden satışı sunulduğu,
- Büyükdere Caddesi'nin uzadığı bölgelerde ofis m² satış bedelleri farklılık göstermekte olup,
 - Şişli – Mecidiyeköy bölgesinde A sınıfı ofis m² satış bedeli 5.000,-ABD\$ ile 8.000,-ABD \$ aralığında,
 - Zincirlikuyu – Gayrettepe bölgesinde A sınıfı ofis m² satış bedeli 5.000,-ABD\$ ile 10.000,-ABD \$
 - Levent Bölgesinde A sınıfı ofis m² satış bedeli 7.500,-ABD\$ ile 15.000,-ABD \$
 - 4. Levent Bölgesinde A sınıfı ofis m² satış bedeli 6.500,-ABD\$ ile 10.000,-ABD \$
 - Maslak Plazalar Bölgesinde ise A sınıfı ofis m² satış bedeli 5.500,-ABD\$ ile 10.000,-ABD \$
- Büyükdere Caddesi üzerinde konumlu B sınıfı Plazalar ve daha niteliksiz binalarda konumlu ofis m² satış bedellerinin 4.000,-ABD\$ ile 6.000,-ABD\$ aralığında olduğu,
- Aynı şekilde MİA Bölgesinde yer alan ofislerin kira bedellerinin de 30,-ABD\$ ile 45,-ABD\$ aralığında olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konu 384 numaralı parsel üzerinde geliştirilecek olan ofislerin,

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

Gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, ofis m² emsal satış bedelinin **5.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan ofislerin satışlarına, Proje inşa aşamasında iken 2015 yılında başlanacağı ve 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan ofislerin m² satış bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017
(*)Ofis Satılabilir Alan, m²	59.771				
m ² Satış Bedeli, ABD\$	5.000	5.150	5.305	5.464	5.628
Ofis Satış Geliri, ABD\$	298.854.550	307.820.187	317.054.792	326.566.436	336.363.429
Satış Oranı, %	0%	0%	20%	60%	20%
Yıllık Satış Geliri, ABD\$	0	0	63.410.958	195.939.862	67.272.686

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

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

SATILIK DÜKKAN/MAĞAZA EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	\$	\$/m ²
Emsal #1	Gayrettepe'de Büyükdere Caddesi üzerinde, 24 yıllık binanın zemin katında konumlu, 240,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	240	5.014.075	20.891,98	2.750.000	11.458,3
Emsal #2	Mecidiyeköy, Merkez, Selahattin Pınar Caddesi üzerinde, 30 yıllık binanın zemin katında konumlu, 140,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	140	1.458.640	10.418,86	800.000	5.714,3
Emsal #3	Mecidiyeköy, Merkez, Selahattin Pınar Caddesi üzerinde, 35 yıllık binada konumlu, Bodrum+Zemin+Asma kattan oluşan, 300,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	300	3.008.445	10.028,15	1.650.000	5.500,0
Emsal #4	Mecidiyeköy, Merkez, Selahattin Pınar Caddesi üzerinde, 200,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	200	3.438.600	17.193,00	1.885.921	9.429,6
Emsal #5	Mecidiyeköy'de, Cevahir AVM yakını, 30 yıllık binanın zemin katında konumlu, 700,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	700	10.028.150	14.325,93	5.500.000	7.857,1

Bölgede yapılan tespitler ve yukarıdaki emsaller ışığında;

- Bölgede yer alan AVM'ler içerisinde satılık mağaza/dükkan bulunmadığı,
- 384 Numaralı parselin yakın çevresinde yer alan mağaza/dükkanların m² satış bedellerinin konumlandıkları cadde ve kapalı alanlarına göre m² satış bedellerinin 5.500,-ABD\$ ile 11.500,-ABD\$ aralığında olduğu,
- Emsal 1'de konumlu gayrimenkulün Gayrettepe, Büyükdere Caddesine konumlu olması nedeni ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,
- AVM'lerde mağaza/dükkan satış bedellerinin daha yüksek olacağı

tespitleri yapılmıştır.

