



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – EYÜP İLÇESİ – ALİBEYKÖY MAHALLESİ

➤ 75 Pafta - 2 Ada – 63 Numaralı Parsele İlişkin

Revize Gayrimenkul Değerleme Raporu

19.09.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi.....	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. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler,	21
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	22
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler,	22
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,	22
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri	22
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri	22
5.2. Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	23
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	23
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri.....	23
5.2.3. Paylı Mülkiyet Yapısı.....	23
5.2.4. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri.....	23
5.2.5. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	24
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	25
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi	25
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler	27
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler	27
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	27
6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı	28
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	29
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler Ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	35
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi.....	35
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	36
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,.....	36
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	37
7.1. Farklı Gayrimenkul Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması.....	37
7.2. Asgari Bilgilerden Rapor'da Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	38
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	38
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,.....	39
8. SONUÇ	40
8.1. Nihai Değer Takdiri	40
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ Hata! Yer işareti tanımlanmamış.	
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkul 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_23

1.4. Rapor Türü

İş bu rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, tapuda; İstanbul İli, Eyüp İlçesi, Alibeyköy Mahallesi, Çoban Çeşme Mevkii, 75 pafta, 2 ada, **63 parsel** numaralı, 173.503,-m² yüzölçümlü "Tarla" vasıflı gayrimenkulün Müşteri Şirket'e ait olan **56167/2520000** hissesine ilişkin olarak hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı rapora, "**değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması, söz konusu parsel üzerindeki yapıların kullanılıp kullanılmadığı ve bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilip edilmediği**" 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

G. 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 Maslak Sarıyer/İstanbul
T: 0 (212) 330 01 88; F: 0 (212) 330 01 89 W: www.standartqd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
Rüzgarlıbahçe Mahallesi, Selvi Çıkmazı No: 4 - 34805 Kavacak / Beykoz / İstanbul
T: 0 (216) 425 20 07; Faks: 0 (216) 425 03 12; W: www.torunlargo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkulün Müşteri Şirket'e ait olan **56167/2520000** hissesine ilişkin olarak hazırlanmış 06.01.2014/SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı rapora "**değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması, söz konusu parsel üzerindeki yapıların kullanılıp kullanılmadığı ve bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilip edilmediği**" 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

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkulün Müşteri Şirket'e ait olan **56167/2520000** hissesine ilişkin olarak hazırlanmış 06.01.2014/SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı rapora, "**değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması, söz konusu parsel üzerindeki yapıların kullanılıp kullanılmadığı ve bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilip edilmediği**" hususlarının da eklenmesi amacıyla (konu Raporun yasal durum, değer tespiti, dolar kuru, iskonto oranı vb. kriter ve tespitlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmeksizin) hazırlanmıştır.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızca 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
- Raporla belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını,

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (56167/2520000)
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 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 indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

- **"... tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini **piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır**.
- **"... uygun bir pazarlamanın ardından..."** mülkün *Pazar Değeri* tanımına uygun olarak makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyat seviyesinden elden çıkarılmasını sağlamak üzere **piyasaya en uygun şekilde sunulması** anlamına gelmektedir. Mülkün piyasaya sunulma süresi, piyasa koşullarına göre farklılık gösterebilir, ancak mülkün uygun sayıda potansiyel alıcının dikkatine sunulması için yeterli olması gerekir.
Piyasaya sunulma süresi, değerlendirme tarihinden önce gerçekleşir.
- **"... 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 zorlanmadıklarını ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmektedir.
 - **Pazar Değeri, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın** bir varlığın tahmini değeri olarak anlaşılmalıdır.
 - **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

- Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yani yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

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

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 Kullanım"ını saptamak,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratmak,

- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptamak,
- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirmenin aşamalarını ve bunlara bağlı giderleri tahmin etmek,
- Emilme dönemi süresince pazarlama ve buna bağlı araziye elde tutma giderlerini tahmin etmek.

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

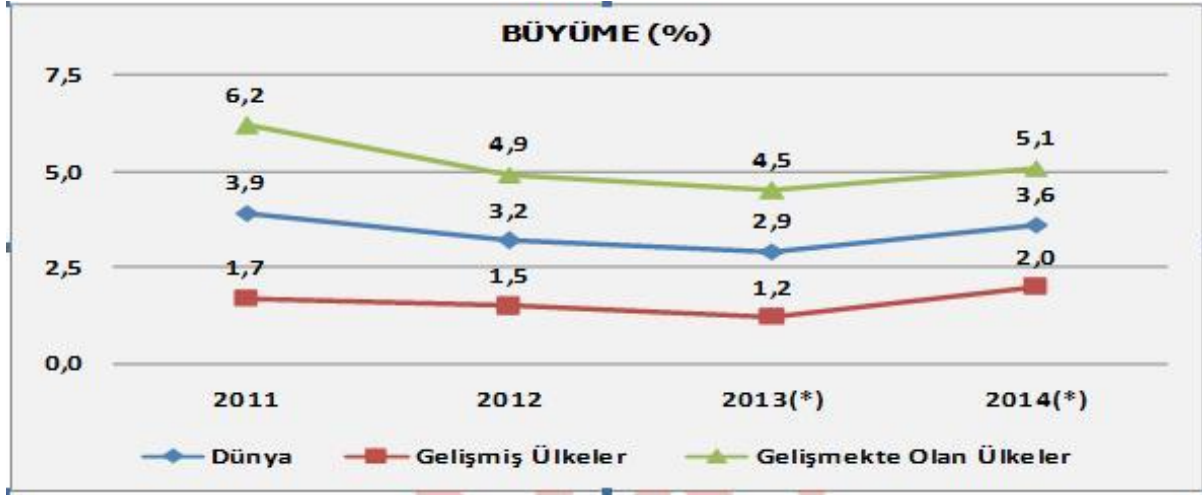
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

