



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – BAŞAKŞEHİR İLÇESİ
858 ADA – 1 ve 4 NUMARALI PARSEL

“Mall Of İstanbul”

Revize Gayrimenkul Değerleme Raporu

19.09.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler.....	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 Görünüm	13
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	15
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	18
4.5. İstanbul Ofis Piyasası;	20
4.6. Türkiye Konut Sektörü	23
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	25
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	26
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	26
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	26
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	26
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,	27
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	27
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	28
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	28
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	29
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:	29
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler	30
5.3.1. Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi,	30
5.3.2. 14.12.2010 tarihli Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesine Ek Sözleşme,	31
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	32
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	32
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	34
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	34
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	34
6.5. 858 ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti	35
6.5.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile 858 Ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti	35
6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi ile 858 Ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti	37
6.6. 858 ada, 4 Numaralı Parselin (Mall Of İstanbul Projesi) Değer Tespiti	42
6.6.1. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı).....	42
6.6.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu–İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi	45
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	48
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi.....	48
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	48
6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	49
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	50
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması.....	50
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	52
7.3. Yasal Gerekerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	52
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	52
8. SONUÇ.....	54
8.1. Nihai Değer Takdiri	54
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMESİ İLİŞKİN BİLGİLER.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller hakkında, **08.09.2014** tarihinde çalışmalara başlanılmış ve **19.09.2014** tarihi itibarıyla rapora bağlanmıştır.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

19.09.2014 / SvP_14_TRGYO_REV_08

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine Müşteri mülkiyetinde yer alan tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ **1 parsel** numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ **4 parsel** numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul üzerinde konumlandırılan "**Mall Of İstanbul**" projesi

için hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı rapora, "**858 ada, 1 numaralı parsel üzerindeki takyidatların mahiyeti ve değer üzerindeki etkilerine ilişkin açıklama, 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması ve raporun sonuç kısmında değerlendirme tarihi itibarıyla 'Mall Of İstanbul' projesinin tamamlanmış olması halindeki değerine de yer verilmesi**" hususlarının da eklenmesi amacıyla (konu Raporun yasal durum, değer tespiti, dolar kuru, iskonto oranı vb. kriter ve tespitlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin) hazırlanmış olan **revize gayrimenkul değerlendirme** raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

Büyükdere Caddesi, USO Center, No:245, Kat:15 Şişli – İstanbul

T : 0-212-330-01-88; F : 0-212-330-01-89; W : www.standartgd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul

Tel: 0-216-425 20 07; Faks: 0-216-425 03 12; W: www.torunlargo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen, gayrimenkuller için hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı rapora, **"858 ada, 1 numaralı parsel üzerindeki takyidatların mahiyeti ve değer üzerindeki etkilerine ilişkin açıklama, 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değer sınanması ve raporun sonuç kısmında değerlendirme tarihi itibarıyla 'Mall Of İstanbul' projesinin tamamlanmış olması halindeki değerine de yer verilmesi"** hususlarının da eklenmesi amacıyla (konu Raporun yasal durum, değer tespiti, dolar kuru, iskonto oranı vb. kriter ve tespitlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin) hazırlanmış olan **revize gayrimenkul değerlendirme** raporudur.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkuller için hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı rapora, **"858 ada, 1 numaralı parsel üzerindeki takyidatların mahiyeti ve değer üzerindeki etkilerine ilişkin açıklama, 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değer sınanması ve raporun sonuç kısmında değerlendirme tarihi itibarıyla 'Mall Of İstanbul' projesinin tamamlanmış olması halindeki değerine de yer verilmesi"** hususlarının da eklenmesi amacıyla (konu Raporun yasal durum, değer tespiti, dolar kuru, iskonto oranı vb. kriter ve tespitlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin) hazırlanmış olan **revize gayrimenkul değerlendirme** raporudur.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

- Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanının bildiği kadarıyla doğru olduğunu,
- Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- Değerleme Uzmanının değerlendirme konusunu oluşturan mülkle herhangi bir ilgisi olmadığını,

- Değerleme Uzmanı ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- Değerlemenin ahlaki kural ve standartlara göre gerçekleştiğini,
- Değerleme Uzmanının, mesleki eğitim şartlarına haiz olduğunu,
- Değerleme Uzmanının değerlemesi yapılan mülkün yeri ve vasfı konusunda daha önceden deneyimi olduğunu,
- Değerleme Uzmanının, mülkü kişisel olarak denetlediğini,
- Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslar arası Değerleme Standartları
UDU	Uluslar arası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslar arası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslar arası 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	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 TL esas alınmıştır.
€/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,7586 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2043 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 6,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

Bu **Standardın 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 indirim 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 indirim yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**
Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, yukarıdaki prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadaki elde edilen verileri esas alması durumunda **Pazar Değeri** olmalıdır.
- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri’nin** tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabilirliğini belirler. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri, karşılaştırmalı bir yaklaşımdır. Her bir değerlendirme durumunda, bir veya

daha fazla sayıda yöntem genellikle piyasadaki faaliyetleri en iyi temsil eden yöntemdir. **Değerleme Uzmanı, her bir Pazar Değeri çalışmasında her yöntemi göz önüne alacak ve hangi yöntemlerin en uygun olduğunu tespit edecektir.**

Kapsam

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

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

Tanımlar

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

satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır.**

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

- **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapar. Genel olarak 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) Yaklaşımı'nın uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

- Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yani yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.
- Bu piyasadaki alıcı ve satıcıların, gayrimenkul hakkında oldukça iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu, kabul edilebilir düzeyde olmalıdır.

- Gayrimenkulün piyasada makul bir satış fiyatı ile makul bir süre için satışta kaldığı, talep edenlerin, belirli bir fiyat ve satış özelliği konusunda bilgi alabilecekleri kabul edilebilmelidir.
- Piyasada, değerlemeye konu olan gayrimenkul ile ortak temel özelliklere sahip yeter sayıda, makul bir zaman aralığında, satışı bekleyen veya gerçekleştirilmiş emsal mevcut olmalıdır.

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

Yapılandırma maliyetinden türetilen mevcut yapı değerinden, amortisman değeri düşüldükten sonra bulunan 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 satış mümkün olup, planlanan duruma göre nakit akışlarının belirlenmesi çalışmaları da farklılıklar gösterebilmektedir.

Bu yöntemde, değerlendirme 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 düşülen bağımsız bölümler ile ortak alanlar için katılan 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 mülk en yüksek değerine ulaştırılan, en olası kullanımdır.

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

- Arazinin "En Etkin ve Verimli Kullanımı"nın saptanması,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratılması,
- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptanması,

- 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 gerçekteşen işlemlere ilişkin fiili verilerin mevcut olduğu benzer arazi parselleri ile değerleme konusu mülkün doğrudan doğruya karşılaştırılmasını içerir. Her ne kadar satışlar en önemli husus olsa da değerleme 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.

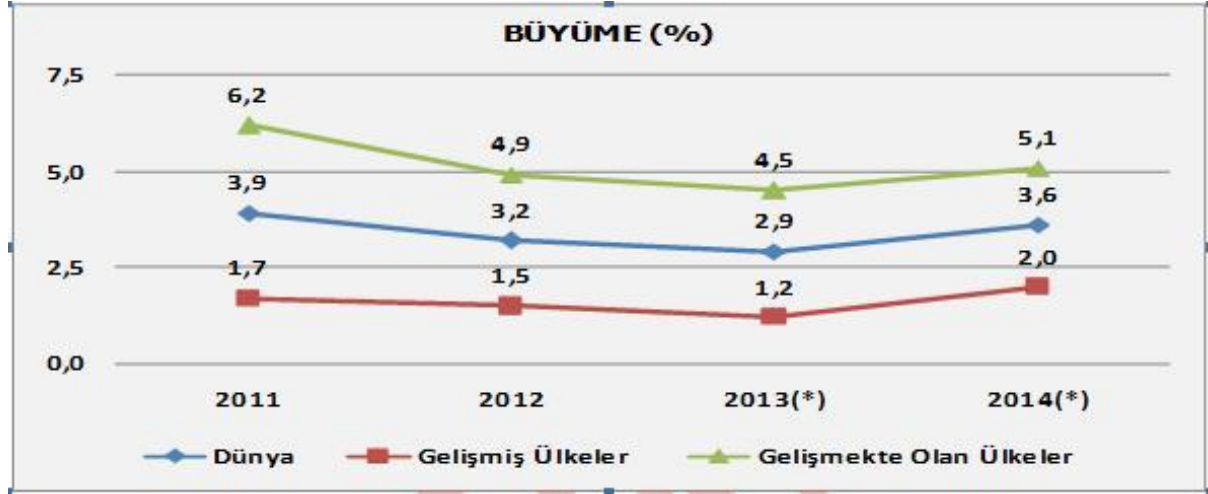
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekteştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal 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, değerleme tarihinden yıllar önce yapılmış olabileceğinden, orada belirtilen kira tutarlarının zamanı geçmiş ve cari indirgeme oranlarını temin etmek zor olabilir.

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

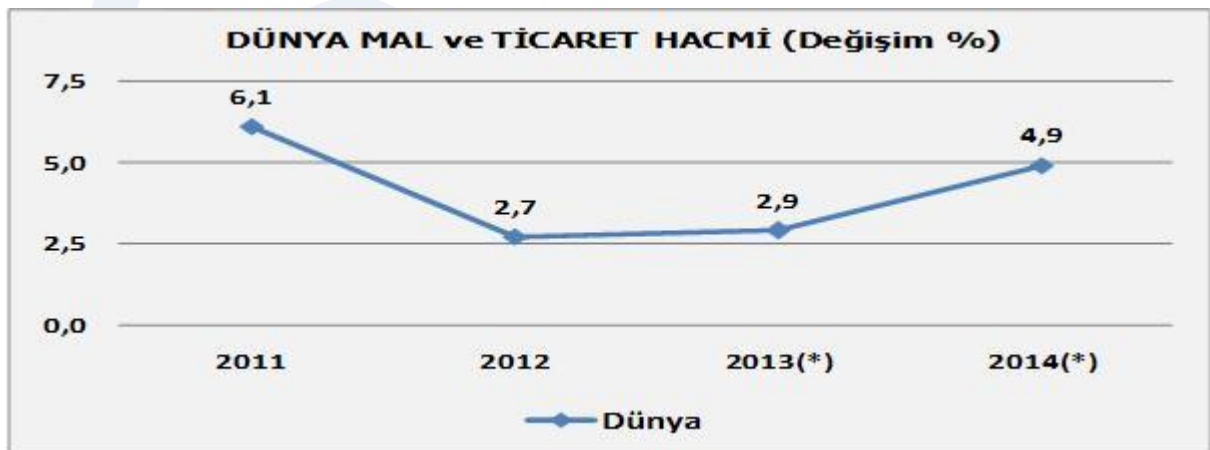
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

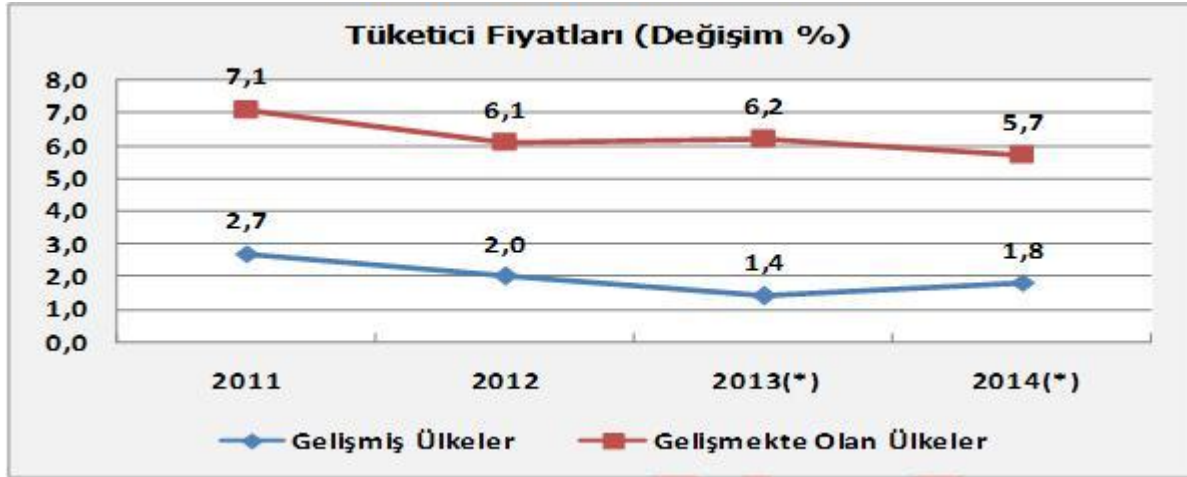
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



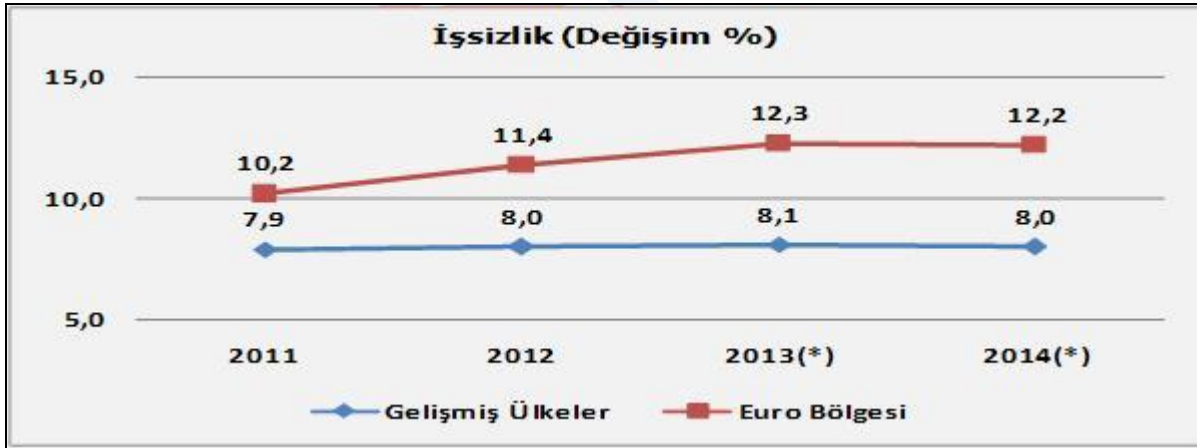
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