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

- Konumlanacakları kat
- Kapalı alanları,
- Yapısal özellikleri,
- Projenin 2016 yılında tamamlanarak faaliyete geçeceği,
- Projenin AVM konsepti ile geliştirilmediği,
- Projede konumlandırılacak dükkan/mağazaların bodrum katlarda dahi konumlanırsa güneş ışığından faydalanacak şekilde tasarlandığı,

Gibi unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, dükkan/mağaza m² emsal satış bedelinin **7.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Projede yer alan dükkan/mağazaların satışlarına, Proje inşaa aşamasında iken 2015 yılında başlanacağı ve 2017 yılında satışların tamamlanacağı varsayılmıştır. Projede yer alan dükkan/mağazaların m² satış bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017
Mağaza/Dükkan Satılabilir Alan, m²	10.272				
m ² Satış Bedeli, ABD\$	7.000	7.210	7.426	7.649	7.879

Mağaza/Dükkan Satış Geliri, ABD\$	71.903.930	74.061.048	76.282.879	78.571.366	80.928.507
Satış Oranı, %	0%	0%	20%	60%	20%
Yıllık Satış Geliri, ABD\$	0	0	15.256.576	47.142.819	16.185.701

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

4) FİNANSAL VARSAYIMLAR:

a. İskonto Oranı; Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı **%10,75** olarak alınmıştır.

İskonto Oranı	10,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	4,50%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	2,50%
Proje Riski	1,25%

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

b. Büyüme Oranı; Gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, büyüme oranı olarak **%3** esas alınmıştır.

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

İNA Analizi

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

	2013	2014	2015	2016	2017
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	-56.982.020	-58.691.481	-30.226.113		
İnşaat Maliyeti, ABD \$	-56.982.020	-58.691.481	-30.226.113		
Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$		36.770.401	154.414.559	301.597.258	103.548.392
AVM Satış Geliri, ABD \$			15.256.576	47.142.819	16.185.701
Konut Satış Geliri, ABD \$		36.770.401	75.747.025	58.514.577	20.090.005
Ofis Satış Geliri, ABD \$			63.410.958	195.939.862	67.272.686
Proje Net Nakit Akımı, ABD \$	-56.982.020	-21.921.080	124.188.447	301.597.258	103.548.392
İskonto Oranı	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075
İskonto Faktörü	1,1075	1,227	1,358	1,504	1,666
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60
Nakit Akımlarının NBD, ABD \$	-56.982.020	-17.872.055	91.421.847	200.471.412	62.147.646
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$ (Parsel Değeri)					279.186.830
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,052
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$ (Parsel Değeri)					293.810.150
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL (Parsel Değeri)					528.329.411

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucunda, 1199 ada, 384 numaralı parselin Rezidans + Ofis + AVM kullanım amaçlı olarak geliştirilmesi halinde yaratılacak nakit akımlarının net bugünkü değeri **528.329.411,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 293.810.150,-ABD\$)** olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gayrimenkule Bağlı Hak Değerlemesi

Rapor'un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlardan, TOKİ mülkiyetinde olan **gayrimenkule ilişkin değer Rapor'un 6.4 Bölümünde verilmiş olup, bu bölümde gayrimenkule bağlı hak değeri**

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemi kullanılmak suretiyle; "TOKİ ve İş Ortaklığı arasında yapılan **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)"** ve bu sözleşmeye bağlı **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"**nden kaynaklanan Torunlar GYO'nun hak ve yükümlülüklerinin değeri üzerinden hesaplanmıştır.

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

- "Gayrimenkul Değerlemesi amacıyla gerçekleştirilen İNA analizine, diğer tüm varsayım ve öngörüler aynı kalmak suretiyle, tarafımıza sunulan **"Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"** uyarınca TOKİ'ye ödenecek **"Satış Karşılığı Gelir Payları"** da düşülmek suretiyle **"Proje Değeri"** tutarı belirlenmiş
- Ardından, Müşteri Şirket Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan **"Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi"** uyarınca proje paylaşım oranı dikkate alınmak suretiyle, **Torunlar GYO A.Ş. için proje değeri** hesaplanmıştır.

Raporun 5.3.1. bölümünde belirtildiği üzere Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı İş Sözleşmesi'ne göre;

- ✓ Arsa Satışı Karşılığı Satış Toplam Geliri (ASKSTG) olarak öngördüğü **1.025.555.000,-TL** (BirmilyaryirmibeşmilyonbeşyüzellibeşbinTürkLirası) üzerinden, Arsa Satışı Karşılığı Şirket Payı Gelir Oranı (ASKŞPGO) olarak **% 46,32** (YüzdeKırkaltıvirgülotuziki) oranı karşılığı, (Arsa Satışı Karşılığı) Asgari Şirket Payı Toplam Geliri (ASKŞPTG) olarak **475.000.000,00 TL** (DörtYüzYetmişBeşMilyonTürkLirası) ve
- ✓ Arsa Satış Karşılığı Satış Gelirinin artması durumunda **"Artan Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri (AKSTG) üzerinden %45,1** oranı (Artan AKİPGO % Kırkbeşondabir) karşılığı tutarı da, teklif edilen Arsa Karşılığı İdare Payı Gelirine (AKİPG) ilave edilerek

TOKİ'ye verileceği görülmüştür.