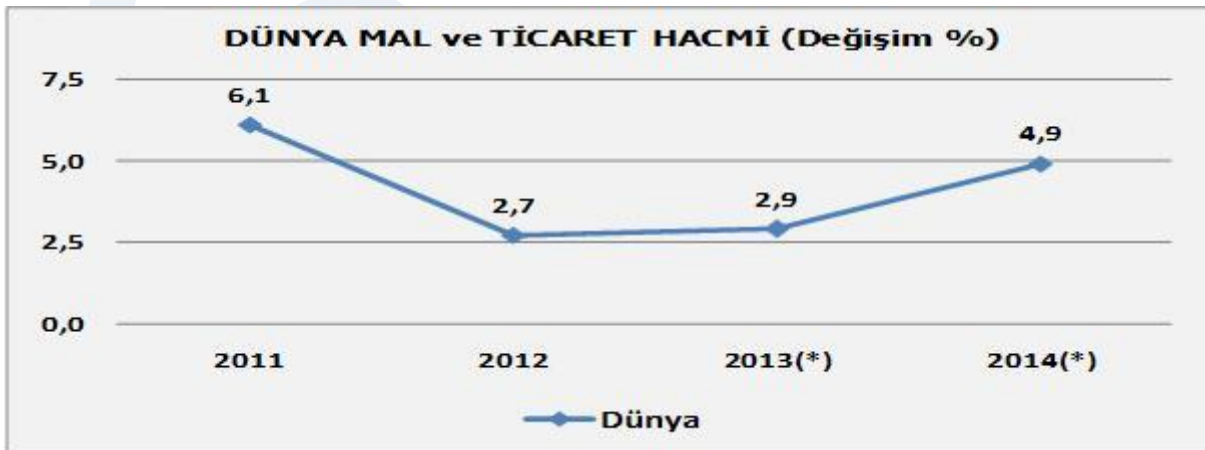
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD'de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi'nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

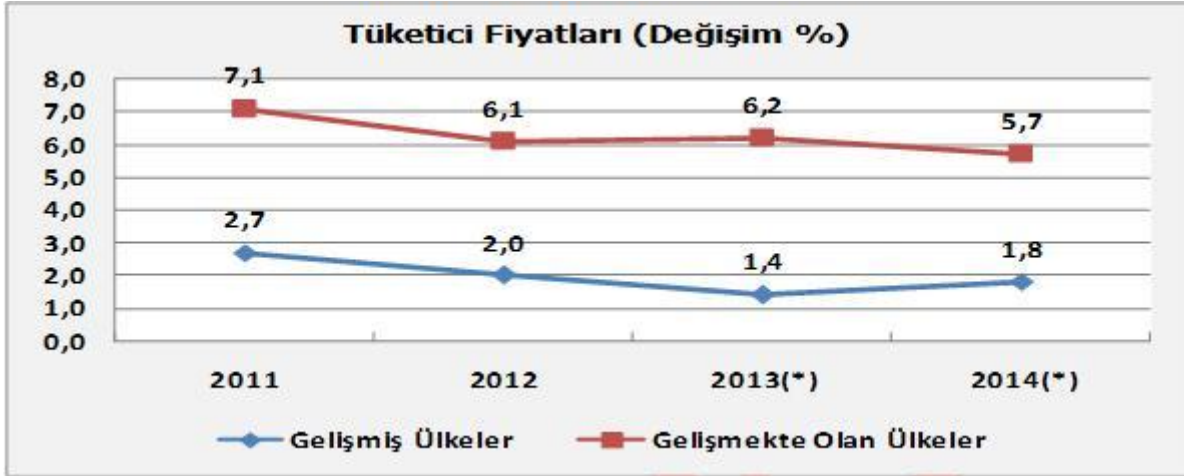
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

ABD inşaat harcamalarında 2013 yılı başından itibaren başlayan toparlanma, yılın üçüncü çeyrek döneminde de sürmüş, 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	CARI 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

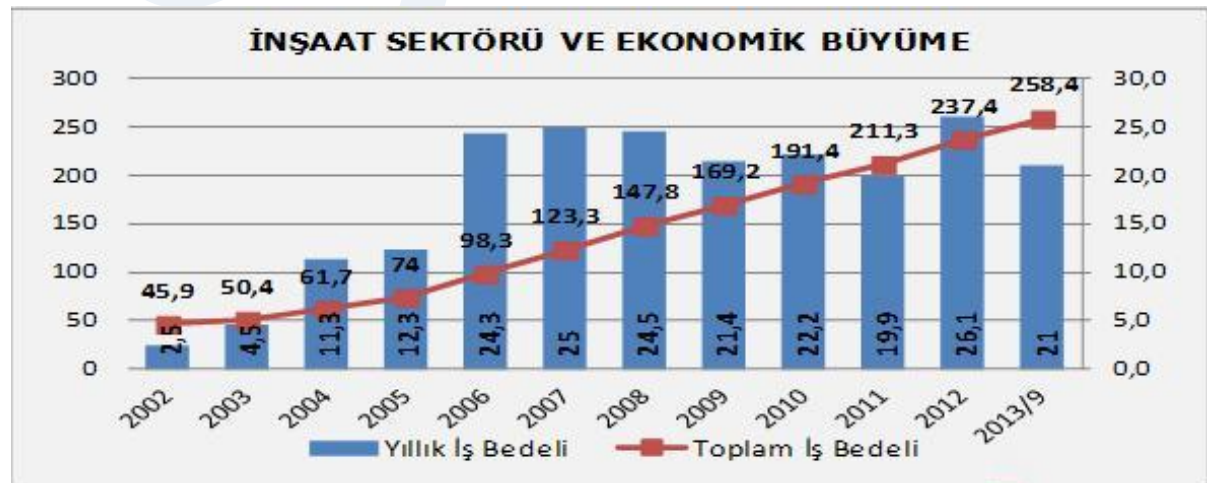
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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 müteakabiliyet yasasının çıkarılması ve yabancılar gayrimenkul satışının kolaylaştırılması olmuştur.

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

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2013 yılının ilk yarısında büyüyen inşaat sektörü, yılın üçüncü çeyrek döneminde % 8,7 büyümüştür. Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise üçüncü çeyrekte % 4,4 büyümüştür.