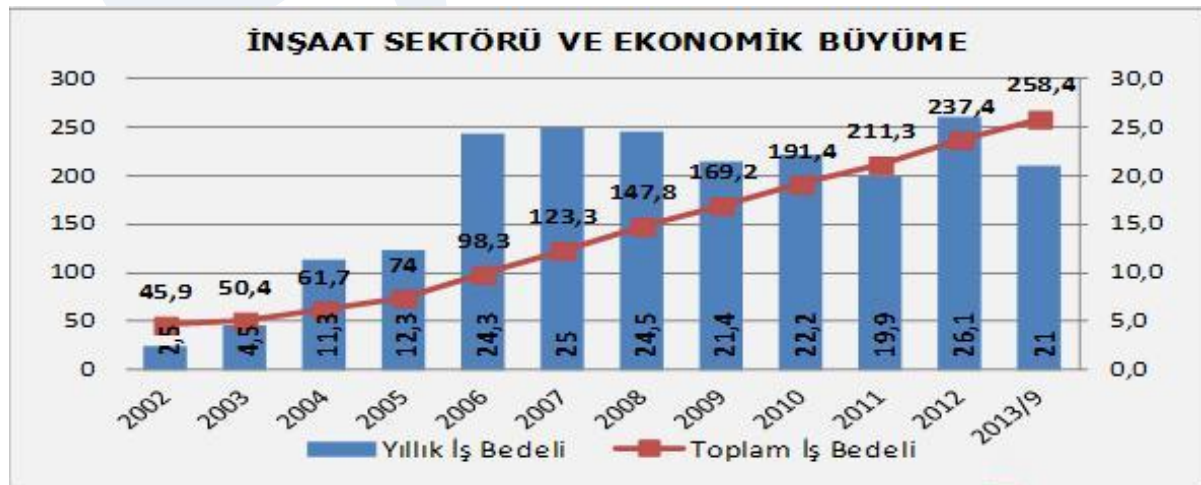
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

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

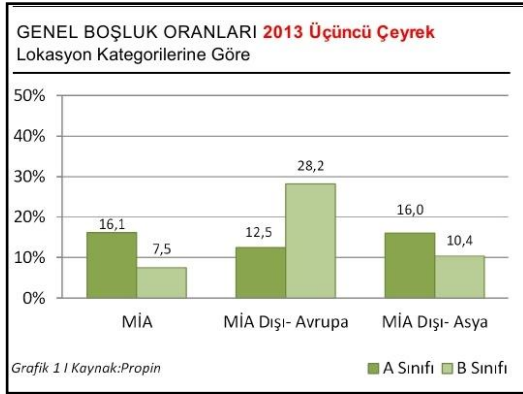
Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

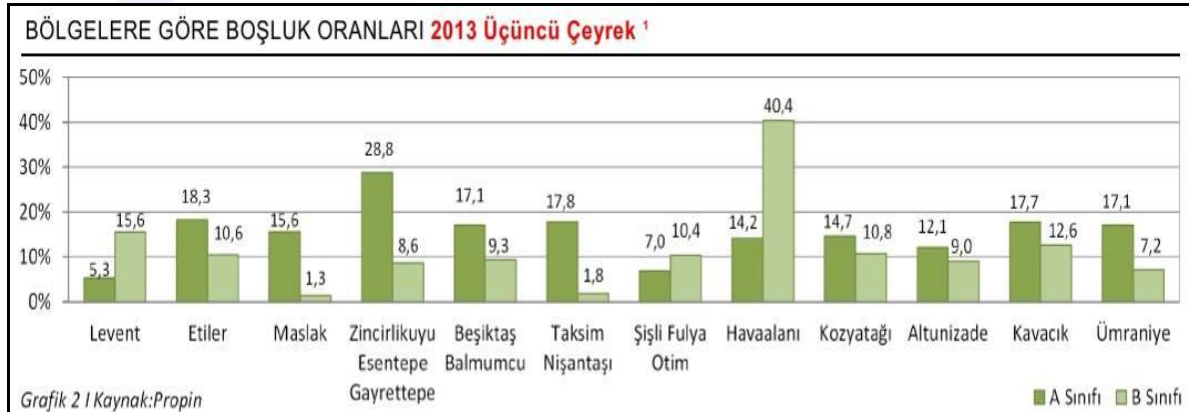
4.5. İstanbul Ofis Piyasası;

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



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

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



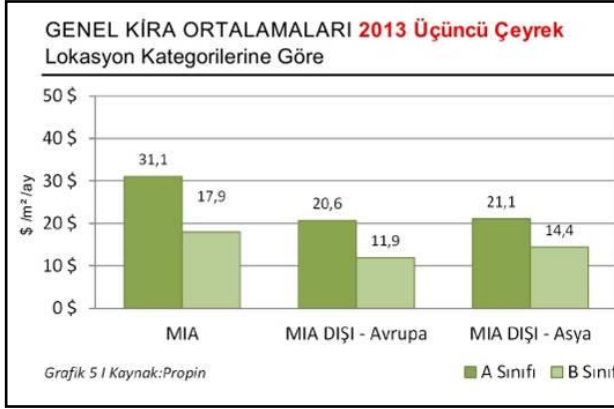
Levent'te A sınıfı boşluk oranları % 5,3 seviyesinde belirlendi. İnşaat halindeki binaların tamamlanmaya başlaması, bölge stokunun ve boşluk oranlarının artmasına sebep oldu.

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

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

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

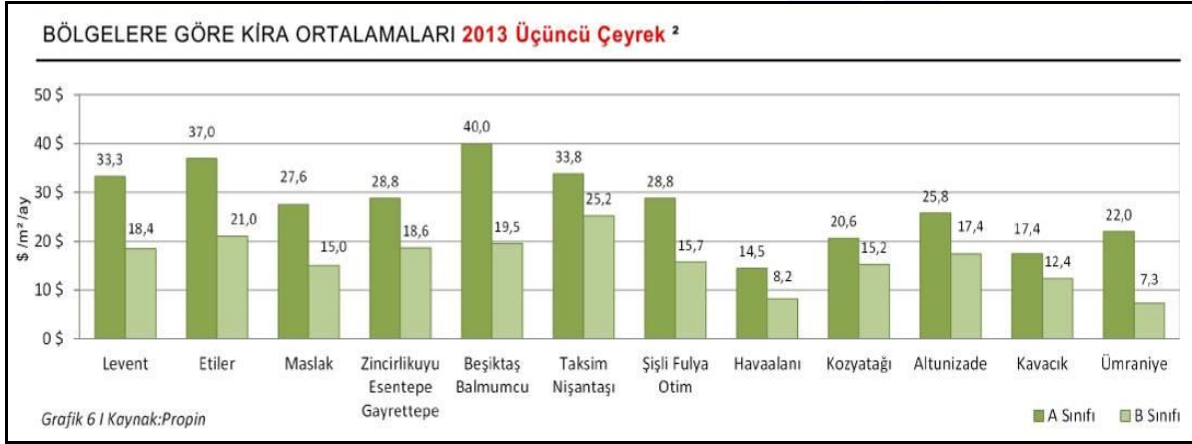
Altunizade’de stoka katılan yeni binalar oldu ve boşluk oranı % 7,7’den % 12,1 seviyesine çıktı.



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

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

binaların kira ortalaması 11,9 ABD Doları /m² /ay’dır.



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

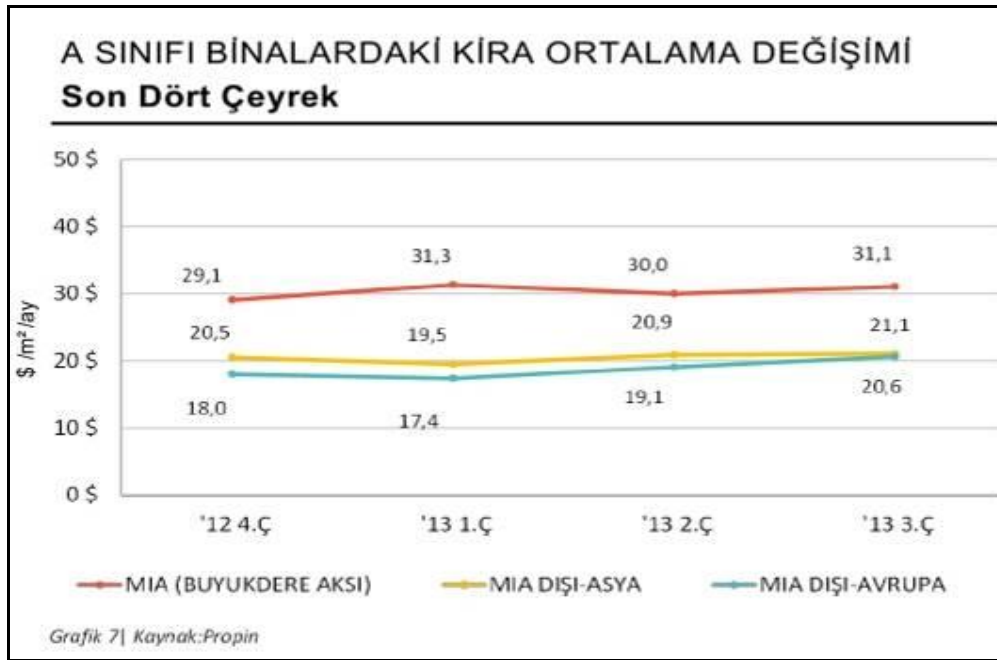
Levent’te A sınıfı binalardaki kira ortalaması 33,3 ABD Doları / m² /ay olarak gözlemlendi. Stoka katılacak yeni binaların liste fiyatı, grafikte görünen bu ortalamadan daha yüksek seviyededir.

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

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

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

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

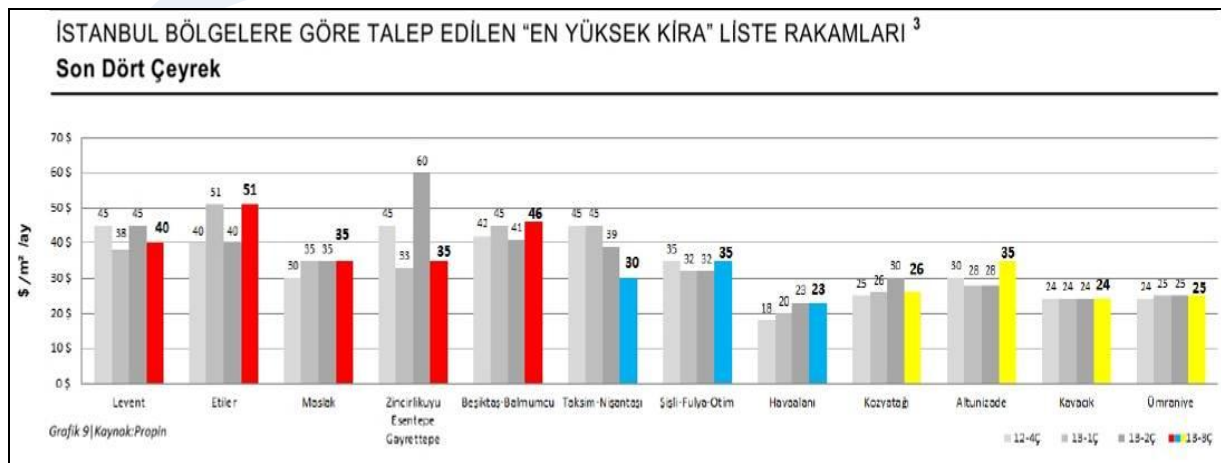


"Lokasyon Kategorileri"ne göre A sınıfı ofis binalarındaki kira ortalamalarının son dört çeyrekteki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir.

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

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

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



Bölgelere göre talep edilen "en yüksek kira" liste rakamlarının son dört çeyrek karşılaştırmaları Grafik 9'da sunulmaktadır.

2013 Üçüncü Çeyrek Dönemi'nde, talep edilen en yüksek kira bedeli, 51 ABD Doları /m²/ay liste rakamıyla Etiler'de gözlemlendi. Levent Bölgesi'nde talep edilen en yüksek kira rakamı 40 ABD \$/ m²/ Ay'dır.

Maslak'ta en yüksek kira rakamı 35 ABD Doları /m²/ay'dır. MIA Dışı-Asya'daki dört bölge içerisinde en yüksek kira rakamı, 35 ABD Doları /m²/ay Altunizade'de olmuştur. Kozyatağı'ndaki en yüksek kira rakamı 26 ABD \$/m²/ay'dır.

4.6. Türkiye Konut Sektörü

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

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

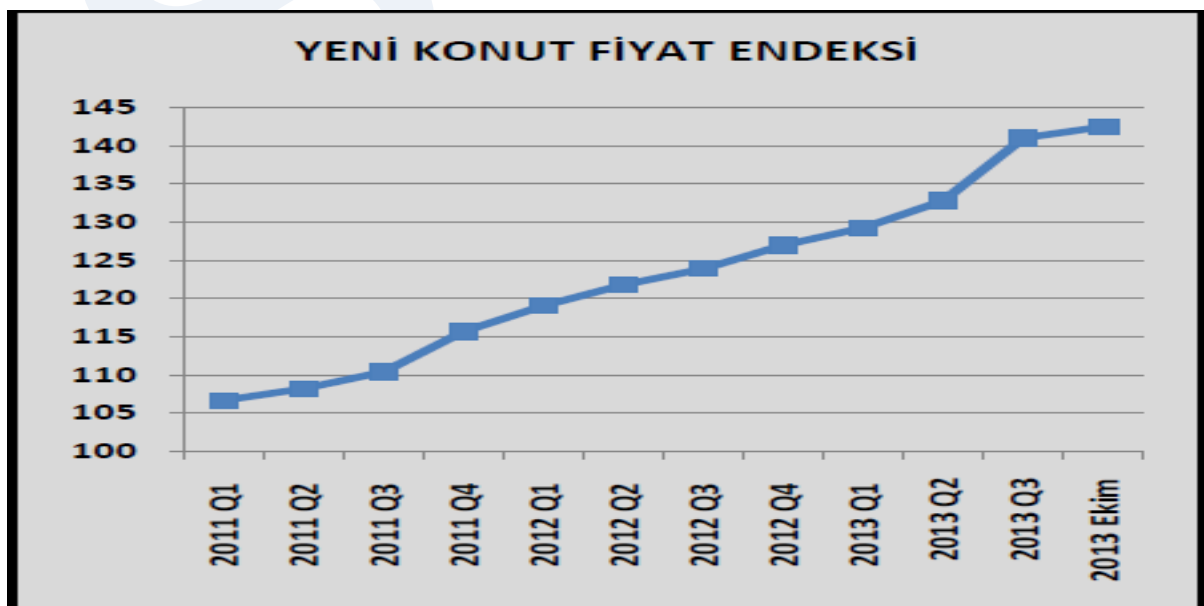
KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU.