Aşağıda yer alan Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi'nde değerlendirme konusu parsel üzerinde geliştirilmesi öngörülen projenin gelirinden, proje geliştirmeye maliyetleri ve İdare'nin proje üzerinden alacağı "Arsa Satışı Karşılığı Şirket Payı Gelir Oranı (ASKŞPGO) olarak % 46,32" ve "Artan Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri (AKSTG) üzerinden %45,1" düşülerek projenin net nakit akımları tespit edilmiş ve bunlar iskonto edilerek İş Ortaklığı hissesine düşen Proje değeri tespit edilmiştir.

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

	2013	2014	2.015	2016	2017
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	-56.982.020	-58.691.481	-30.226.113		
İnşaat Maliyeti, ABD \$	-56.982.020	-58.691.481	-30.226.113		
Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$		36.770.401	154.414.559	301.597.258	103.548.392
AVM Satış Geliri, ABD \$			15.256.576	47.142.819	16.185.701
Konut Satış Geliri, ABD \$		36.770.401	75.747.025	58.514.577	20.090.005
Ofis Satış Geliri, ABD \$			63.410.958	195.939.862	67.272.686
İdare Payı Gideri, ABD\$	-52.830.608	-39.622.956	-79.245.913	-66.038.260	-47.647.793
Proje Net Nakit Akımı, ABD \$	-109.812.629	-61.544.037	44.942.534	235.558.997	55.900.599
İskonto Oranı	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075
İskonto Faktörü	1,1075	1,227	1,358	1,504	1,666
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60
Nakit Akımlarının NBD, ABD \$	-99.153.615	-50.176.286	33.084.635	156.575.843	33.550.407
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$ (İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)					73.880.984
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,052

Düzeltilmiş Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$(İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)	77.750.741
Düzeltilmiş Nakit Akımlarının Toplam NBD,TL (İŞ ORTAKLIĞI PROJE DEĞERİ)	139.811.383

TORUNLAR GYO A.Ş. GAYRİMENKULE BAĞLI HAK DEĞERİ, ABD\$	50.537.982
TORUNLAR GYO A.Ş. GAYRİMENKULE BAĞLI HAK DEĞERİ, TL	90.877.399

(*) İdare Payı Gideri, Sözleşmede belirtilen ödeme planı, AKİPGO ve Artan AKİPGO'ya göre belirlenmiştir.

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

- ❖ İş Ortaklığı'nın elde edeceği gelir payı hesaplanarak bu payın net bugünkü değeri **139.811.383,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 77.750.741,-ABD\$)**
- ❖ Müşteri Şirket Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nde belirtilen **TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65)** (gayrimenkule bağlı hak değeri) **90.877.399,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 50.537.982,-ABD\$)**

olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

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

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi

Değerleme konusu gayrimenkulün müşterek veya bölünmüş kısımları dikkate alınmamıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi

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

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

Şerhler Hanesi: Kamu Haczi: Şişli Belediye Başkanlığı Mali Hizmetler Müdürlüğü'nü 03.07.2012 tarih ve 2783 sayılı Haciz Yazısı sayılı yazıları ile Borç: 0,-TL (Alacaklı: 0) (03.07.2012/11379 Yev.)

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

Rapor’un değerlendirme konusunu oluşturan unsurlar;

- 3- TOKİ mülkiyetinde olan ve Rapor’da tanımı verilen **gayrimenkul**,
- 4- Söz konusu gayrimenkul üzerinde İş Ortaklığı ve TOKİ (İdare) arasında yapılan **“Arsa Satışı Karşılığında Gelir Paylaşımı Sözleşmesi (proje)”** ve bu sözleşmeye bağlı **“Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi”**nden kaynaklanan Torunlar GYO’nun hak ve yükümlülükleridir.

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

Bu çalışmada,

Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parsel üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, değerlendirme konusu parsellerin mer’i imar planı doğrultusunda 384 numaralı parsel üzerinde Rezidans + Ofis + AVM kullanım amaçlı proje geliştirilecek olup;

- c) Proje gelirinin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde **satılık ofis ve dükkân/mağaza ile satılık konut emsalleri** araştırılarak projenin olası gelirleri hesaplanmış,
- d) Projenin yatırım maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Bayındırlık Bakanlığı birim fiyatları esas alınmış,

bu veriler kullanılarak gayrimenkulün mevcut değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

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

1. Değerleme konusu hakkın bağlı olduğu 1199 ada, 384 parselin değeri;

ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	TL	ABD \$
Ayrıştırma Yöntemi	493.386.558	274.378.021
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA	528.329.411	293.810.150