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN KULLANDIĞI KREDİLER				
DÖNEM	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER (MİLYON TL)	G.MENKUL SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER (MİLYON TL)
2011 Q1	39.937	7.508	23.502	3.840
2011 Q2	43.166	7.533	22.272	3.990
2011 Q3	48.226	7.373	26.828	3.920
2011 Q4	49.314	6.962	26.918	3.864
2012 Q1	51.535	6.737	26.981	4.015
2012 Q2	54.454	6.509	27.741	3.614
2012 Q3	58.403	6.685	29.537	3.280
2012 Q4	59.030	6.629	29.855	3.494
2013 Q1	63.821	6.443	32.169	3.423
2013 Q2	77.189	6.765	35.884	3.715
2013/08	82.272	6.873	40.190	3.587

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler¹,

İstanbul; Değerleme konusu gayrimenkulün bulunduğu İstanbul İli; 41° kuzey, 29° doğu koordinatlarında, Marmara Bölgesinin kuzey kesiminde yer alır. İstanbul Boğazi 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 İstanbul, 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.

Eyüp; Marmara Bölgesi'nde, İstanbul İline bağlı bir ilçe olan Eyüp, kuzeyinde Karadeniz, kuzeybatısında Çatalca, doğusunda Sarıyer, Kağıthane, güneyinde Fatih ve Zeytinburnu, güneybatısında Bayrampaşa, güneydoğusunda Beyoğlu ile çevrilidir. İlçenin yüzölçümü 242 km²'dir.

Eyüp'ün coğrafi konumu ve fiziki coğrafya özellikleri nedeni ile aynı enlemde yer alan birçok yerleşmelerin ikliminden daha farklı özelliklere sahiptir. İlçenin bulunduğu akan Akdeniz ve Karadeniz iklimlerinin kesişme noktasında olduğundan Akdeniz iklimi ile etkisini yitirmiş Karadeniz ikliminin hakim olduğu bir geçiş iklimi özellikleri görülür.

İlçe sınırları içerisinde geçen Alibeyköy ve Kağıthane dereleri Haliç'e dökülmektedir. Alibeyköy Deresi Arnavutköy ve İmrahor yöresindeki küçük dereleri de toplamaktadır. Bu derenin üzerinde Alibey Barajı kurulmuş olup, baraj gölü 1,66 km²'lik bir alanı kapsamaktadır. Bu baraj İstanbul'un su gereksiniminin %6.6'sını karşılamaktadır.

İstanbul ili Deprem Haritasına göre, Eyüp İlçesi 3'üncü derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	İl/ilçe merkezi			Belde/Köy			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Eyüp	349.470	177.427	172.043	7.042	3.745	3.297	356.512	181.172	175.340
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

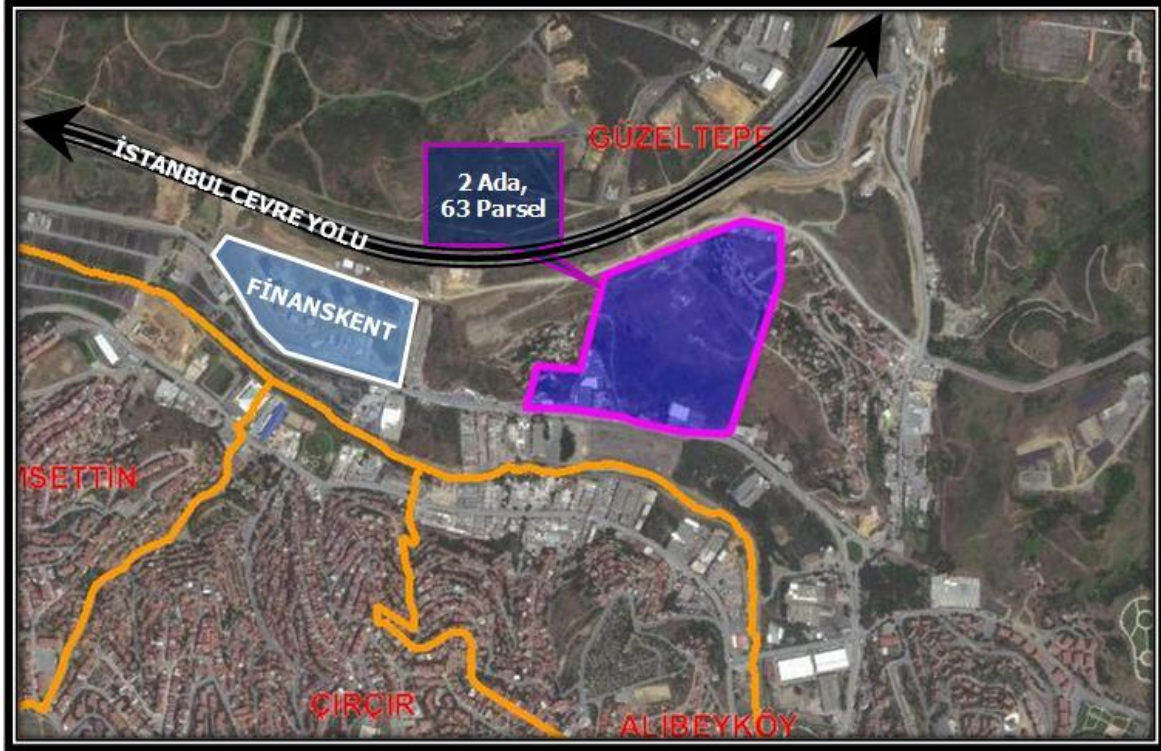
¹ Bölge analizine ilişkin bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik ve TÜİK web sayfalarından yararlanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, tapuda; İstanbul İli, Eyüp İlçesi, Alibeyköy Mahallesi, Çoban Çeşme Mevkii, 75 pafta, 2 ada, **63 parsel** numaralı, 173.503,-m² yüzölçümlü "Tarla" vasıflı gayrimenkul olup, değerlendirme gayrimenkulün Müşteri Şirket'e ait olan **56167/2520000 hissesi** için yapılacaktır.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Konu gayrimenkulün yakın çevresinde, Finanskent ve birçok konut yerleşkesi yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

2 ada, 63 numaralı parsel üzerinde farklı büyüklüklerde ve farklı kullanıma sahip birçok bina yer almaktadır. Ancak, Belediyesi'nde yapılan incelemede parsel üzerindeki **yapılar için yasal herhangi bir belgeye rastlanamamıştır**. Bu nedenle değer tespiti sadece arsa için yapılacaktır.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri

GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ	
İLİ	: İstanbul
İLÇESİ	: Eyüp
MAHALLESİ	: Alibeyköy
MEVKİİ	: Çoban Çeşme
PAFTA NO.	: 75
ADA NO.	: 2
PARSEL NO.	: 63
YÜZÖLÇÜMÜ, m ²	: 173.503
NİTELİĞİ	: Tarla
CİLT NO./ SAHİFE NO.	: 102/10028
EDİNME TARİHİ VE YEVİMİYE NO.	: (*26.06.2013/12990 13.09.2013/17765)
MALİK / HİSSE	: TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. (56167/2520000)

(*) Müşteri Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin edinme tarihleri ve yevmiye numaraları verilmiştir.