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

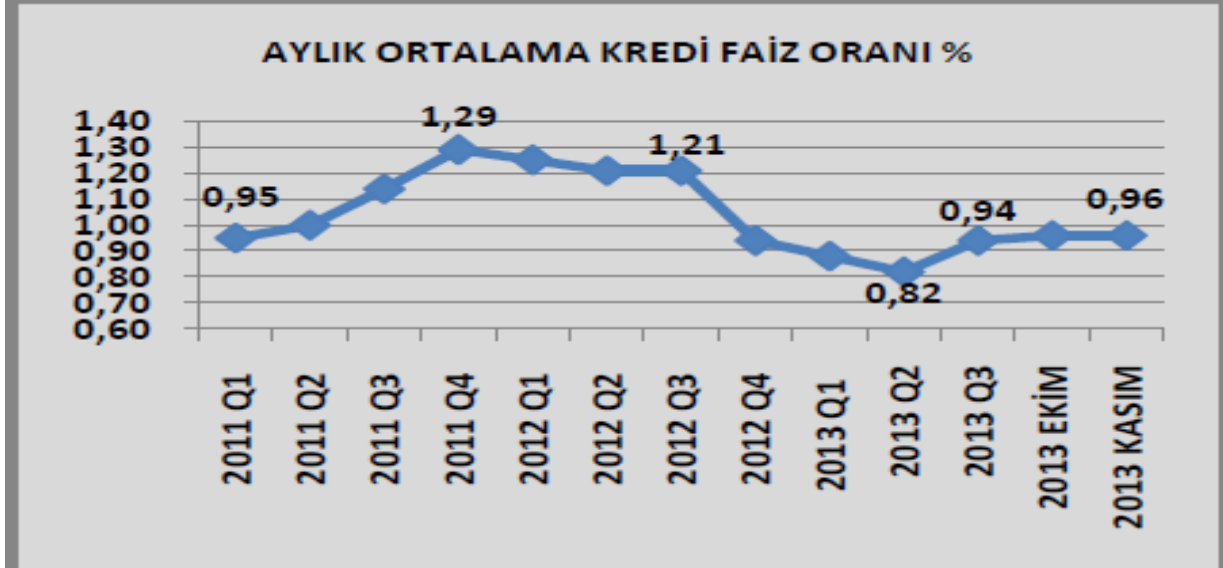
Yeni konut fiyatları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre % 14,2 artmıştır. Bir önceki aya göre ise artış % 1,1 olmuştur. Son bir yılda yeni konut fiyatlarında en yüksek artış % 14,9 ile 1+1 tipi konutlarda gerçekleşmiştir.



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

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

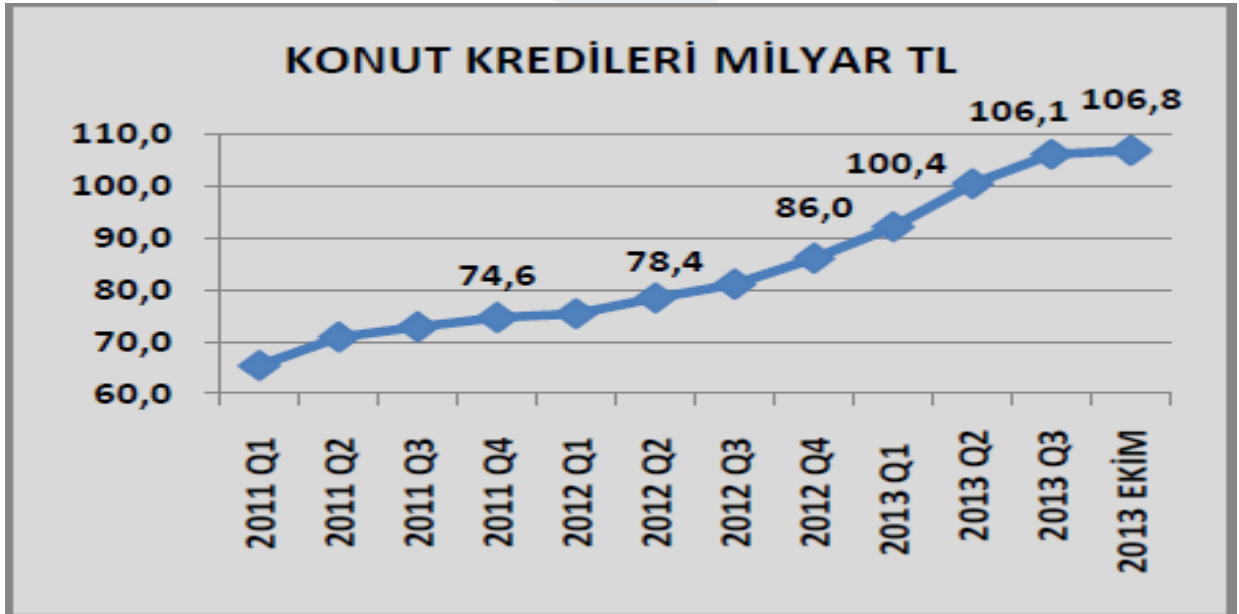
Merkez Bankası'nın Kasım ayı içinde bankaları fonlama maliyetini 1 puandan fazla yükseltmesi ile birlikte konut kredisi faiz oranları da yeniden artış eğilimine girebilecektir.



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

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

KONUT KREDİLERİ STOKU



Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

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

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

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

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

Başakşehir; 2008 yılında Küçükçekmece ilçesinden ayrılarak, ilçe statüsüne geçmiştir. Başakşehir; Küçükçekmece ilçesine bağlı; Başakşehir, Kayabaşı, Ziya Gökalp, Güvercintepe, Altınşehir, Şahintepe yerleşimleri, Mehmet Akif Mahallesi'nin TEM'in kuzeyinde kalan bölümü, Sazlıdere Baraj Gölü'nün batısında, doğusunda ve güneyinde kalan kısımlarıyla Şamlar Köyü, Esenler ilçesine bağlı; Başakşehir, Büyükçekmece ilçesine bağlı Bahçeşehir yerleşimlerini kapsayarak kurulmuştur.



Denize kıyısı olmayan Başakşehir; kuzeyde Arnavutköy, kuzeydoğuda Eyüp, doğuda Sultangazi ve Esenler, güneyde Bağcılar, Küçükçekmece ve Avcılar ile güneybatıda Esenyurt ilçeleriyle komşudur.

Türkiye Deprem Bölgeleri Haritası'na göre, Başakşehir İlçesi 2'inci Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Başakşehir	311.095	156.484	154.611	5.081	2.508	2.573	316.176	158.992	157.184
İstanbul	13.710.512	6.883.487	6.827.025	144.228	73.421	70.807	13.854.740	6.956.908	6.897.832

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu **gayrimenkuller**, tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ **1 parsel** numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ **4 parsel** numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve üzerinde konumlandırılan "**Mall Of İstanbul**" projesidir.



EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu **Mall of İstanbul projesi**, Atatürk Bulvarı ile Avrupa Otoyolu'nun kesiştiği köşe parsel üzerinde konumlanmıştır. Mall of İstanbul projesinin yakın çevresinde, İSTOÇ, Marmara Sanayi Sitesi, İkitelli Organize Sanayi Sitesi ve birçok konut alanları yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu Mall Of İstanbul Projesi, A, B, C ve D olmak üzere dört konut bloğu, bir ofis bloğu ve AVM'den oluşacaktır. Yapı Ruhsatına göre toplam **656.528,-m²** kapalı alanlı olacaktır.

Yapı Ruhsatına göre, Mall Of İstanbul Projesinin bloklar bazında alan dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Niteliği	Bağımsız Bölüm Adedi	Kapalı Alanı, m ²
AVM	346	129.186
Konut A Blok	362	24.425
Konut B Blok	362	24.425
Konut C Blok	362	24.425
Konut D Blok	362	24.425
Ofis	28	8.433
Ortak Alan (Otopark ve Diğer Ortak Alan)	-	421.209
TOPLAM	1.822	656.528

Dört konut bloğu içerisinde, stüdyo, 1+1, 1,5+1, 2+1, 3+1, 4+1 ve dubleks daire tipi olmak üzere toplam 1.070 adet daire yer alacaktır.

Ayrıca proje bünyesinde yer alan AVM bloğuna ilişkin, Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda, kiralanabilir alanlar detaylı olarak aşağıda verilmiştir:

Alışveriş Merkezi Alan	m ²
Hipermarket/Mobilya	8.503,85
DIY (Do it Yourself-Yapı market)	9.911,48
Elektronik Market	5.268,00
Mağazalar	92.913,11
Food Court (Yeme İçme Alanları)	8.485,88
Sinema	7.561,23
Snowpark	4.128,65
Eğlence (Müze, Sergi Alanı, Botanik Park)	5.720,21
Spor Merkezi	5.295,27
KİOSK	128,63
BANKA	223,74
Toplam Kiralanabilir AVM Alanı	148.140,05

Projenin inşaatına başlanmış olup, değerlendirme tarihi itibarıyla yerinde yapılan incelemeler sonucu;

- ✓ **AVM** bölümünün tamamlanma oranı **%79,25**
- ✓ **Residence** bölümünün tamamlanma oranı **%76,05**
- ✓ **Ofis** bölümü tamamlanma oranı **%66,30**
- ✓ **Otopark** tamamlanma oranı **%100**
- ✓ **Ortak alanlar** tamamlanma oranı ise, yapılar bazında ayrıştılarak hesaplanmıştır.
- ✓ Toplam proje tamamlanma oranı yaklaşık **%77,78** olarak tespit edilmiştir.

Tamamlanma oranlarını gösteren cetveller rapor ekinde(Ek/5) verilmiştir. 2014 yılı üçüncü çeyreğinde projenin tamamlanması planlanmaktadır.

Değerleme konusu 858 ada, 1 numaralı parsel boş olup, üzerinde herhangi bir yapılaşma mevcut değildir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

GAYRİMENKULLERE AİT TAPU BİLGİLERİ		
İli	İstanbul	
İlçesi	Başakşehir	
Mahallesi/Köyü	İkitelli-2	
Pafta No	-	
Ada No	858	
Parsel No	1	4
Yüzölçümü,m ²	18.208,90	122.718,62
Niteliği	Arsa	Arsa
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	26.01.2011/919 08.03.2011/2616 01.03.2012/2280 06.09.2012/9952	20.07.2011/7966
Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	

(*)Gayrimenkullere ait edinme tarihi ve yevmiye numaraları 30.12.2013 tarihli Yazılı Tapu Takyidatına göre yazılmıştır.
(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

30.12.2013 tarihi itibarı ile Başakşehir Tapu Müdürlüğü ve 18.12.2013 tarihi itibarı ile Başakşehir Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

858 Ada, 1 No'lu Parsel,

- ✓ 234194/240000 payı 26.01.2011 tarih ve 919 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "**Kat Karşılığı Temlik**" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 695/240000 payı Yiğit KOÇ adına kayıtlı iken 08.03.2011 tarih ve 2616 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "**satış**" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 3764/240000 payı 01.03.2012 tarih ve 2280 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "**Satış + Birleşme**" işleminden tescil edilmiştir.
- ✓ 1347/240000 payı 06.09.2012 tarih ve 9952 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına "**Satış**" işleminden tescil edilmiştir.

858 Ada, 4 No'lu parsel (eski 2 parsel)

- ✓ T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'na ait olan 219859/240000 arsa payının 36193/40000'lik kısmı 29.06.2009 tarih ve 6967 yevmiye no ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne satılmış ve Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş.'nin arsa payı 237299/240000 olmuştur.
- ✓ T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'na ait olan 2701/240000 arsa payı 10.06.2010 tarih ve 5898 yevmiye no ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne satılmış ve Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş. tam mülkiyet sahibi olmuştur.
- ✓ 858 ada, 2 numaralı parselin ifraz işlemi sonucunda 858 ada, 4 ve 5 numaralı parseller oluşturulmuş ve 858 ada, 4 numaralı parsel 20.07.2011 tarih ve 7966 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım A.Ş. adına tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

Değerleme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

Beyanlar Bölümü:

- 2942 sayılı Kamulaştırma Kanununun 7. Maddesine göre belirtme. (16.01.2008/910 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- 11164 sayılı kanunun 11. Maddesi Yönetmeliğin 44. Maddesi gereği Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü sattığı arsaları alanlar en geç 5 yıl içinde tasdikli imar planlarına uygun inşaat yapmak zorundadır. 5 yıl içinde imar planına uygun inşaat yapılmadıkça 3. şahıslara satılamaz ve devredilemez ve hacz edilemez. (01.01.1900/0 Yev.)
- İhtiyati Tedbir: Küçükçekmece 1.Asliye Hukuk Mahkemesi nin 04.08.2011 tarih 2011/731 sayılı Mahkeme sayılı yazıları ile. 05.08.2011 tarih ve 8587 yevmiye. (234194/24000 hissesi)
- İhtiyati Tedbir: Küçükçekmece 1.Asliye Hukuk Mahkemesi nin 04.08.2011 tarih 2011/731 sayılı Mahkeme sayılı yazıları ile. 05.08.2011 tarih ve 8587 yevmiye. (139/48000 hissesi)

İpotekler Bölümü:

- 858 ada, 1 numaralı parselin 234194/240000 hissesi üzerinde S.S. Masko İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi lehine, 1. Dereceden, **12.000.000,-TL** bedelli ipotek vardır. (26.01.2011/933 Yev.)

Değerleme konusu 858 ada, **4 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

İrtifak Bölümü:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel Koşullar: A ile gösterilen 468,94m²'lik (B) Karayolları Genel Müdürlüğü (TCK) ile gösterilen 6.371,45 m²'lik kısımda yol emniyet ve bakım sahası olarak kullanılmak üzere imar planına göre Karayolları Genel Müdürlüğü lehine 4 parsel aleyhine yola terk edilmek üzere daimi irtifak hakkı) (Başlama Tarihi: 14.03.2012, Bitiş Tarihi: 19.02.2111; Süre: 99 Yıl) (15.03.2012/2809 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 31.05.2011 tarih ve 5995 yevmiye numarası ile 1. dereceden **300.000.000,-USD** bedelli ipotek vardır.