Yapılan çalışmalar sonucunda;

- Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan değerlerin birbirleri ile tutarlı olduğu, ancak örtüşmediği,
- Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi sonucu hesaplanan değerlerin geliştirici karını da içeriyor olması nedeniyle ile Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda bulunan değerden yüksek olduğu,
- Gayrimenkul üzerinde geliştirilmesi planlanan projenin henüz gelir yaratmaması nedeni ile **gelir esaslı yaklaşım** ile belirlenen değer, daha yüksek hata payı içerebileceği dikkate alınarak, Ayrıştırma Yöntemi sonucu bulunan değer (arsa + mevcut yapı), **gayrimenkulün arsa + mevcut yapı adil (rayiç) piyasa değeri** olarak alınmasının uygun olacağı,
- Bütün bu unsurlar değerlendirildiğinde 1199 ada, **384 numaralı parsel ve üzerinde yer alan %3,7 tamamlanma oranına sahip yapının Ayrıştırma Yöntemi** sonucu bulunan **493.386.558,-TL'lık değerinin gayrimenkulün arsa + mevcut (%3,7 tamamlanma) yapı adil (rayiç) piyasa değeri**

olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

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

Hesaplanarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiş ve bulunan gayrimenkul değerinden "Arsa Satışı Karşılığı Şirket Payı Gelir Oranı (ASKŞPGO) olarak % 46,32" ve "Artan Arsa Satış Karşılığı Satış Toplam Geliri (AKSTG) üzerinden %45,1" düşülerek projenin net nakit akımları tespit edilmiş ve bunlar iskonto edilerek **İş Ortaklığı** hissesine düşen Proje değeri hesaplanmış,

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

ÖZET TABLO

Kullanılan Yöntem	TL	ABD \$
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi	90.877.399	50.537.982

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi doğrultusunda Torunlar GYO ile Torunlar – Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı arasında imzalanan "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nde belirtilen **TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65)** doğrultusunda gayrimenkule bağlı hak değerinin **90.877.399,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 50.537.982,- ABD\$)** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu 1199 ada, **384 parsel** üzerinde geliştirilmesi planlanan projenin Yapı Ruhsatı ve Mimari Projesi mevcuttur.

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

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

Değerleme konusu **1199 ada, 384 parsel numaralı gayrimenkule bağlı "Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi"**nin **tapuya şerh edilmemiş olduğu** görülmüş olup,

- Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin,
 - 25. Maddesi (c) bendi "*Mülkiyetlerini edinerek veya tapu kütüğüne şerh edilmiş gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi akdetmek suretiyle alım satım kârı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa ve arazileri alabilirler*"
 - 29. Maddesi, "*(Değişik: Seri: VI, No: 26 sayılı Tebliğ ile) Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirak haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerininin tapu siciline şerhi zorunludur.*"

Hükümleri göz önünde bulundurularak söz konusu **gayrimenkule bağlı hakkın, tapuya şerh edilmesi kaydıyla GYO portföyünde yer alabileceği kanaatine varılmıştır.**

8. SONUÇ

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin talebi üzerine, Mülkiyeti **T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)**'ye ait olan, tapuda; İstanbul İli, Şişli İlçesi, Dikilitaş Mahallesi, 58 pafta, 1199 ada, 384 parsel numaralı, 33.615,15 m² yüzölçümlü "Arsa" vasıflı gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin tespiti** ile gayrimenkule bağlı "**Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı Sözleşmesi**" ve bu sözleşmeye bağlı "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nin (**gayrimenkule bağlı hak**) yasal durumunun irdelenmesi, Torunlar GYO'nun sözleşmeden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyüne alınmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

- I. Değerleme konusu **gayrimenkule bağlı hakkın, tapuya şerh edilmesi kaydıyla GYO portföyünde yer alabileceği,**
- II. Değerleme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre, hakkın bağlı olduğu **1199 ada, 384 numaralı parsel ve üzerindeki ~%3,7 tamamlanma oranına sahip yapının toplam adil (rayiç) piyasa değerinin,**
 - o **KDV hariç 493.386.558,00TL**
 - o **KDV dâhil 582.196.138,44TL**
- III. Değerleme tarihi itibarıyla, "**Torunlar GYO – Torun Yapı - Kapıcıoğlu Proje Ortaklığı Sözleşmesi**"nde belirtilen **TORUNLAR GYO A.Ş. payı (%65) doğrultusunda gayrimenkule bağlı hakkın adil (rayiç) piyasa değerinin;**
 - o **KDV hariç 90.877.399,00TL**
 - o **KDV dâhil 107.235.330,82TL**

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.