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)

5.2. Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

23.12.2013 tarih itibari ile Eyüp Tapu Müdürlüğü ile Eyüp Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü arşivinde yapılan inceleme sonuçları ve değerlendirme konusu Müşteri hissesine ait alınan yazılı tapu takyidatı bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu 2 ada, **63 numaralı parselin**,

- ✓ 20407/2520000 hissesi 26.06.2013 tarih ve 12990 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına satış + birleşme işleminden,
- ✓ 149/31500 hissesi ise 13.09.2013 tarih ve 17765 yevmiye numarası ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına satış işleminden tescil edilmiş olup,

Rapor tarihi itibari ile değerlendirme konusu 2 ada, **63 numaralı parselin, 56167/2520000 hissesi** Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına satış + birleşme işleminden tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parselin, Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına kayıtlı olan 56167/2520000 hissesi üzerinde herhangi bir takyidata rastlanmamıştır.

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Tapu Takyidat Yazısı)

5.2.3. Paylı Mülkiyet Yapısı

Değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parsel, tapu belgesi ve takyidat belgesinde de görüldüğü üzere paylı mülkiyetlidir. Paylı Mülkiyetli gayrimenkullerin alım satım işlemlerinde, diğer pay sahiplerinin Şufa/Önalım hakkı vardır. Önalım hakkı ile ilgili bilgiler, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nun aşağıda belirtilen maddelerinde detaylı olarak verilmiştir.

a. Önalım hakkı sahibi

Madde 732.- Paylı mülkiyette bir paydaşın taşınmaz üzerindeki payını tamamen veya kısmen üçüncü kişiye satması hâlinde, diğer paydaşlar önalım hakkını kullanabilirler.

b. Kullanma yasağı, feragat ve hak düşürücü süre

Madde 733.- Cebri artırımla satışlarda önalım hakkı kullanılamaz.

Önalım hakkından feragatin resmî şekilde yapılması ve tapu kütüğüne şerh verilmesi gerekir. Belirli bir satışta önalım hakkını kullanmaktan vazgeçme, yazılı şekle tâbidir ve satıştan önce veya sonra yapılabilir.

Yapılan satış, alıcı veya satıcı tarafından diğer paydaşlara noter aracılığıyla bildirilir.

Önalım hakkı, satışın hak sahibine bildirildiği tarihin üzerinden üç ay ve her hâlde satışın üzerinden iki yıl geçmekle düşer.

c. Kullanılması

Madde 734.- Önalım hakkı, alıcıya karşı dava açılarak kullanılır.

Önalım hakkı sahibi, adına payın tesciline karar verilmeden önce, satış bedeli ile alıcıya düşen tapu giderlerini, hâkim tarafından belirlenen süre içinde hâkimin belirleyeceği yere nakden yatırmakla yükümlüdür.

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

23.12.2013 tarihinde Eyüp Belediye Başkanlığı, İmar ve Planlama Müdürlüğü, İmar Durum Bürosu ve Planlama Bürosunda yapılan incelemelerde; **değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parselin, 1/1000 ölçekli, "İstanbul İli, Eyüp İlçesi, 75 Pafta, 46 Ada, 1 Sayılı Parsel ve 2 ada, 23, 24, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 57, 63, 65, Eski 60, Yeni 68, 69, 70 sayılı Parseller ile Bu Parseller Arasında kalan Yollar ve Kadastral Boşluklara İlişkin 1/1000 Ölçekli Uygulama İmar Planı Değişikliği" planında** kısmen "Yol"da, kısmen "Konut + Ticaret 2 Alanı"nda, kısmen "Yeşil Alan"da kalmakta olduğu öğrenilmiş olup, parselin yapılaşma şartlarının;

Konut + Ticaret 2 alanında

- ✓ **E:1,80**
- ✓ Emsalin uygulama sonrası oluşacak net parselden hesaplanacağı
- ✓ **Bunun dışında kalan konularda 16.08.2012 tasdik tarihli 1/5000 ölçekli plan hükümlerinin korunmasının uygun görüldüğü**

bilgisi alınmıştır.

Yerinde yapılan incelemelerde parsel üzerinde birçok yapı olduğu tespit edilmiştir. Ancak ilgili Belediye’de yapılan incelemelerde parsel üzerindeki yapılar için herhangi bir yasal belgeye rastlanmamıştır. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında yapıların yıkılacağı varsayılarak, değerlendirme çalışmalarında yapılara herhangi bir değer atfedilmemiş olup, değer tespiti arsa/parsel hissesi için yapılmıştır.

(EK: 4: Gayrimenkule Ait İmar Paftası ve Kadastral Pafta)

5.2.5. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu gayrimenkul üzerinde konumlu yapılar ile ilgili herhangi bir yasal belgeye ulaşamamıştır.

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu 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.
- **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**. Değer tespit çalışmalarında, belirlene değer

“gerçeğe uygun piyasa değeri” olup, konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir**. Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) **özellikle vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması önerilmektedir**.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

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

6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

Değerleme konusu gayrimenkule ait teknik özellikler ve değerlendirme çalışmasında baz alınan verilere **Rapor’un 5.1.2’nci bölümünde** 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 gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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 toplam ve Müşteri hissesine düşen arsa değeri tespit** edilmeye çalışılmıştır.

Değerleme çalışmalarında takdir edilen bedel, tam mülkiyet hakkını temsil eden paya görece daha düşük takdir edilmiştir.