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Başakşehir Belediyesi Harita Müdürlüğü'nde yapılan incelemelerde değerlemeye konu;

- ✓ 858 ada, **1 no'lu parselin** 2859, 2769, 2454 ve 2452 no'lu parsellerin tevhidinden
- ✓ 858 ada, **4 no'lu parsel;**
 - 2759, 3149, 2453 ve 2883 no'lu parsellerin tevhibi ile 858 ada, 2 nolu parsel oluşmuş;
 - 858 ada, 2 parselin ifrazından ise 858 ada 4 no'lu parsel

oluştugu öğrenilmiştir.

858 ada, **1 ve 4 (Eski 2) numaralı parseller**, 28.08.2008 onay tarihli 1/1000 ölçekli "İkitelli Tepeüstü Mevkii 2453, 2769, 2858, 2859, 2860, 2881, 2882, 2883, 2958, 3149 Parsellere İlişkin Uygulama İmar Plan Değişikliği" paftasına göre;

- 858 Ada, **1 no.lu parsel "Özel Sosyal Tesis Alanı"**nda
- 858 Ada, **4 no.lu parsel ise, "Ticaret ve Hizmet Alanı"**nda kalmaktadır.

Plan notlarına göre yapılaşma şartları şöyledir:

- **Emsal (E) : 2,0**
- **Bina yüksekliği (H_{max}) : Serbest**

28.08.2008 tasdik tarihli planın, plan notları ise şu şekildedir:

- Planlama Alanı 2453 – 2769 – 2858 – 2859 – 2860 – 2881 – 2882 – 2883 – 2958 – 3149 parsellerini içermektedir.
- Planlama alanında Ticaret + Hizmet, Eğitim, Sosyal – Kültürel Tesis Alanı, Yol Alanları ve Raylı Sistem Metro Hattı İstasyonu yer almaktadır.
- **Ticaret + Hizmet alanlarında**, ticaret ve amaçlı yapılar, iş merkezleri, büro, çok katlı mağazalar, katlı otoparklar alışveriş merkezleri, otel, motel, vb. gibi konaklama tesisleri ile rezidans (konut yapıları), sinema, tiyatro, müze, kütüphane, sergi salonu gibi kültürel tesisler, gazino, lokanta, restoran, banka ve finans kurumları, yönetim binaları, ilgili kamu kurum ve kuruluşlarından görüş alınmak koşulu ile özel eğitim ve özel sağlık tesisleri yapılabilir.
- **Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı'nda**; sinema, tiyatro, eğlence merkezi, müze, kütüphane, açık ve kapalı sergi salonları, sanat atölyeleri, oditoryum, çok amaçlı kültürel tesis salonları, kapalı ve açık spor tesisleri yapılabilir.
- **Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz.**
- Onama sınırı içinde kalan parsellerdeki imar sınırları içerisinde kalmak koşulu ile tesis içi kullanımlara yönelik otopark giriş çıkışı ve bu otoparklar ile diğer alanların ihtiyacı olan servis yolları, yaya yolları, yaya – araç rampaları, yaya üstgeçitleri yapılabilir.
- Belirtilen metro istasyonu ve güzergâhı hazırlanacak uygulama projesine göre uygulanacaktır.
- Metro istasyonuna yönelik olarak planlama alanı içerisindeki parsel alanları içerisinde yaya giriş çıkışlarına yönelik düzenlemeler yapılabilir. Otoparklar ve diğer tesis yapıları ile metro istasyonu ve giriş çıkışları arasında yaya bağlantıları zemin altında veya üstünde oluşturulabilir.
- Diğer hususlarda 13.02.2008 T.T'li 1/5000 ölçekli ve 1/1000 ölçekli Küçükçekmece İkitelli Ayazma Gecekondü Dönüşüm ve Kentsel Yenileme Alanı plan notları geçerlidir.

Yapı Ruhsatı;

- ✓ **858 ada, 2 numaralı parsele ait**, 18.03.2011 tarih ve 00102 belge numarası ile "**AVM, Konut A, B, C, D Blok, Ofis ve Ortak Alan**" için düzenlenmiş **Yapı Ruhsatı** vardır.
- ✓ **858 ada, 4 numaralı parsele ait** 10.02.2012 tarih ve 00093 belge numarası ile "**AVM, Konut A, B, C, D Blok, Ofis ve Ortak Alan**" için düzenlenmiş **Yapı Ruhsatı** vardır.

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatları Ve İmar Durumu)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

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

5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler

5.3.1. Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi,

Taraflar: Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TORUNLAR) ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi (Arsa Sahibi veya MASKO)

Sözleşmenin Konusu: 858 ada, 1 parselde kayıtlı, 18.208,90m² yüzölçümlü gayrimenkulde arsa sahibinin hissedar sıfatı ile maliki olduğu 9.261,58m² arsa üzerinde veya TORUNLAR'a ait 858 ada, 2 parselde kayıtlı arsa üzerine yapılacak **ofis bloğundan Arsa Sahibine devir ve ferağ yapılacak taşınmazların tespiti** ile bu sözleşmede belirlenmiş taksim esasları çerçevesinde tarafların hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesidir.

Gayrimenkulün Nitelikleri: İş bu sözleşmenin konusunu teşkil eden arsa, 858 ada, 1 parsel numarasında kayıtlı 18.208,90m² yüzölçümlü gayrimenkulde Arsa Sahibinin hissedar sıfatı ile maliki olduğu 9.261,58m² alanlı arazi 1/5000 ve 1/1000 ölçekli imar planlarında "Özel Sosyal Kültürel Alanı" olarak görülmektedir.

İş bu sözleşme ile belirlenen paylaşım esasları mevcut imar planları ve notları nazara alınarak yapılmış olup, sözleşme tarihinden sonra imar planlarının değişmesi halinde değişiklik nedeniyle ortaya çıkan lehe hususlar taraflara iş bu sözleşme hükümlerine göre yansıtılacaktır.

Paylaşım Esasları: Taraflarca, taşınmazın bulunduğu bölgeye ait 1/5000 ölçekli Nazım İmar Planı ile 1/1000 ölçekli Uygulama İmar Planlarına göre projelendirme alanı (858 ada, 1 ve 2 parsel) bakımından mimari bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla 858 ada, 2 parseldeki ticaret alanı ile 858 ada, 1 parseldeki özel sosyal kültürel tesis alanı arasında yer altında ve /veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabileceği ve bu fonksiyonlara ait yapıların birlikte bu iki parsel üzerinde tek bir parselmiş gibi projelendirilebileceği husus taraflarca öngörülerek iş bu sözleşme imzalanmıştır.

Projeler için resmi tasdik işlemi yaptırılıp imar durumu belgesi ve inşaat ruhsatı alınarak uygulamaya koyulacaktır. Bu kapsamda proje müelliflerine ödenecek her türlü bedel, ücret ile resmi makamlar tasdik ve onay giderleri, harçlar vb. TORUNLAR'a ait olacaktır. İnşaat ruhsatına göre her türlü hafriyatın yapılması ve bedelin ödenmesi TORUNLAR'a aittir.

Arsa Sahibi 858 ada, 1 parseldeki hissesine (9.261,58m²) karşılık olarak, TORUNLAR'ın 858 ada, 1 parsel veya 858 ada, 2 parselde yapacağı ofis bloklarından Ek-3'de kesit ve planlarda taralı olarak gösterilen **3. Ve 8. Ofis katları arasındaki 6 tam kat ve toplam 24 adet bağımsız bölümü alacaktır. Ofis bloğunun bir katının brüt alanı (ofis katının dış cepheden dış cepheye olan ölçümü) en az 1.250,-m² olacak olup, Altı ofis katının toplam brüt alanının 7.500,-m² ile 8.000,-m² arasında olması ve her katta 4 adet bağımsız bölüm yapılması planlanmıştır.** Arsa Sahibinin belirtilenin dışında herhangi bir hak ve alacağı bulunmamakta olup, imar durumu veya emsal uygulamalarındaki lehe haklardan doğacak ilave hakları saklıdır.

TORUNLARın projeye göre 858 ada, 1 parsel ve 858 ada, 2 parsel üzerinde ayrı ayrı ofis bloğu yapması halinde Arsa Sahibine öncelikli olarak 1 parselde yer alan ofis bloğundaki ofis katlarından verilecektir. Ancak projeye göre 858 ada, 1 parsel üzerinde ofis bloğu yapılmayıp; 858 ada, 2 parsel üzerinde ofis blokları yapılması halinde iş bu sözleşme uyarınca verilecek 6 ofis katının hangi bloktan verileceğini (6 ofis katınında aynı blokta olması kaydıyla) münhasıran Arsa Sahibi seçecektir.

Kat İrtifakı Yönetim Planı: Yönetim Planını TORUNLAR yaparak kat irtifakını tesis edecektir.

Proje Değişiklikleri: Projede yapılan değişiklikler nedeni ile Arsa Sahibine verilecek 6 adet ofis katının toplam m²'si (brüt) 7.500,-m²'nin altında olursa, TORUNLAR, diğer ofis katlarındaki bağımsız bölümden eksik kalan brüt m² ofis alanına tekabül eden oranda Arsa Sahibine hisse verecektir. Arsa Sahibinin; kendisine hisse verilen ilgili bağımsız bölümün tamamını yani kendi hissesi dışında kalan hisseyi önalım hakkı vardır. Arsa Sahibi ilk satış fiyatından (ofis bloklarının lansmanı yapılan ilk satış fiyatı üzerinden) almak isterse, durumun kendisine bildirildiği tarihten itibaren 6 ay içinde söz konusu ön alım hakkını kullanmalıdır. Bu hakkını kullanmadığı takdirde önalım hakkı TORUNLAR'a geçer ve

TORUNLAR dilerse, Arsa Sahibine verilen tam bağımsız bölüme ulaşmayan eksik kalan hisseyi ilk satış fiyatından satın alabilir.

İşin Süresi: TORUNLAR sözleşmeye konu parsel ile ilgili uygulama projelerinden herhangi birinin kesinleşmesinden itibaren yapılacak yapıların her ölçekte mimari, betonarme, tesisat projelerini yaparak ilgili belediyesine ruhsat almak üzere başvuracaktır. İnşaat ruhsatlarının alınmasından itibaren 90 iş günü içinde şantiyesini kurarak inşaata başlayacak ve bunu takiben 40 ay içinde Arsa Sahibine verilecek ofis katlarını inşa ve ikmal ederek Arsa Sahibine teslim edecektir.

Arsa Sahibi iş bu sözleşme ile belirlene yükümlülüklerini yerine getirmez ise işin süresine ilişkin tüm süreler durur. Yükümlülüğün yerine getirilmesi ile süreler tekrar kaldığı yerden işlemeye devam eder.

Mücbir sebepler ve idari kurum ve kuruluşların kararları uygulamaları nedeniyle meydana gelecek gecikmeler işin süresine ayrıca ilave edilir.

5.3.2. **14.12.2010 tarihli Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesine Ek Sözleşme,**

Taraflar: Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TORUNLAR) ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi (Arsa Sahibi veya MASKO)

Teminat İpoteği: Arsa Sahibi 858 ada, 1 parseldeki hissesine (9.261,58m²) karşılıklı olarak, TORUNLAR'ın 858 ada, 1 parsel veya 858 ada, 2 parselde yapacağı ofis bloklarından 3. Ve 8. Ofis katları arasındaki 6 tam kat ve toplam 24 adet bağımsız bölüm olacak şekilde yapılıp teslim edilmesi gereken taşınmazların teminatını teşkil etmek üzere, Arsa Sahibinden devir alınacak 858 ada, 1 parseldeki, (9.261,58m²) alana isabet eden hisse üzerinde, Arsa Sahibi lehine 12.000.000,-TL tutarında ipotek tesis edilmiştir. İpotek süresiz teminat ipoteği olacaktır.

Sözleşme uyarınca konulan teminat ipoteği, Arsa Sahibine verilecek ofislerin kat irtifakının kurulmasını ve bu ofislerin tapuda ferağ ve tescillerinin Arsa Sahibi adına yapılmasını müteakip TORUNLARA ait bağımsız bölümler üzerine kaydırılacaktır. Arsa sahibine verilecek ofis bloğunun iskanı alındığında Arsa Sahibi teminat ipoteğini kaldıracaktır. Kaldırılmadığı takdirde TORUNLAR'ın uğrayacağı menfi ve müspet tüm zararlar Arsa sahibi tarafından tanzim edilecektir.

Arsa sahibi; inşaatların iş bu sözleşme ile öngörülen süre (ilave süre dahil) içinde bitirilmemesi, inşaatın mevcut hızı itibariyle bitirilemeyeceğinin anlaşılması, TORUNLAR'ın ödemeleri tadel etmesi, iflas veya konkordato ilan etmesi durumunda Arsa Sahibi öncelikle ipoteğin paraya çevrilmesi yolu ile uğradığı zararı tazmin edebilecektir.

Cezai Şart: TORUNLAR, iş bu sözleşme uyarınca Arsa Sahibine verilecek ofis katlarının teslimini taahhüt ettiği tarihten itibaren 6 ay geçmesine rağmen teslim etmez ise geciktiği her ay için Arsa sahibinin kira kaybını tanzim amacıyla 6 ay süreyle aylık 45.000,-UDS, 6 aydan sonra devam eden gecikmeler nedeniyle ortaya çıkan kira kaybının tanzimi amacıyla ise aylık 90.000,-USD tazminat kabul ve taahhüt etmiştir.

İş bu sözleşmenin imzalanması ile birlikte, Arsa Sahibi 858 ada, 1 parsel ile ilgili imar uygulamaları ve plan tadillerinin iptali hakkında açtığı davalardan feragat edeceğinden, iş bu feragat neticesinde Arsa Sahibinin uğrayacağı hak kaybı göz önünde bulundurularak, TORUNLAR'ın konu sözleşmeden cayması halinde, Arsa Sahibinin zarara uğramış olduğu kabul olunarak, Arsa Sahibine diğer her türlü tanzim talep ve dava haklarından ari olarak 2.500.000,-USD cezai şart ödemeyi gayri kabili rucü kabul ve taahhüt eder.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS: 16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmaların ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir**.
- **UMS: 36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş,

değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır. Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar** dikkate alınmış olup, belirlenen değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" dir. Konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir.** Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle **vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması** önerilmektedir.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

858 ada, 1 numaralı parselin değer tespiti için;

- ✓ **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmaları sonucunda, **gayrimenkulün değeri tespit** edilmeye çalışılmıştır.
- ✓ **Değerleme konusu parselin kısmen "kat karşılığı inşaat sözleşmesine konu edilerek" edinilmiş olması sebebiyle, bu sözleşme gereği yükümlülüklerin öngörülen değerleri parsel değerinden ayrıca düşülmek suretiyle, "kat karşılığı sözleşmesi dikkate alınmak suretiyle hesaplanan Parsel değeri" ayrıca verilmiştir.**

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ **Parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almaması nedeni ile Ayrıştırma Yöntemi kullanılamamış,**
- ✓ **858 ada, 1 numaralı parsel için Torunlar GYO ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi arasında Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi yapıldığı,**
- ✓ **Uygulama İmar Planı doğrultusunda,**
 - *"Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. **Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz."***
- ✓ **Maddesi göz önünde bulundurularak 858 ada, 4 numaralı parselde inşa edilmekte olan Mall Of İstanbul Projesi ile bir bütün halinde geliştirilebileceği, dikkate alınarak parsel üzerinde bu belirsizlikler ortadan kalkmadan geliştirilecek projenin tamamen varsayımlara dayanacağı düşünülmektedir.**

Ancak, UDS'nın 2.7'nci maddesi uyarınca söz konusu gayrimenkulün değerinin hesaplanmasına yönelik Emsal Karşılaştırma, Gelir İndirgeme ve Maliyet Yaklaşımları ve bu yaklaşımlarla bağlantılı yöntemlerden en az iki tanesinin kullanılması suretiyle değer takdirinde bulunulması gereği, değerlendirme konusu parselin Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan değerinin farklı bir yöntem ile teyit edilmesi amacıyla Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi ile parselin tamamının arazi kalıntı değeri ve buradan kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca arsa değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

- ✓ **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Proje Analizi)** çerçevesinde; değerlendirme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel** üzerinde Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörüsüyle, parsel geliştirme yaklaşımına uygun olarak **İNA Analizi** gerçekleştirilmiştir. **Bu çalışma 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespiti amacı ile değil, Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile belirlenen değerın sınanması amacıyla tamamen varsayımlara dayalı olarak yapılmıştır.**
- ✓ **Konu parselin Uygulama İmar Planı'nın "Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz."** Maddesine bağlı kalınarak bitişindeki Mall Of İstanbul Projesinin konumlandığı parsel ile fonksiyon dağılımı yapılarak "Ticari" kullanım amaçlı geliştirileceği varsayılmıştır.
- ✓ Raporun 6.5.2. bölümünde detayları verileceği üzere, **~68.701,-m²** kapalı alanlı **Ticari (Ofis)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.
 - Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan satılık ofis emsalleri araştırılarak **projenin olası geliri** hesaplanmış,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.
 - Bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri (Arazi kalıntı değeri) hesaplanmaya çalışılmıştır.**

858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde gerçekleştirilmekte olan Mall Of İstanbul projesinin değer tespiti için ise;

- ✓ **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 (tamamlanma oranına göre) değerine** ulaşılmıştır.
- ✓ Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir. **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi**, bulunan değerın, konu mülkün henüz gelir yaratmadığı ve geliştirilmekte olduğu dikkate alınarak, bir çok varsayıma dayandığı ve sapmasının yüksek olabileceği düşünülmüş, değer tespitine esas alınmak yerine diğer yöntemle bulunan değerın uyumluluk kontrolünde kullanılmasının uygun olacağı kabul edilmiştir.

6.5. 858 ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti

6.5.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile 858 Ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçüm, m ²	EMSAL BEDELİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1	Basın Ekspres Yolu'na ve Halkalı Caddesi'ne yakın konumlu, MİA 'da kalan, Emsal:2, yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	3.328	13.735.575	4.127	6.750.000	2.028
Emsal 2	Mahmutbey de, Konu mülke yakın Peyami Safa Caddesine cepheli, MİA 'da kalan, Emsal:2, yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	1.900	8.750.070	4.605	4.300.000	2.263
Emsal 3	Mahmutbey, MİA 'da kalan, Emsal:2, yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	4.300	20.349.000	4.732	10.000.000	2.326
Emsal 4	Küçükçekmece , Mahmutbey Halkalı Caddesine yakın konumlu Prestij+Hizmet imarlı, Emsal:2, yapılaşma haklarına sahip arsa satılıktır.	8.105	28.488.600	3.515	14.000.000	1.727

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- Bölgede yer alan Prestij + Hizmet ve MİA imarlı, E:2 yapılaşma hakkına sahip arsaların m² satış bedelleri, konumları ve arsa yüzölçümleri doğrultusunda **~3.500,-TL (1.727,- ABD\$) ile ~4.750,-TL (2.326,-ABD\$)** aralığında olduğu,
- MİA alanında yer alan ve Mahmut Bey otoban çıkışına yakın/otobana veya Basın Ekspres Yoluna cepheli, İSTOÇ yakını arsaların m² satış bedellerinin ise **~4.130,-TL (2.030,- ABD\$) ile ~4.750,-TL (2.326,-ABD\$)** aralığında olduğu,
- Bölgede konu parsellerin imar durumuna sahip arsa arzının kısıtlı olduğu,
- Emsal 1'de yer alan arsanın BasınEkspres Caddesi ve Halkalı Caddesine yakın konumlu olduğu,
- Emsal 2'de yer alan arsanın konu mülke çok yakın konumlu olduğu,
- Emsal 3'de yer alan arsanın MİA imarlı olduğu ve Ordu Caddesine yakın konumda yer aldığı,
- Emsal 4'de yer alan arsanın konu mülklere çok uzak konumlu olduğu ve Prestij + Hizmet imarlı olduğu,
- Tabloda yer alan emsallerin ortalama m² emsal bedelinin 4.488,-TL olduğu (Emsal 4'de yer alan arsa konum olarak konu mülklere örtüşmediği için ortalama dışı tutulmuştur.)

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda değerlendirme konusu, 858 ada, **1 numaralı parsel**

- ✓ "Özel Sosyal Tesis Alan"ında kalmakta olup, çevrede bu imara sahip arsa bulunmamıştır.
- ✓ Ancak, plan notunda yer alan "Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve / veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir." açıklaması gereği iki parselin birlikte kullanılabilmesi düşünülmekte olup,

m² emsal değerinin tutucu bir yaklaşımla **3.750,-TL (~1.843,-ABD\$)** olabileceği kanaatine varılmış olup, aşağıdaki tabloda parsellerin toplam değerleri verilmiştir.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA (PİYASA) YAKLAŞIMI	
Ada No. / Parsel No.	858/1
Parsel Yüzölçümü, m ²	18.208,90
m ² Satış Bedeli, TL	3.750,00
Parsel Değeri, TL	68.283.375

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, 858 ada, **1 numaralı parselin** adil piyasa değeri **68.283.375,-TL** olarak tespit edilmiştir.

Ancak, Rapor'un 5.3.1 bölümünde detayları verildiği üzere, 858 ada 1 Parselin geliştirilmesi amacıyla eski parsel sahibi ile "Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi" imzalanmıştır.

- Mevcut alan üzerinde geliştirilecek projenin henüz belirlenmediği,
- Sözleşme uyarınca arsa bedeli karşılığı olarak verilecek kapalı alanların, aynı proje kapsamındaki diğer parsel üzerinde de yer alabileceği,
- Malik Şirket'e Parsel devrinin gerçekleştirilmiş olduğu,

Husularını dikkate alınarak parselin geliştirilmesi durumunda, kat karşılığı olarak eski malike verilmesi sözleşmeye bağlanan kapalı alanların değeri parsel değerinden düşülmüş ve "kat karşılığı inşaat

sözleşmesi" dikkate alınarak ayrıca değer belirlenmiştir. Konu Sözleşmeye göre, **eski malike 7.500,- 8.000,-m² aralığında, kat brüt alanı üzerinden hesaplanacak ofis alanı verileceği dikkate alınmış** ve günümüz itibariyle proje ofis alanları için öngörülen emsal satış bedeli olan **2.500,-ABD \$** değer esas alınmak suretiyle hesaplanan arsa karşılığı bedel düşülmek suretiyle, parsel'in malik Şirket tarafından sahip olunan kısmının "**kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca değeri**" belirlenmiştir.

858 ada, 1 parselin "kat karşılığı sözleşmesi uyarınca değeri" aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Ada No. / Parsel No.	858/1
Parsel Yüzölçümü, m ²	18.208,90
m ² Satış Bedeli, TL	3.750,00
Parsel Değeri, TL	68.283.375
Eski Malike Verilecek Ofis Alanı, m ²	8.000
Öngörülen Ofis m ² Emsal Bedeli, ABD\$	2.500
Toplam Ofis Emsal Bedeli, ABD\$	20.000.000
Toplam Ofis Emsal Bedeli, TL	40.698.000
858/1 Parsel TRGYO Payı (Sözleşme Sonrası) Arsa Değeri, TL	27.585.375

Sonuç olarak, **858 ada, 1 parselin adil piyasa değeri;**

- ✓ Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **27.585.375,-TL,**
- ✓ Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL,**

olarak belirlenmiştir.

6.5.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi ile 858 Ada, 1 Numaralı Parselin Değer Tespiti

Değerleme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel üzerinde, Uygulama İmar Planı'nın "Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz."** maddesine bağlı kalınarak bitişindeki Mall Of İstanbul Projesinin konumlandığı parsel ile fonksiyon dağılımı yapılarak, "Ticari" kullanım amaçlı olarak proje geliştirilmiştir.

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ Parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almaması nedeni ile Ayrıştırma Yöntemi kullanılamamış,
- ✓ **858 ada, 1 numaralı parsel için Torunlar GYO ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi arasında Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi yapıldığı,**
- ✓ **Uygulama İmar Planı doğrultusunda,**

- "*Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz.*"

- ✓ Maddesi göz önünde bulundurularak **858 ada, 4 numaralı parselde inşa edilmekte olan Mall Of İstanbul Projesi ile bir bütün halinde geliştirilebileceği,**

dikkate alınarak parsel üzerinde bu belirsizlikler ortadan kalkmadan geliştirilecek projenin tamamen varsayımlara dayanacağı düşünülmektedir.

Ancak, UDS'nın 2.7'nci maddesi uyarınca söz konusu gayrimenkulün değerinin hesaplanmasına yönelik Emsal Karşılaştırma, Gelir İndirgeme ve Maliyet Yaklaşımları ve bu yaklaşımlarla bağlantılı yöntemlerden en az iki tanesinin kullanılması suretiyle değer takdirinde bulunulması gereği, değerlendirme konusu parselin Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

sonucu bulunan değerinin farklı bir yöntem ile teyit edilmesi amacıyla Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi ile parselin tamamının arazi kalıntı değeri ve buradan kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca arsa değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

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

Proje özeti: 18.208,90 m² yüzölçümlü konu parsel üzerinde toplam **~68.701,-m²** brüt kapalı alanlı **Ticaret (Ofis)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.

- ✓ Projenin, 5 bodrum kat + zemin kat + 34 normal katlı olacağı planlanmakta olup, toplam **68.701,36 m² brüt kapalı alanlı** olarak varsayılmıştır.

Proje Kapalı Alan Varsayımı	
Parsel Yüzölçümü, m ²	18.208,90
Emsal (E)	2,00
Emsale Dahil Yapılabilir İnşaat Alanı, m²	36.417,80
Emsal Dışı Kapalı Alan, m²	32.283,56
Emsal Dışı Satılabilir Kapalı Alan, m ²	7.283,56
Emsal Dışı Ortak Alan, m ²	25.000,00
Toplam İnşaat Alanı, m²	68.701,36

- ✓ **Emsal dışı kapalı alan**, 28.08.2008 onay tarihli 1/1000 ölçekli, İkitelli Tepeüstü Mevkii 2453, 2769, 2858, 2859, 2860, 2881, 2882, 2883, 2958, 3149 Parsellere İlişkin Uygulama İmar Plan Değişikliği Planı, Planlı Alanlar Tip İmar Yönetmeliği, İstanbul Otopark Yönetmeliği, Sığınak Yönetmeliği'ne göre toplam **32.283,56 m²** olarak hesaplanmış olup, detayları aşağıda verilmiştir.

- **Ticari Ünitelerde Emsal Dışı Alan;** Zemin üstünde Planlı Alanlar Tip İmar Yönetmeliği 16.Madde, 4.Bendi; "*Bulunduğu katın emsale dahil alanının toplam % 20'sini geçmemek koşuluyla; sökülür-takılır-katlanır cam panellerle kapatılmış olanlar dahil olmak üzere balkonlar, açık çıkmalar ile kat bahçe ve terasları, kış bahçeleri, iç bahçeler, tesisat alanı, yangın güvenlik koridoru, bina giriş holleri, kat holleri, asansör önü sahanlıkları, kat ve ara sahanlıkları dahil açık veya kapalı merdivenler emsale dahil edilmez.*" doğrultusunda **7.283,56 m²**

- **Emsal Dışı Ortak Alanlar;**

I. Ticari Üniteler Otopark Kapalı Alanı; İstanbul Otopark Yönetmeliği'nin 7.02 maddesinde belirtildiği üzere "*Ticari Amaçlı Binalar ve Büro Binaları için her 50 m²'ye 1 adet otopark yapılacaktır*" maddesi doğrultusunda **toplam 18.208,90 m²** kapalı alanlı otopark,

II. Ticari Üniteler Sığınak Kapalı Alanı; Sığınak Yönetmeliği'nin 8. Maddesi; "*Kişi başına en az net bir metrekairelik sığınak yeri ayrılır. Diğer bina ve tesislerde veya konut ve kalıcı veya geçici konaklama içermeyen bağımsız bölüm veya mekânlarda, kişi sayısı emsale konu alanının 20 sayısına bölünmesi sonucu çıkan sayıdır.*" maddesi doğrultusunda **toplam 1.820,89 m²** kapalı alanlı sığınak,

III. Teknik ve Diğer Kapalı Alanlar 4.970,21 m²

Olarak öngörülmüştür.

Projenin,

- ✓ 5 bodrum kat + zemin kat + 34 normal katlı olması,
- ✓ Bodrum katların her birinin ~5.000,-m² taban alanlı olması,
- ✓ Zemin kat taban alanının ~1.250,-m² brüt kapalı alanlı olması,

planlanmıştır.

Ofis bloğunun,

- ✓ 5., 4., 3., 2. Ve 1. Bodrum katında, teknik alanlar ve otopark alanları,
- ✓ Zemin ve normal katlarında, ofis bölümlerinin

Yer alması planlanmaktadır.

i. PROJE FİNANSAL VARSAYIMLARI;

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

İskonto Oranı	11,00%
Risksiz Getiri Oranı ^(*)	6,00%
Sektör Riski	2,50%
Risk Primi	1,25%
Proje Riski	1,25%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli 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.

- ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:** Konu parsel üzerinde yer alacak **Ticari (Ofis)** projesinin geliştirilmesi durumunda toplam proje geliştirme maliyetleri aşağıda sunulmuştur.

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır;

- **Ticari (Ofis) yapı maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark – Ortak Alan yapı maliyeti** 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Yeraltı garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **687,08 TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- **Hafriyat Maliyeti**, toplam yapı maliyetinin %2'si oranında varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.
- **Çevre Düzenlemesi maliyeti**, toplam Yapı Maliyetinin %3'ü oranında varsayılmış ve hesaplamalara dahil 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.		

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda hesaplanan proje geliştirme yapı maliyeti aşağıda sunulmuştur.

Proje Geliştirme Maliyeti	
Ofis Kapalı Alanı, m²	43.701
m ² Birim Değeri, TL/m ²	1.875
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049
Ofis Yapı Maliyeti, TL	89.554.819
Ortak-Teknik Alan ve Otopark Kapalı Alanı, m²	25.000
m ² Birim Değeri, TL/m ²	687
Ortak-Teknik Alan ve Otopark Kapalı Alanı Yapı Maliyeti, TL	17.177.000

Hafriyat Maliyetleri, TL	2.134.636
Çevre Düzenlemesi Maliyeti, TL	3.265.994
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, TL	112.132.449
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, TL	55.104.648

Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde geliştirilmesi planlanan **Ticari (Ofis)** kullanım fonksiyonlu projenin yapı maliyeti **112.132.449,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **55.104.648,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Ticari (Ofis) kullanım fonksiyonlu projenin inşasına 2014 yılı son çeyreğinde başlanacak olup, 2016 yılı sonunda inşai çalışmaların tamamlanacağı ve **Ticari (Ofis)** kullanım fonksiyonlu projede yaşamın başlayacağı planlanmıştır. **Ticari (Ofis)** kullanım fonksiyonlu projenin toplam geliştirme süresinin 40 ay (2 yıl 4 ay) olacağı varsayılmıştır. Bu bilgiler doğrultusunda projenin tamamlanma oranını ve tamamlanma oranına göre yıllar itibari ile gerçekleştirilecek maliyetler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2014	2015	2016
Öngörülen Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	55.104.648	56.757.788	58.460.521
Tamamlanma oranı %	0,1	0,45	0,45
Yıllar İtibari ile Öngörülen Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$	5.510.465	25.541.004	26.307.235

Yukarıda detaylı şekilde verilen maliyet kalemleri 2014 yılı değerleri olup, proje süresince her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

- iii. **PROJE GELİR VARSAYIMLARI:** Konu parsel üzerinde konumlandırılması planlanan **Ofis** projesinin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal veriler aşağıda sunulmuştur.

Ofis Satış Geliri: Gayrimenkulün yakın çevresinde yer alan yer alan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümler için, bölgede tespit edilen emsaller aşağıda yer almaktadır.

Satılık Ofisler					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m ²	Emsal Bedeli, ABD\$	m ² Emsal Bedeli, ABD\$	m ² Emsal Bedeli, TL
BATIŞEHİR	K 1 Blok / A Tipi	289,07	682.116	2.360	4.802
	K 1 Blok / B Tipi	289,58	653.711	2.257	4.594
	K 3 Blok	77,32	155.373	2.009	4.089
İstanbul Vizyon Park	8. Kat,	25,00	81.500	3.260	6.634
	A Blok, Köşe manzaralı	253,00	820.000	3.241	6.595
	9.Kat	56,00	165.000	2.946	5.996
	5. Kat	187,00	350.000	1.872	3.809
	A1 Blok, 7. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	141,00	485.000	3.440	6.999
B1 Blok, 6 Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	171,00	560.000	3.275	6.664	
Kuyumcukent	1. Plaza, 4. Kat	150	600.000	4.000	8.140
	1. Plaza	35	120000	3.429	6.977

Yukarıda yer alan ofis emsallerinin irdelenmesi sonucunda;

- Batışehir’de yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **4.089,-TL ile 4.802,-TL** aralığında;
- İstanbul Vizyon Park’ta yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **3.809,-TL ile 6.999,-TL** aralığında;
- Kuyumcukent’te yer alan ofislerin, ise buldukları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **6.977,-TL ile 8.140,-TL** aralığında

alım satım konu olduğu tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, Proje içerisinde yer alan ofislerin **2014 yılı için öngörülen ortalama m² satış bedellerini** ve yıllar itibariyle beklenen satış yüzdelerini gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2014	2015	2016	2017	2018
Ofis Toplam Satılabilir Alan, m²	43.701				
m ² Satış Bedeli, ABD\$	2.500	2.575	2.652	2.732	2.814
Yıllar İtibari ile Toplam Ofis Satış Geliri, ABD\$	109.253.400	112.531.002	115.906.932	119.384.140	122.965.664
Satış Oranı, %	0%	0%	30%	50%	20%
Yıllar İtibari ile Satış Oranına Göre Ofis Satış Geliri, ABD\$	0	0	34.772.080	59.692.070	24.593.133

Ofislerin m² satış bedellerinin, ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda detaylı şekilde verilen proje gelir kalemleri 2014 yılı (günümüz) değerleriyle öngörülmüş olup, proje süresince her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

İNA ANALİZİ:

Yukarıda verilen varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İNA analizi aşağıda sunulmuştur.

	2014	2015	2016	2017	2018
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	-5.510.465	-25.541.004	-26.307.235		
İnşaat Maliyeti, ABD \$	-5.510.465	-25.541.004	-26.307.235		
Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$	0	0	34.772.080	59.692.070	24.593.133
Konut Satış Geliri, ABD\$	0	0	34.772.080	59.692.070	24.593.133
Proje Net Nakit Akımı, ABD \$	-5.510.465	-25.541.004	8.464.845	59.692.070	24.593.133
İskonto Oranı	0,110	0,110	0,110	0,110	0,110
İskonto Faktörü	1,04	1,15	1,28	1,42	1,57
1 / İskonto Faktörü	0,96	0,87	0,78	0,71	0,64
Nakit Akımlarının NBD, ABD \$	-5.315.561	-22.196.058	6.627.259	42.102.566	15.627.259
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$					36.845.464
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,0536
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$ (Arazi Kalıntı Değeri)					38.819.106
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL (Arazi Kalıntı Değeri)					78.992.998

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi doğrultusunda, değerlendirme konusu **858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde "Ticari (Ofis)"** kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmesi halinde toplam arazi kalıntı değeri **78.992.998,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **38.819.106,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Ancak, Rapor'un 5.3.1 bölümünde detayları verildiği üzere, 858 ada 1 Parselin geliştirilmesi amacıyla eski parsel sahibi ile **"Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi"** imzalanmıştır.

- Mevcut alan üzerinde geliştirilecek projenin henüz belirlenmediği,
- Sözleşme uyarınca arsa bedeli karşılığı olarak verilecek kapalı alanların, aynı proje kapsamındaki diğer parsel üzerinde de yer alabileceği,
- Malik Şirket'e Parsel devrinin gerçekleştirilmiş olduğu,

Hususları dikkate alınarak parselin geliştirilmesi durumunda, kat karşılığı olarak eski malike verilmesi sözleşmeye bağlanan kapalı alanların değeri parsel değerinden düşülmüş ve **"kat karşılığı inşaat sözleşmesi"** dikkate alınarak ayrıca değer belirlenmiştir. Konu Sözleşmeye göre, **eski malike 7.500,- 8.000,-m² aralığında, kat brüt alanı üzerinden hesaplanacak ofis alanı verileceği dikkate alınmış** ve günümüz itibariyle proje ofis alanları için öngörülen emsal satış bedeli olan **2.500,-ABD \$** değer esas alınmak suretiyle hesaplanan arsa karşılığı bedel düşülmek suretiyle, parsel'in malik Şirket tarafından sahip olunan kısmının **"kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca değeri"** belirlenmiştir.

858 ada, 1 parselin "kat karşılığı sözleşmesi uyarınca değeri" aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Parsel Değeri, TL	78.992.998
Eski Malike Verilecek Ofis Alanı, m²	8.000
Öngörülen Ofis m² Emsal Bedeli, ABD\$	2.500
Toplam Ofis Emsal Bedeli, ABD\$	20.000.000
Toplam Ofis Emsal Bedeli, TL	40.698.000
858/1 Parsel TRGYO Payı (Sözleşme Sonrası) Arsa Değeri, TL	38.294.998

Sonuç olarak, **858 ada, 1 parselin adil piyasa değeri**;

- ✓ Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **38.294.998,-TL**,
- ✓ Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **78.992.998,-TL**,

olarak belirlenmiştir.

6.6. 858 ada, 4 Numaralı Parselin (Mall Of İstanbul Projesi) Değer Tespiti

6.6.1. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)

Ayırıştırma Yöntemi doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin **Arsa Değeri** ve **Yapı Değeri** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkulün toplam değeri tespit edilmiştir. Bu yöntemde, yapıların hali hazırda geliştirilmekte olduğu ve bu nitelikte emsal bulunamayacağından hareketle;

- **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.

6.6.1.1 Arsa Değerlerinin Tespiti

Rapor'un 6.5.1'inci bölümünde detayları verilen emsal araştırmaları doğrultusunda değerlendirme konusu, 858 ada, **4 numaralı parselin**

- ✓ Ana arterlere **yakın konumu** ve yüksek görünürlüğü,
- ✓ **Ticaret ve Hizmet Alanı** imarı
- ✓ Yüksek donatı alanları oluşturma imkanı tanıyan **büyük yüzölçümü**,

göz önünde bulundurularak m² emsal değerinin **5.200,-TL (~2.555,-ABD\$)** olabileceği kanaatine varılmış olup, aşağıdaki tabloda parsellerin toplam değerleri verilmiştir.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA (PIYASA) YAKLAŞIMI	
Ada No. / Parsel No.	858/4
Parsel Yüzölçümü, m²	122.718,62
m² Satış Bedeli, TL	5.200,00
Parsel Değeri, TL	638.136.824

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, 858 ada, **4 numaralı parselin** adil piyasa değeri ise **638.136.824,-TL** olarak tespit edilmiştir.

6.6.1.2 Yapı Değerlerinin Tespiti

Değerleme konusu 858 ada, **4 numaralı parsel** üzerinde Mall Of İstanbul projesi geliştirilmeye başlanmıştır.

Değerleme konusu Mall Of İstanbul Projesinin mahaller itibari ile farklılaşmaya gidilerek, toplam yapı değerleri bulunmuştur.

- **AVM ve Ofis Alanı Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve İşyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** esas alınmış,

- **Residence Alanı Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Mesken Binaları için 1. sınıf inşaat birim maliyeti olan **1.283,33 TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark ve Ortak Alanlar Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Yeraltı garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **687,08 TL/m²** esas alınmış,
- Eğlence Alanı maliyeti, Müşteri Şirket öngörülerini doğrultusunda 15.000.000,-ABD\$ olarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti, toplam yapı maliyetinin **%2'si** oranında olacağı varsayılmıştır.

Mimari ve Mühendislik Bedeli Oranı	3%
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin % 3'ü oranında varsayılmıştır.	
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı	3%
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı, inşaat maliyeti ve Mimari ve Mühendislik Bedelleri toplamının % 3'ü oranında varsayılmıştır.	
Diğer Giderler Oranı	3%
Diğer Giderler, toplam maliyetlerin % 3'ü oranında varsayılmıştır.	

858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde ise, yapı ruhsatına göre toplam **656.528,-m²** kapalı alanlı yapı inşa edilecek olup, yapı maliyeti bu kapalı alan üzerinden hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2+3+4+5+6)	753.119.023
1) AVM İnşaat Maliyeti	264.733.839
Σ Kapalı Alanı, m²	129.186,00
Birim Maliyet	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	57,95
Diğer Maliyetler	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet	2.049,25
Tamamlanma Oranı,%	79,25%
AVM Tamamlanma Maliyeti, TL	209.801.568
2) Residence İnşaat Maliyeti	137.007.577
Σ Kapalı Alanı, m²	97.700,00
Birim Maliyet	1.283,33
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	38,50
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	39,65
Diğer Maliyetler	40,84
Giydirilmiş Birim Maliyet	1.402,33
Tamamlanma Oranı, %	76,05%
Residence Tamamlanma Maliyeti, TL	104.194.262
3) Ofis İnşaat Maliyeti	17.281.288
Σ Kapalı Alanı, m²	8.433,00
Birim Maliyet	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	57,95
Diğer Maliyetler	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet	2.049,25
Tamamlanma Oranı, %	66,30%
Ofis Tamamlanma Maliyeti, TL	11.457.494
4) Otopark ve Ortak Alan İnşaat Maliyeti	289.404.280
Otopark Maliyeti, TL	160.238.139
Σ Kapalı Alanı, m²	233.216,13
Birim Maliyet	687,08
Tamamlanma Oranı, %	100,00%
Otopark Tamamlanma Maliyeti, TL	160.238.139
Ortak Alan Maliyeti, TL	129.166.141
Σ Kapalı Alanı, m²	187.992,87

Birim Maliyet	687,08
Ortak Alan Tamamlanma Maliyeti, TL	100.048.655
5) Eğlence Alanı Maliyeti^(*), TL	30.523.500
6) Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	14.168.540

(*) Eğlence alanı maliyeti, Müşteri Şirket öngörülerini doğrultusunda 15.000.000,-ABD\$ (değerleme tarihi itibari ile 30.523.500,-TL) olarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.

Yerinde yapılan incelemeler sonucu,

- ✓ **AVM** bölümünün tamamlanma oranı **%79,25**
- ✓ **Residence** bölümünün tamamlanma oranı **%76,05**
- ✓ **Ofis** bölümü tamamlanma oranı **%66,30**
- ✓ **Otopark** tamamlanma oranı **%100**
- ✓ **Ortak** alanlar tamamlanma oranı ise, yapılar bazında ayrıştırılarak hesaplanmıştır.

Maliyet esasına göre **toplam proje tamamlanma oranı ~%77,78** olarak tespit edilmiştir.