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ Yerinde yapılan incelemelerde parsel üzerinde birçok yapı olduğu tespit edilmiş, ancak ilgili Belediye’de yapılan incelemelerde parsel üzerindeki yapılar için herhangi bir yasal belgeye rastlanmamıştır. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında yasal olmayan yapıların yıkılacağı varsayılmış olup, bu yapılara herhangi bir değer atfedilmemiştir.
- ✓ Şirket’ten alınan ve rapor ekinde sunulan yazıdan da anlaşılacağı üzere parsel üzerinde yer alan ve yasal olmayan yapıların yıkım işlemlerinin devam ettiği, bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilmediği öğrenilmiştir.
- ✓ Ayrıca,
 - Değerleme konusu gayrimenkulün paylı mülkiyet yapısı,
 - KİPTAŞ’ın Finanskent 2 proje alanında konumlu olması,
 - Tapu Müdürlüğü’nde incelenen belgelerdeki paydaş sayısının çokluğu ve bu hususun gayrimenkulün geliştirilmesine ilişkin işlemlerde yaratacağı ilave prosedür ve zaman gereksinimi,
 - Geliştirilebilecek projelere ilişkin belirsizlikler,
- ✓ 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 Müşteri Şirket hissesinin olası değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** ile bulunan değerlendirme konusu gayrimenkulün Müşteri Şirket hissesi değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi** çalışmasına yer verilmiştir.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Proje Analizi) çerçevesinde; değerlendirme konusu 2 ada, **63 numaralı parsel** üzerinde Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörüsüyle, parsel geliştirme yaklaşımına uygun olarak **İNA Analizi** gerçekleştirilmiştir.

Konu parsel üzerinde, Raporun 6.6 bölümünde detayları verileceği üzere, **344.859,89 m²** kapalı alanlı **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.

- Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan satılık dükkan ve rezidans emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** 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.**

6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı

Değerleme konusu gayrimenkulün imar durumu dikkate alınarak, Alibeyköy Mahallesi ve yakın çevresinde ticaret + konut imarlı arsa araştırmaları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1	Eyüp, Kemerburgaz, Göktürk'te ana caddeye 75 m cepheli, 6.100,-m ² yüzölçümlü Ticaret + Konut imarlı H:15,50, TAKS:0,37 olan arsa 7.600.000,- ABD\$ satılıktır.	6.100	15.465.240	2.535	7.600.000	1.246
Emsal 2	Eyüp Mithatpaşa Mh.'nde konumlu, cadde üzerinde yer alan Ticaret + Konut imarlı arsa satılıktır.	4.000	4.476.780	1.119	2.200.000	550
Emsal 3	Eyüp Mithatpaşa Mh.'nde konumlu, Ticaret + Konut imarlı arsa satılıktır.	6.300	12.209.400	1.938	6.000.000	952

Tabloda yer alan arsaların irdelenmesi sonucunda,

- ✓ Eyüp, Alibeyköy Mahallesi ve yakın çevresinde satışa konu satılık arsa emsaline rastlanmadığı,
- ✓ Bölgede kat karşılığı arsa satışı uygulamalarının revaçta olduğu,
- ✓ Kat karşılığı arsa satışlarında kat karşılığı yüzde belirlendiği + para bedeli talep edildiği,
- ✓ Bölgede konumlu arsaların değerlendirme konusu taşınmaza göre küçük yüzölçümüne sahip olduğu,
- ✓ Eyüp, Mithatpaşa Mahallesi'nde yer alan ticaret + konut imarlı arsaların m² emsal bedelinin **~1.120,-TL ile ~1.950,-TL** aralığında olduğu, ancak bölgede yapılaşma hakkının düşük olduğu (E.0,25-E:0,35 aralığındadır)
- ✓ Emsal 1'de yer alan arsanın Kemerburgaz-Göktürk'te ana cadde üzerinde konumlu olduğu ve konu mülke göre merkezi konumda yer aldığı,
- ✓ Emsal 2 ve 3'ün konum olarak değerlendirme konusu gayrimenkulden daha düşük şerefiye değerine sahip oldukları,
- ✓ Emsal 2 ve 3'ün bir yıldan uzun süredir satışta olduğu,

- ✓ Tabloda yer alan emsal mülklerin ortalama m² emsal bedelinin **1.864,-TL/m²** olduğu ancak farklı yapılaşma haklarına sahip oldukları ve yapılaşma hakları tam olarak bilinmediğinden "emsal düzeltmesi" yapılamadığı,
 - ✓ Değerleme konusu payların, Malik tarafından;
 - Toplam 20407/2520000 hisse karşılığı olan 1.405,-m²'lik kısmının 26.06.2013 tarihinde 1.826.539,-TL bedelle,
 - 149/31500 hisse karşılığı olan 821,-m²'lik kısmının ise (Ekli tapu belgesinden anlaşıldığı üzere) 13.09.2013 tarihinde 1.069.910,-TL bedelle, satın alınmış olduğu,
 - Söz konusu işlemlerde m² satış bedelinin **~1.300,-TL** olduğu,
- tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu, 2 ada, **63 numaralı parselin**

- ✓ Büyük yüzölçümü,
- ✓ **Paylı mülkiyete sahip olması,**
- ✓ 1/1000 Ölçekli Uygulama İmar Planında kısmen "**Konut + Ticaret 2, Yol ve Yeşil alan**" lejantlarında kalması,
- ✓ 1/1000 ölçekli İmar Planında büyük bir kısmının **Konut + Ticaret 2** Alanında kalması,
- ✓ 1/1000 ölçekli plana göre **E:1,80** yapılaşma hakkına sahip olması,
- ✓ **KİPTAŞ'ın Finanskent 2 proje alanında konumlu olması,**
- ✓ İstanbul Çevre Yolu (TEM)'na yakın konumlu olması,

göz önünde bulundurularak değerlemeye esas m² emsal bedelinin **1.500,-TL** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmış olup, bu birim değer esas alınmak suretiyle hesaplanan tam mülkiyeti ve hisseli parsel değeri aşağıda verilmiştir.

Değerleme konusu parsel üzerinde konumlu olan yapıların yasal belgelerinin bulunmaması nedeni ile değer tespiti sadece parsel / arsa için yapılmıştır.

EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI	
Parsel Yüzölçümü, m²	173.503
m ² Birim Emsal Değeri, TL/m ²	1.500
Σ Arsa Değeri, TL	260.254.500
Müşteri (56167/2520000) Hissesi Değeri, TL	5.800.680

Sonuç olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, 2 ada, **63 numaralı parselin**

- ✓ **Toplam adil piyasa değerinin 260.254.500,-TL**
- ✓ **Müşteri Şirket hissesinin (56167/2520000) adil piyasa değerinin ise 5.800.680,-TL**

Olarak kabulünün uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu 2 ada, **63 numaralı parselin**, 1/1000 ölçekli, "İstanbul İli, Eyüp İlçesi, 75 Pafta, 46 Ada, 1 Sayılı Parsel ve 2 ada, 23, 24, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 57, 63, 65, Eski 60, Yeni 68, 69, 70 sayılı Parseller ile Bu Parseller Arasında kalan Yollar ve Kadastral Boşluklara İlişkin 1/1000 Ölçekli Uygulama İmar Planı Değişikliği" planında kısmen "**Yol**"da, kısmen "**Konut + Ticaret 2 Alanı**"nda, kısmen "**Yeşil Alan**"da kalmakta olduğu öğrenilmiş olup, "**E:1,80**" ve "Emsal uygulama sonrası oluşacak net parselden hesaplanacak" şartları ile **Ticaret + Konut (Dükkan+ Rezidans)** kullanım amaçlı proje geliştirilecektir.

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ **Değerleme konusu gayrimenkulün paylı mülkiyet yapısı,**
- ✓ **KİPTAŞ'ın Finanskent 2 proje alanında konumlu olması,**
- ✓ **Tapu Müdürlüğü'nde incelenen belgelerdeki paydaş sayısının çokluğu ve bu hususun gayrimenkulün geliştirilmesine ilişkin işlemlerde yaratacağı ilave prosedür ve zaman gereksinimi,**
- ✓ **Geliştirilebilecek projelere ilişkin belirsizlikler,**

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 Müşteri Şirket hissesinin olası değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

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

Proje özeti: 173.503,-m² brüt yüzölçümlü konu parsel üzerinde toplam ~**344.860,-m²** brüt kapalı alanlı **Ticaret + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.

- ✓ **1/1000 ölçekli, "İstanbul İli, Eyüp İlçesi, 75 Pafta, 46 Ada, 1 Sayılı Parsel ve 2 ada, 23, 24, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 57, 63, 65, Eski 60, Yeni 68, 69, 70 sayılı Parseller ile Bu Parseller Arasında kalan Yollar ve Kadastral Boşluklara İlişkin 1/1000 Ölçekli Uygulama İmar Planı Değişikliği"** planında belirtildiği üzere projede **emsale dahil kapalı alan uygulama sonrası oluşacak net parselden hesaplanacaktır.**
- ✓ Değerleme konusu parselin kısmen "Yol" kısmen de "Yeşil Alan"da kaldığı bilinmekte olup, ne kadar kesinti yapılacağı bilinmediği için en fazla %40 DOP (Düzenleme Ortaklık Payı) kesintisi yapılacağı varsayımı ile net parsel alanı belirlenmiş ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Proje Net Parsel Alanı, m ²	
Parsel Yüzölçümü, m ²	173.503,00
DOP	40%
Net Parsel Yüzölçümü, m ²	104.101,80

- ✓ Projenin, 3 bodrum kat + zemin kat + 21 normal katlı, 22 adet konut bloğundan oluşması planlanmakta olup, toplam ~**344.860,-m² brüt kapalı alanlı** olacağı varsayılmıştır.

Proje Kapalı Alan Varsayımı	
Parsel Yüzölçümü, m ²	173.503,00
DOP	40%
Net Parsel Yüzölçümü, m ²	104.101,80
Emsal (E)	1,8
Emsale Dahil Yapılabilir İnşaat Alanı, m²	187.383,24
Emsale Dahil Konut Alanı, m ²	168.644,92
Emsale Dahil Mağaza/Dükkan Alanı, m ²	18.738,32
Emsal Dışı Kapalı Alan, m²	157.476,65
Emsal Dışı Satılabilir Kapalı Alan, m ²	37.476,65
Emsal Dışı Ortak Alan, m ²	120.000,00
Toplam İnşaat Alanı, m²	344.859,89

- ✓ **Emsal dışı kapalı alan,** 1/1000 ölçekli, İstanbul İli, Eyüp İlçesi, 75 Pafta, 46 Ada, 1 Sayılı Parsel ve 2 ada, 23, 24, 48, 49, 51, 52, 54, 55, 57, 63, 65, Eski 60, Yeni 68, 69, 70 sayılı Parseller ile Bu Parseller Arasında kalan Yollar ve Kadastral Boşluklara İlişkin 1/1000 Ölçekli Uygulama İmar Planı Değişikliği planı, Planlı Alanlar Tip İmar Yönetmeliği, İstanbul Otopark Yönetmeliği, Sığınak Yönetmeliği'ne göre toplam **157.476,65 m²** olarak hesaplanmış olup, detayları aşağıda verilmiştir.
 - **Konutlarda ve 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 çıkmlar 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 **37.476,65 m²**

• **Emsal Dışı Ortak Alanlar;**

I. Otopark Kapalı Alanı;

1. Konut Üniteleri Otopark Kapalı Alanı; İstanbul Otopark Yönetmeliği'nin 7.02 maddesinde belirtildiği üzere "*Rezidanslarda 60 m² ye kadar 1 daire için 1, Rezidanslarda 60 m² den büyük ise 1 daire için 2 otopark zorunludur.*"

2. 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*" maddeleri doğrultusunda **toplam 93.669,16 m²** kapalı alanlı otopark,

II. Sığınak Kapalı Alanı;

1. Konut Üniteleri Sığınak Kapalı Alanı; Sığınak Yönetmeliği'nin 8. Maddesi; "Kişi başına en az net bir metrekaarelik sığınak yeri ayrılır. Kişi adedi her bir bağımsız bölüm için 1 odalı konutlarda 2, iki odalı konutlarda 3, üç ve daha fazla odalı konutlarda 4 olarak dikkate alınır."

2. Ticari Üniteler Sığınak Kapalı Alanı; Sığınak Yönetmeliği'nin 8. Maddesi; "Kişi başına en az net bir metrekaarelik 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."

maddeleri doğrultusunda **toplam ~5.995,-m²** kapalı alanlı sığınak,

III. Sosyal tesis ve Diğer Kapalı Alanlar toplam ~20.336,-m²

Olarak öngörülmüştür.