Mall Of İstanbul Projesinin ortalama tamamlanma oranına göre **Mevcut İnşaat Maliyeti** hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Projenin Tamamlanması Halinde Toplam İnşaat Maliyeti, TL	753.119.023
(*) Tamamlanma Oranı, %	77,78%
Projenin Mevcut İnşaat Maliyeti, TL	585.740.117
Projenin Tamamlanması İçin Gerekli İlave Maliyet, TL	167.378.906

(*)Tamamlanma yüzdelerini gösteren detaylı tablo Ek: 5'de sunulmuştur.

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı ile, **858 ada, 4 numaralı parsel** üzerinde inşai çalışmaları devam eden projenin;

- ✓ %100 tamamlanması halinde inşaat maliyeti **753.119.023,-TL**
- ✓ Değerleme tarihi itibariyle **mevcut (%77,78 Tamamlanma oranına göre) inşaat maliyeti 585.740.117,-TL**
- ✓ Tamamlanması için gerekli ilave inşaat maliyeti **167.378.906,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.6.1.3 Gayrimenkulün Toplam ve Mevcut Değerlerinin Tespiti

858 ada, 4 parsel numaralı gayrimenkulün (Mall Of İstanbul Projesi) toplam değeri, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **arsa** değerine, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan **inşaat maliyet tutarı** ilave edilmek suretiyle hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

AYRIŞTIRMA YÖNTEMİ (TAMAMLANMASI HALİNDE TOPLAM DEĞERİ)	
Parsel Değeri, TL	638.136.824
Yapı Değeri, TL (%100 Tamamlanması Durumunda)	753.119.023
Toplam Değer, TL	1.391.255.847

Ayrıca, değerlendirme tarihi itibariyle Projenin tamamlanma yüzdesi tespit edilmiş ve bu doğrultuda **Projenin Mevcut Durum değeri** hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

AYRIŞTIRMA YÖNTEMİ (MEVCUT DURUM DEĞERİ)	
Parsel Değeri, TL	638.136.824
Yapı Değeri, TL (%77,78 Tamamlanma Oranına Göre)	585.740.117
Tamamlanma Oranına Göre Toplam Değer, TL	1.223.876.941

Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda, 858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde inşaatı devam eden **Mall Of İstanbul** projesinin,

- ✓ **Mevcut durum değeri (%77,78 tamamlanma ile) 1.223.876.941,-TL**
- ✓ Tamamlanması halindeki bu günkü değeri ise, **1.391.255.847,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.6.2. Gelirlerin Kapitalizasyonu–İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayımına dayalı bu yöntem ile, değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda ulaşılan kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

FİNANSAL VARSAYIMLAR: Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

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

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

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

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

GELİR VARSAYIMLARI: Projenin değerlemesinde kullanılacak gelirlerin tespitinde;

- **Konut ve ofis alanlarının satışa konu edileceği,**
- **AVM alanlarının ise kiralamaya konu edileceği,**

varsayılmıştır.

Konut Satış Gelirleri: Değerleme konusu Projenin konumlandığı bölgede son yıllarda birçok konut projesi hayata geçirilmiştir. Bölgede yer alan bazı konut projelerinin özellikleri, konumları, satış bedelleri ve m² satış bedelleri aşağıda sunulmuştur.

Emsal Projeler					
Proje Adı	Lokasyon	Daire Tipi	Satış Bedeli, TL	m ² Emsal Bedeli, TL	m ² Emsal Bedeli, ABD\$
Batışehir	Bağcılar	Stüdyo (47,07m ² -87,14m ²)	188.000,-TL - 323.000,-TL	3.994 - 3.706	1.962 - 1.821
		1+1 (64,57m ² - 73,61m ²)	321.000,-TL - 280.000,-TL	4.971 - 3.803	2.443 - 1.868
		1,5+1 (145,11m ²)	524.000,-TL	3.611	1.775
		2+1 (96,57m ² - 133,37m ²)	402.000,-TL - 489.000,-TL	4.163 - 3.666	2.045 - 1802
		3+1 (144,83m ² - 171,51m ²)	500.000,-TL - 514.000,-TL	3.452 - 2.997	1.696 - 1.473
		4+1 (198,63m ² - 216,83m ²)	759.000,-TL - 818.000,-TL	3.832 - 3.773	1.883 - 1.854
		DUBLEKS (112,08m ² -247,56m ²)	466.000,-TL - 762.000,-TL	4.158 - 3.078	2.043 - 1.513
Ağaoğlu Myworld Europe	Başakşehir	1+1 (71 m ² - 87,71m ²)	250.000,-TL - 300.000,-TL	3.521 - 3.420	1.730 - 1.681
		2+1 (95 m ² - 123m ²)	370.000,-TL - 494.000,-TL	3.895 - 4.016	1.914 - 1.973
		3+1 (156,04m ² - 159,8m ²)	496.000,-TL - 600.050,-TL	3.179 - 3.755	1.562 - 1845
Divan	Halkalı	1+1 (86,-m ²)	328.000,-TL - 434.000,-TL	3814 - 5.046	1874 - 2.479
		1+1 (94,-m ² - 96,-m ²)	410.000,-TL - 471.000,-TL	4.361 - 4.906	2.143 - 2.411
		2+1 (119,-m ² - 120,-m ²)	419.000,-TL - 556.000,-TL	3.521 - 4.633	1.730 - 2.277
Avrupa Konutları, Atakent 3	Küçükçekmece	1+1 (83,24m ² - 93,28m ²)	339.700,-TL - 371.300,-TL	4.081 - 3.980	2.005 - 1.956
		2+1 (120,83m ² - 151,m ²)	404.900,-TL - 567.000,-TL	3.351 - 3.755	1.647 - 1.845
		3+1 (134,98m ² - 177,23m ²)	511.300,-TL - 694.400,-TL	3.788 - 3.918	1.861 - 1.925
		4+1 (191,28m ²)	735.100,-TL	3.843	1.889

Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ 1+1 daire tipi konutların m² emsal bedellerinin **3.420,-TL ile 4.971,-TL (1.681,-ABD\$ ile 2.443,-ABD\$),**
- ✓ 2+1 daire tipi konutların m² emsal bedellerinin **3.351,-TL ile 4.633,-TL (1.647,-ABD\$ ile 2.277,-ABD\$),**
- ✓ 3+1 daire tipi konutların m² emsal bedellerinin **2.997,-TL ile 3.918,-TL (1.473,-ABD\$ ile 1.925,-ABD\$),**
- ✓ 4+1 daire tipi konutların m² emsal bedellerinin **3.773,-TL ile 3.843,-TL (1.854,-ABD\$ ile 1.889,-ABD\$),**

olduğu tespit edilmiştir.

Bu tespitler doğrultusunda, Proje içerisinde yer alan stüdyo, 1+1, 1,5+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 dairelerin 2014 yılı için **öngörülen ortalama m² emsal bedellerini** ve yıllar itibariyle beklenen satış yüzdeleri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2014	2015
Konut m² Satış Bedeli, ABD\$	2.000	2.060
Konut Satış Oranı,%	80%	20%

Konutların m² satış bedellerinin, ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Ofis Satış Gelirleri: Gayrimenkullerin yakın çevresinde yer alan yer alan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümler için, bölgede tespit edilen emsaller aşağıda yer almaktadır.

Satılık Ofisler					
Proje Adı	Blok / Kat	Kapalı Alan, m ²	Emsal Bedeli, ABD\$	m ² Emsal Bedeli, ABD\$	m ² Emsal Bedeli, TL
BATIŞEHİR	K 1 Blok / A Tipi	289,07	682.116	2.360	4.802
	K 1 Blok / B Tipi	289,58	653.711	2.257	4.594
	K 3 Blok	77,32	155.373	2.009	4.089
İstanbul Vizyon Park	8. Kat,	25,00	81.500	3.260	6.634
	A Blok, Köşe manzaralı	253,00	820.000	3.241	6.595
	9.Kat	56,00	165.000	2.946	5.996
	5. Kat	187,00	350.000	1.872	3.809
	A1 Blok, 7. Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	141,00	485.000	3.440	6.999
	B1 Blok, 6 Kat, 29 Ekim Cad. cepheli	171,00	560.000	3.275	6.664
Kuyumcukent	1. Plaza, 4. Kat	150	600.000	4.000	8.140
	1. Plaza	35	120000	3.429	6.977

Yukarıda yer alan ofis emsallerinin irdelenmesi sonucunda;

- Batışehir'de yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **4.089,-TL ile 4.802,-TL** aralığında;
- İstanbul Vizyon Park'ta yer alan ofislerin, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **3.809,-TL ile 6.999,-TL** aralığında;
- Kuyumcukent'te yer alan ofislerin, ise buldukları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m² satış bedelleri **6.977,-TL ile 8.140,-TL** aralığında

alım satıma konu olduğu tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, Proje içerisinde yer alan ofislerin **2014 yılı için öngörülen ortalama m² satış bedellerini** ve yıllar itibariyle beklenen satış yüzdeleri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2014	2015	2016
Ofis m² Emsal Bedeli, ABD\$	2.500,0	2.575,0	2.652,3
Ofis Satış Oranı,%	60%	30%	10%

Ofislerin m² satış bedellerinin, ABD Doları bazında her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

AVM Kira Gelirleri: Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin olarak gayrimenkullerin konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları aşağıda detaylı bir şekilde verilmiştir.

ALIŞVERİŞ MERKEZİ	AÇILIŞ TARİHİ	İLÇE/ SEMT	YER SEÇİMİ	Σ KİRALANABİLİR ALAN, M ²	MAĞAZA SAYISI	MAĞAZA KİRA BEDELİ, ABD \$/M ² /AY
Airport AVM	2008	Bakırköy	Konut dokusuna yakın, karayolu üzerinde	32.000,00	120	50-60
Forum İstanbul	2009	Bayrampaşa	Konut dokusu ve merkezi işlevlere yakın	175.000,00	265	45-90
212 İstanbul Power Outlet	2009	Bağcılar	Konut dokusu ve finans merkezine yakın	70.000,00	175	60-80
Star City AVM	2010	Yenibosna	Karayolu Üzerinde	45.000,00	153	20-25

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, **2014 yılı emsal kira bedellerinin;**

- **Mağaza alanları** için metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta) **ortalama m² kira bedeli 25,-ABD\$/Ay,**
- **Büyük Ölçekli Mağaza Alanlarının** **ortalama m² kira bedelinin 10,-ABD\$/Ay,**
- **Yeme – İçme Alanları** için ortalama m² kira bedeli **50,-ABD\$/Ay,**
- **KİOSK**lar için **ortalama m² kira bedeli 150,-ABD\$/Ay,**

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

AVM içerisinde yer alan bölümlerin, yıllar itibariyle öngörülen doluluk oranı varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2014 ²	2015	2016	2017	2018-...
Mağaza/Büyük Ölçekli Mağaza Doluluk Oranı, %	80%	85%	90%	95%	98%
Yeme İçme Alanı Doluluk oranı	85%	90%	95%	98%	98%
KİOSK Doluluk Oranı, %	70%	70%	70%	70%	70%

KİOSK alanı için ise, KİOSK'ların çalışma şekillerine bağlı olarak günlük, haftalık, aylık kiralamalara konu olduğu, bu nedenle doluluk oranlarına ilişkin sağlıklı bir öngörüle bulunulamadığından sabit %70 doluluk öngörülmüştür.

AVM'nin, Projenin tamamlanmasının ardından 2014 yılı son çeyreğinde kiralamaya konu edilmesi planlanmıştır.

AVM Alanı Kira gelirleri, yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda hesaplanmış ve İNA Analizinde kullanılmıştır. AVM alanı kira gelirlerinin her yıl ABD Doları bazında %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ: Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde detaylı bir şekilde verildiği üzere Mall Of İstanbul Projesinin inşai çalışmaları başlamış ve proje bütünüün parasal anlamda ortalama %77,78'lik kısmı tamamlanmıştır. Aşağıdaki tabloda, toplam inşaat maliyeti, tamamlanan kısım inşaat maliyeti ve gerekli inşaat maliyeti belirtilmiştir.

	TL	ABD\$
Toplam İnşaat Maliyeti (Öngörü)	753.119.023	370.101.245
Tamamlanan Kısım Maliyeti (%77,78) (gerçekleşme)	585.740.117	287.847.126
Gerekli İnşaat Tamamlama Maliyeti (Öngörü)	167.378.906	82.254.119

Projenin, 2014 yılı üçüncü çeyreğinde tamamlanması planlanmakta olup, projenin tamamlanması için gerekli toplam inşaat maliyeti öngörüsü **82.254.119,-ABD \$** 'dir.

	2014
Proje Gerekli İnşaat Tamamlama Maliyeti, ABD\$	82.254.119
Gerçekleştirme Oranı, %	100%
Proje Gerekli İnşaat Tamamlama Maliyeti, ABD\$	82.254.119

İNA ANALİZİ: Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda hazırlanan Gelirlerin kapitalizasyonu – İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2014	2015	2016	2017	2018	DED
Toplam Satış Geliri , ABD\$	199.660.700	54.669.877	2.236.642			
Konut Satış Geliri, ABD\$	187.011.200	48.155.384				
Ofis Satış Geliri, ABD\$	12.649.500	6.514.493	2.236.642			
Toplam Kira Geliri, ABD\$	652.573	32.263.217	35.280.432	38.449.642	41.662.642	44.079.054
Mağaza Kira Geliri, ABD\$	466.638	23.070.605	25.247.893	27.535.055	29.936.724	31.808.557
Büyük Ölçekli Mağaza Kira Geliri, ABD\$	92.396	4.568.043	4.999.153	5.452.017	5.927.554	6.298.182
Yeme -İçme Alanı Kira Geliri, ABD\$	90.162	4.457.633	4.861.442	5.285.468	5.615.948	5.784.427
KİOSK Kira Geliri, ABD\$	3.377	166.936	171.944	177.102	182.415	187.888
Proje Tamalama Maliyeti, ABD\$	-82.254.119					
Proje Net Nakit Akımı	118.059.154	86.933.094	37.517.074	38.449.642	41.662.642	550.988.176
İskonto Oranı	0,110	0,110	0,110	0,110	0,110	0,110
İskonto Faktörü	1,110	1,232	1,368	1,518	1,685	1,870
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53
Nakit Akımlarının NBD	106.359.599	70.556.849	27.432.161	25.327.970	24.724.750	294.580.779
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$						548.982.109
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0536
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						578.388.541
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						1.176.962.843

Sonuç olarak, yukarıdaki varsayım ve öngörüler altında gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi doğrultusunda, Mall Of İstanbul Projesinin mevcut durum itibariyle (**%77,78** Tamamlanma oranına göre) adil piyasa değeri **1.176.962.843,-TL** olarak tespit edilmiştir.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu parseller üzerinde geliştirilmekte olan Mall Of İstanbul Projesinin, parselin "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmemiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan tüm analizlerde müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere,

Değerleme konusu 858 ada, **1 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

Beyanlar Bölümü:

- 2942 sayılı Kamulaştırma Kanunu'nun 7. Maddesine göre belirtme. (16.01.2008/910 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- 11164 sayılı kanununun 11. Maddesi Yönetmeliğin 44. Maddesi gereği Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü sattığı arsaları alanlar en geç 5 yıl içinde tasdikli imar planlarına uygun inşaat yapmak zorundadır. 5 yıl içinde imar planına uygun inşaat yapılmadıkça 3. şahıslara satılamaz ve devredilemez ve hacz edilemez. (01.01.1900/0 Yev.)
- İhtiyati Tedbir: Küçükçekmece 1.Asliye Hukuk Mahkemesi nin 04.08.2011 tarih 2011/731 sayılı Mahkeme sayılı yazıları ile. 05.08.2011 tarih ve 8587 yevmiye. (234194/24000 hissesi)
- İhtiyati Tedbir: Küçükçekmece 1.Asliye Hukuk Mahkemesi nin 04.08.2011 tarih 2011/731 sayılı Mahkeme sayılı yazıları ile. 05.08.2011 tarih ve 8587 yevmiye. (139/48000 hissesi)

İpotekler Bölümü:

- 858 ada, 1 numaralı parselin 234194/240000 hissesi üzerinde S.S. Masko İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi lehine, 1. Dereceden, **12.000.000,-TL** bedelli ipotek vardır. (26.01.2011/933 Yev.)

Değerleme konusu 858 ada, **4 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda verilmiştir.

İrtifak Bölümü:

- İrtifak hakkı vardır. (Özel Koşullar: A ile gösterilen 468,94m²'lik (B) Karayolları Genel Müdürlüğü (TCK) ile gösterilen 6.371,45 m²'lik kısımda yol emniyet ve bakım sahası olarak kullanılmak üzere imar planına göre Karayolları Genel Müdürlüğü lehine 4 parsel aleyhine yola terk edilmek üzere daimi irtifak hakkı) (Başlama Tarihi: 14.03.2012, Bitiş Tarihi: 19.02.2111; Süre: 99 Yıl) (15.03.2012/2809 Yev.)

İpotekler Bölümü:

- Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 31.05.2011 tarih ve 5995 yevmiye numarası ile 1. dereceden **300.000.000,-USD** bedelli ipotek vardır.

858 ada, 4 ve 5 numaralı parseller, eski 858 ada, 2 numaralı parselin ifrazı sonucu oluşmuş olup, 5 numaralı parsel "Plon Yeri" olarak, Türkiye Elektrik İletim A.Ş. adına tescil edilmiştir.

2942 sayılı Kamulaştırma Kanunu'nun 7. maddesinde "*İdare kamulaştırma kararı verdikten sonra kamulaştırmanın tapu siciline şerh verilmesini kamulaştırmaya konu taşınmaz malın kayıtlı bulunduğu tapu idaresine bildirir. Şerh tarihinden itibaren iki yıl içerisinde 13 üncü maddeye göre tebligata başlanılmamış ise bu şerh sicilden silinir.*" Belirtildiği üzere ilgili tapu idaresinden ilgili kurumlar adına herhangi bir işlem gerçekleşmediği öğrenilmiş olup, **söz konusu şerhlerin hükmünü yitirdiği kanaatine varılmıştır.**

Değerleme konusu,

- ✓ **858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde değeri etkilemeyen ancak, satışı ve devri kısıtlayıcı ihtiyati tedbir kararlarının bulunduğu,**
- ✓ **ihtiyati tedbir kararları ile ilgili yasal sürecin devam ettiği,**
- ✓ **parseller üzerinde yer alan ipoteklerin projenin finansmanı amacıyla konulduğu öğrenilmiştir.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Değerleme çalışmalarında, aşağıda UDES Standart 1’de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı 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.

858 ada, 1 numaralı parselin değer tespiti için;

- ✓ **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmaları sonucunda, **gayrimenkulün değeri tespit** edilmeye çalışılmıştır.
- ✓ **Değerleme konusu parselin kısmen “kat karşılığı inşaat sözleşmesine konu edilerek” edinilmiş olması sebebiyle, bu sözleşme gereği yükümlülüklerin öngörülen değerleri parsel değerinden ayrıca düşülmek suretiyle, “kat karşılığı sözleşmesi dikkate alınmak suretiyle hesaplanan Parsel değeri”** ayrıca verilmiştir.

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ Parsel üzerinde herhangi bir yapı yer almaması nedeni ile Ayrıştırma Yöntemi kullanılamamış,
- ✓ 858 ada, 1 numaralı parsel için Torunlar GYO ile S.S. MASKO İstanbul Mobilya ve Ahşap Eşya İmalatçıları Site İşletme Kooperatifi arasında Düzenleme Şeklinde Arsa Payı Karşılığı Kat Yapım Sözleşmesi yapıldığı,
- ✓ Uygulama İmar Planı doğrultusunda,
 - *"Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. **Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz.**"*

✓ Maddesi göz önünde bulundurularak 858 ada, 4 numaralı parselde inşa edilmekte olan Mall Of İstanbul Projesi ile bir bütün halinde geliştirilebileceği, dikkate alınarak parsel üzerinde bu belirsizlikler ortadan kalkmadan geliştirilecek projenin tamamen varsayımlara dayanacağı düşünülmektedir.

Ancak, UDS’nin 2.7’nci maddesi uyarınca söz konusu gayrimenkulün değerinin hesaplanmasına yönelik Emsal Karşılaştırma, Gelir İndirgeme ve Maliyet Yaklaşımları ve bu yaklaşımlarla bağlantılı yöntemlerden en az iki tanesinin kullanılması suretiyle değer takdirinde bulunulması gereği, değerlendirme konusu parselin Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan değerinin farklı bir yöntem ile teyit edilmesi amacıyla Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi ile parselin tamamının arazi kalıntı değeri ve buradan kat karşılığı inşaat sözleşmesi uyarınca arsa değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

- ✓ **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Proje Analizi)** çerçevesinde; değerlendirme konusu 858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde Mer’i imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörüsüyle, parsel geliştirme yaklaşımına uygun olarak **İNA Analizi** gerçekleştirilmiştir. **Bu çalışma 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespiti amacı ile değil, Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile belirlenen değer inşaat sözleşmesi uyarınca arsa değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.**
- ✓ **Konu parselin Uygulama İmar Planı’nın "Planlama alanı sınırları içerisinde mimari proje ile bütünlük ve süreklilik sağlamak amacıyla Ticaret + Hizmet Alanı ile Özel**

Sosyal – Kültürel Tesis Alanı arasında, yer altında ve/veya yer üstünde fiziki bağlantı yapılabilir. Gerekirse emsal ve fonksiyon dağılım oranları aynı kalmak koşulu ile bu fonksiyonlara ait yapılar birlikte tek bir parsel üzerinde projelendirilebilir. Her durumda toplam inşaat alanı emsal değerini aşamaz.” Maddesine bağlı kalınarak bitişindeki Mall Of İstanbul Projesinin konumlandığı parsel ile fonksiyon dağılımı yapılarak “Ticari” kullanım amaçlı geliştirileceği varsayılmıştır.

- ✓ Raporun 6.5.2. bölümünde detayları verileceği üzere, ~**68.701,-m²** kapalı alanlı **Ticari (Ofis)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.
 - Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan satılık ofis emsalleri araştırılarak **projenin olası geliri** hesaplanmış,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.
 - Bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri (Arazi kalıntı değeri) hesaplanmaya çalışılmıştır.**

858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde gerçekleştirilmekte olan Mall Of İstanbul projesinin değer tespiti için ise;

- ✓ **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 (tamamlanma oranına göre) değerine** ulaşılmıştır.
- ✓ Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir. **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi**, bulunan değer, konu mülkün henüz gelir yaratmadığı ve geliştirilmekte olduğu dikkate alınarak, bir çok varsayıma dayandığı ve sapmasının yüksek olabileceği düşünülmüş, değer tespitine esas alınmak yerine diğer yöntemle bulunan değer uyumluluk kontrolünde kullanılmasının uygun olacağı kabul edilmiştir.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	858 ada, 1 Parsel	
	TL	ABD\$
Ayrıştırma Yöntemi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınarak	27.585.375	13.556.133
Ayrıştırma Yöntemi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınmaksızın	68.283.375	33.556.133
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınmaksızın	78.992.998	38.819.106
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi Kat Karşılığı İnşaat Sözleşmesi Dikkate alınarak	38.294.998	18.819.106
Kullanılan Yöntem	858 ada, 4 Parsel	
	TL	ABD\$
Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)	1.223.876.941	601.443.285
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi	1.176.962.843	578.388.541

Sonuç olarak; değerlendirme konusu gayrimenkullerin;

- Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerin birbiri ile yakın ve tutarlı olduğu,
- **858 ada, 1 numaralı parselin** Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu tespit edilen değer;
 - Kat karşılığı İnşaat sözleşmesi dikkate alınarak **27.585.375,-TL**
 - Kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınmaksızın **68.283.375,-TL**
- **858 ada, 4 numaralı parsel ve üzerinde inşa edilmekte olan Mall Of İstanbul Projesi** değerinin, **henüz gelir yaratmaya başlamamış olması sebebiyle** gelir yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemleriyle belirlenmesinin daha yüksek hata payı içerebileceği,

- Yukarıdaki sebeplerle, Ayrıştırma Yöntemi (parsel değeri için piyasa/emsal yaklaşımı, yapı değeri için maliyet yaklaşımı) kullanılmak suretiyle hesaplanan değer, gayrimenkulün değerini daha doğru olarak temsil edeceği,
- Değerleme tarihi itibarıyla Ayrıştırma yöntemi sonucu tespit edilen **1.223.876.941,-TL** tutarındaki mevcut durum değerinin (tamamlanma oranı **%77,78**), **gayrimenkulün adil (rayic) piyasa değeri** olarak kabulünün,

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin mevzuat gereğince bütün izinleri alınmıştır.

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

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

- ✓ **Mall Of İstanbul projesinin mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,**
- ✓ **858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde değeri etkilemeyen ancak, satışı ve devri kısıtlayıcı ihtiyati tedbir kararlarının bulunduğu,**
- ✓ **İhtiyati tedbir kararları ile ilgili yasal sürecin devam ettiği,**
- ✓ Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, "**İpotek, rehin ve sınırlı aynı hak tesisi**" başlıklı 30. Maddesinin 1. Fıkrasında (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) "**Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufta bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.**" hükmü gereği,

- **858 ada, 1 numaralı parsel üzerinde bulunan toplam 12.000.000,-TL tutarındaki ipoteğe konu kredi ile 858 ada, 4 numaralı parsel üzerinde bulunan 300.000.000 USD tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:6) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olup,**

Değerleme konusu projenin konusunu oluşturan gayrimenkullerin halihazırda ortaklık portföyünde yer aldığı göz önünde bulundurularak,

- **858 ada, 1 numaralı parselin "arsa"**
- **858 ada, 4 numaralı parselin ise "gayrimenkul projesi"**

olarak GYO portföyünde kalmasında herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

Diğer taraftan, Tebliğ'in Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile değişik "**Borçlanma Sınırı**" başlıklı 31'inci maddesinin ilk bendinde,

- **Ortaklıklar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan konsolide olmayan özsermayesinin beş katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın**

finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayrinakdi kredileri de dikkate alınır.

Denmek suretiyle borçlanmaya kısıtlama getirilmiştir.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteye ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen genel borçlanma sınırı, toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamaları, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından tarafımızca incelenmemiştir.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine Müşteri mülkiyetindeki tapuda; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, İkitelli-2 Mahallesi, 858 ada,

- ✓ **1 parsel** numaralı, 18.208,90 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve
- ✓ **4 parsel** numaralı, 122.718,62 m² yüzölçümlü, arsa vasıflı gayrimenkul ve üzerinde konumlandırılan "Mall Of İstanbul" projesi

için hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_08 tarih ve numaralı rapora, "**858 ada, 1 numaralı parsel üzerindeki takyidatların mahiyeti ve değer üzerindeki etkilerine ilişkin açıklama, 858 ada, 1 numaralı parselin değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması ve raporun sonuç kısmında değerlendirme tarihi itibarıyla 'Mall Of İstanbul' projesinin tamamlanmış olması halindeki değerine de yer verilmesi**" hususlarının da eklenmesi amacıyla (konu Raporun yasal durum, değer tespiti, dolar kuru, iskonto oranı vb. kriter ve tespitlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin) hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda;

I. Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere,

- **Gayrimenkuller üzerinde yer alan ipoteklerin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne uygun olarak, gayrimenkul projesinin finansmanı amacıyla konulmuş olduğu,**
- **858 ada, 1 numaralı parsel üzerindeki ihtiyati tedbir kararlarının değeri etkilemediği ve yasal sürecin devam ettiği,**
- **Gayrimenkullerin hali hazırda ortaklık portföyünde yer aldığı,**
- **858 ada, 1 numaralı parselin "arsa", 858 ada, 4 numaralı parselin ise "gayrimenkul projesi" olarak**

GYO portföyünde kalmasında herhangi bir sakınca olmadığı,

II. 858 ada, 1 numaralı parselin adil piyasa değerinin, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;

- Parsel paylarının (kısmen) edinimi sırasında imzalanan kat karşılığı inşaat sözleşmesinin dikkate alınmaması durumunda;
 - KDV Hariç **68.283.375,00TL**
 - KDV Dahil **80.574.382,50TL**
- Parsel paylarının kısmen edinimi sırasında imzalanan kat karşılığı inşaat sözleşmesi dikkate alınarak bu sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerinin düşülmesi durumunda;
 - KDV Hariç **27.585.375,00TL**
 - KDV Dahil **32.550.742,50TL**

III. Değerleme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre, değerlendirme konusu "Mall Of İstanbul" projesinin

- **Toplam (parsel + %77,78'lik tamamlanma oranına sahip yapı) adil piyasa değerinin,**
 - KDV Hariç **1.223.876.941,00TL**
 - KDV Dahil **1.444.174.790,38TL**

- **%100 tamamlanması halinde adil (rayiç) piyasa değerinin,**
 - KDV Hariç **1.391.255.847,00TL**
 - KDV Dahil **1.641.681.899,46TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla



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



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