Projenin,

- ✓ 3 bodrum kat + zemin kat + 21 normal katlı, 22 adet konut bloğundan oluşması,
- ✓ Bodrum katların her birinin ~40.000,-m² taban alanlı olması,
- ✓ 22 adet bloğun, her birinin zemin kat taban alanının ~1.022,-m² brüt kapalı alanlı olması,
- ✓ Her bloktaki, normal katların brüt kapalı alanının ~418,-m² olması

planlanmıştır.

Blokların

- ✓ 3. Bodrum katında, teknik alanlar ve otopark alanları,
- ✓ 2. Bodrum katında, teknik alanlar ve otopark alanları,
- ✓ 1. Bodrum katında, sosyal tesis alanları, teknik alanlar ve otopark alanları,
- ✓ Zemin katında, ticari üniteler,
- ✓ Normal katlarında ise farklı tiplerde toplam 1.936 adet rezidans daire,

Yer alması planlanmaktadır.

Proje içinde yer alması planlanan konutların 1+1, 2+1, 3+1 ve 4+1 tipte ve her katta 4 adet olmak üzere toplam 1.936 adet olacağı varsayılmış ve aşağıdaki tabloda daire tipleri ve brüt alanları detaylı olarak sunulmuştur.

Tip	Brüt Alan, m ²
1+1	60
2+1	90
3+1	120
4+1	150

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 parseller üzerinde yer alacak **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** projesinin geliştirilmesi durumunda toplam proje geliştirme maliyetleri aşağıda sunulmuştur.

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır;

- **Rezidans + Ticari Ünite (Dükkan) yapı maliyeti,** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2014 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 5. Sınıf A grubu maliyet bedeli olan **1.150,-TL**
- **Otopark – Ortak Alan yapı maliyeti** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2014 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 4. Sınıf C grubu maliyet bedeli olan **900,-TL**
- **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	
Rezidans Kapalı Alanı, m²	202.374
m ² Birim Değeri, TL/m ²	1.150
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	34,50
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	35,54
Diğer Maliyetler, TL	36,60
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.257
Rezidans Yapı Maliyeti, TL	254.310.337
Ticari Ünite (Dükkan) Kapalı Alanı, m²	22.486
m ² Birim Değeri, TL/m ²	1.150
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	34,50
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	35,54
Diğer Maliyetler, TL	36,60
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.257
Ticari Ünite (Dükkan) Yapı Maliyeti, TL	28.256.704
Ortak-Teknik Alan ve Otopark Kapalı Alanı, m²	120.000
m ² Birim Değeri, TL/m ²	900
Ortak-Teknik Alan ve Otopark Kapalı Alanı Yapı Maliyeti, TL	108.000.000
Hafriyat Maliyetleri, TL	7.811.341
Çevre Düzenlemesi Maliyeti, TL	11.951.351
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, TL	410.329.734
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, TL	201.646.142

Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde geliştirilmesi planlanan **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu projenin yapı maliyeti **410.329.734,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **201.646.142,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans) kullanım fonksiyonlu projenin inşasına 2014 yılı son çeyreğinde başlanacak olup, 2017 yıl sonunda inşai çalışmaların tamamlanacağı ve **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu projede yaşamın başlayacağı planlanmıştır. **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu projenin toplam geliştirme süresinin 40 ay (3 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	2017
Öngörülen Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	201.646.142	207.695.526	213.926.392	220.344.183
Tamamlanma oranı %	0,05	0,35	0,3	0,3
Yıllar İtibari ile Öngörülen Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$	10.082.307	72.693.434	64.177.918	66.103.255

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 **Mağaza + Rezidans** projesinin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal veriler aşağıda sunulmuştur.

Rezidans Satış Geliri: Değerleme konusu projenin konumlandığı Eyüp, Alibeyköy Bölgesi'nde yapılan araştırmalar sonucu tespit edilen satılık **rezidans** emsalleri aşağıda sunulmuştur.

SATILIK DAİRE EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1	Eyüp, Finaskent'te satılık, 8. katta konumlu, 3+1, 141,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır. 2.250,-TL kira getirilidir.	141	620.000	4.397	304.683	2.161
Emsal 2	Eyüp, Finaskent'te satılık, 10. katta konumlu, 1+1, 86,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır. 1.600,-TL kira getirilidir.	86	400.000	4.651	196.570	2.286
Emsal 3	Eyüp, Finaskent'te satılık, 1+1, 92,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	92	420.000	4.565	206.398	2.243
Emsal 4	Eyüp, Finaskent'te satılık, 8. katta konumlu, güney cepheli, 3+1, 141,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	141	660.000	4.681	324.340	2.300
Emsal 5	Eyüp, Finaskent'te satılık, 19. katta konumlu, kuzey cepheli, 3+1, 167,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır.	167	690.000	4.132	339.083	2.030
Emsal 6	Eyüp, Finaskent'te satılık, güney cepheli, 2+1, 122,-m ² kapalı alanlı daire satılıktır. 1.950,-TL kira getirilidir.	122	545.000	4.467	267.826	2.195

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi doğrultusunda,

- ✓ Eyüp, Finansent-1 içerisinde yer alan dairelerin buldukları katlarına ve kapalı alanlarına göre emsal m² fiyatlarının değiştiği,
- ✓ Tabloda yer alan gayrimenkullerin m² emsal bedellerinin **2.030,-ABD\$** ile **2.300,-ABD\$** aralığında olduğu,
- ✓ Tabloda yer alan bütün emsallerin Finansent-1 içerisinde farklı bloklarda konumlu olduğu,
- ✓ Emsal 1, 4 ve 5'de yer alan dairelerin 3+1 tipte ve büyük kapalı alanlı olduğu,
- ✓ Emsal 2 ve 3'de yer alan 1+1 dairelerin farklı kapalı alanlara sahip olduğu,
- ✓ İnşa edilmesi planlanan projede tasarlanan dairelerin, halihazırda mevcut olan dairelerden daha nitelikli ve prestijli olacağı,
- ✓ Finansent 2. Etap çalışmalarının bölgedeki talebi, beklentiyi ve fiyatları arttırdığı,

tespitleri yapılmıştır.

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda proje içerisinde yer alması planlanan rezidans alanlarının ortalama m² emsal satış bedelinin **2.000,-ABD** olacağı varsayılmış ve hesaplamalar bu birim satış bedeli esas alınarak gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda rezidans toplam satılabilir kapalı alan, rezidans m² satış bedeli (varsayımsal), yıllara göre satış oranı ve rezidans satış geliri sunulmuştur.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rezidans Toplam Satılabilir Alan, m²	202.374					
m ² Satış Bedeli, ABD\$	2.000	2.060	2.122	2.185	2.251	2.319
Yıllar İtibari ile Toplam Rezidans Satış Geliri, ABD\$	404.747.798	416.890.232	429.396.939	442.278.848	455.547.213	469.213.629
Satış Oranı, %	0%	0%	20%	30%	30%	20%
Yıllar İtibari ile Satış Oranına Göre Rezidans Satış Geliri, ABD\$	0	0	85.879.388	132.683.654	136.664.164	93.842.726

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

Ticari Ünite (Dükkan) Satış Geliri: Değerleme konusu projenin konumlandığı Fikirtepe bölgesinde yapılan araştırmalar sonucu tespit edilen satılık mağaza emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK İŞYERİ/DÜKKAN EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	TL	SATIŞ DEĞERİ			\$/m ²
			TL/m ²	ABD \$		
Emsal#1 Eyüp, Güzeltepe, Marşel Fevzi Çakmak Caddesi üzerinde konumlu, 110,-m ² depo + 110,-m ² giriş kat, toplam 230,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	230	650.000	2.826	319.426		1.389
Emsal#2 Eyüp, Güzeltepe Mahallesi, cadde üzerinde konumlu, giriş katta bulunan 76,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	76	325.000	4.276	159.713		2.101
Emsal#3 Eyüp, Güzeltepe Mahallesi, cadde üzerinde konumlu, giriş katta bulunan 85,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	85	365.000	4.294	179.370		2.110
Emsal#4 Eyüp, Güzeltepe Mahallesi, Marşel Fevzi Çakmak Caddesi üzerinde konumlu, konu gayrimenkule ~1800m mesafede, giriş katta bulunan 60,-m ² kapalı alanlı dükkan satılıktır.	60	235.000	3.917	115.485		1.925

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi doğrultusunda,

- ✓ Eyüp, Güzeltepe Bölgesinde halihazırda yer alan dükkan/mağazaların buldukları lokasyonlara, cepheli oldukları caddelere, katlarına ve kapalı alanlarına göre emsal m² fiyatlarının değiştiği,
- ✓ Tabloda yer alan gayrimenkullerin m² emsal bedellerinin **1.389,-ABD\$** ile **2.110,-ABD\$** aralığında olduğu,
- ✓ Tabloda yer alan emsallerin, konu parselde yakın konumlu ve genelde eski yapılarda yer aldıkları,
- ✓ İnşa edilmesi planlanan projede tasarlanan ticari ünitelerin, halihazırda mevcut olan dükkan/mağazalardan daha nitelikli ve prestijli olacağı,
- ✓ Finanskent 2. Etap çalışmalarının bölgedeki talebi, beklentiyi ve fiyatları arttırdığı,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, proje içerisinde yer alması planlanan mağaza alanlarının ortalama m² emsal satış bedelinin **4.000,-ABD\$** olacağı varsayılmış ve hesaplamalar bu birim satış bedeli esas alınarak gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki tabloda dükkan toplam satılabilir kapalı alan, dükkan m² satış bedeli (varsayımsal), yıllara göre satış oranı ve dükkan satış geliri sunulmuştur.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ticari Ünite (Dükkan) Satılabilir Alan, m²	22.486					
m ² Satış Bedeli, ABD\$	4.000	4.120	4.244	4.371	4.502	4.637
Yıllar İtibari ile Toplam Ticari Ünite Satış Geliri, ABD\$	89.943.955	92.642.274	95.421.542	98.284.188	101.232.714	104.269.695
Satış Oranı, %	0%	0%	0%	20%	40%	40%
Yıllar İtibari ile Satış Oranına Göre Ticari Ünite Satış Geliri, ABD\$	0	0	0	19.656.838	40.493.086	41.707.878

Yukarıda detaylı şekilde verilen proje gelir kalemleri 2014 yılı (günümüz) değerleriyle öngörölmüş 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	2019
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	-10.082.307	-72.693.434	-64.177.918	-66.103.255		
İnşaat Maliyeti, ABD \$	-10.082.307	-72.693.434	-64.177.918	-66.103.255		
Σ Proje Satış Gelirleri, ABD \$	0	0	85.879.388	152.340.492	177.157.249	135.550.604
Ticari Ünite (Mağaza) Satış Geliri, ABD\$	0	0	0	19.656.838	40.493.086	41.707.878
Rezidans Satış Geliri, ABD\$	0	0	85.879.388	132.683.654	136.664.164	93.842.726
Proje Net Nakit Akımı, ABD \$	-10.082.307	-72.693.434	21.701.470	86.237.237	177.157.249	135.550.604
İskonto Oranı	0,110	0,110	0,110	0,110	0,110	0,110
İskonto Faktörü	1,04	1,15	1,28	1,42	1,57	1,75
1 / İskonto Faktörü	0,96	0,87	0,78	0,71	0,64	0,57
Nakit Akımlarının NBD, ABD \$	-9.725.698	-63.173.229	16.990.418	60.825.650	112.571.351	77.597.446

Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD \$	195.085.940
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü	1,0536
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$ (Arazi Kalıntı Değeri)	205.535.791
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL (Arazi Kalıntı Değeri)	418.244.781
Torunlar GYO Hissesi Değeri, ABD\$ (Arazi Kalıntı Değeri)	4.581.083
Torunlar GYO Hissesi Değeri, TL (Arazi Kalıntı Değeri)	9.322.045

Sonuç olarak, Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi doğrultusunda, değerlendirme konusu **2 ada, 63 numaralı parsel üzerinde "Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)"** kullanım fonksiyonlu proje geliştirilmesi halinde

- ✓ Toplam arazi kalıntı değeri **418.244.781,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **205.535.791,-ABD\$**)
- ✓ Torunlar GYO Hissesine düşen arazi kalıntı değeri **9.322.045,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **4.581.083,-ABD\$**)

olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu **2 ada, 63 parsel için** 1/1000 ölçekli imar planı doğrultusunda "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkulün değer tespit edilmesinde, müşterek ve bölünmüş kısımlar dikkate alınmamıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu 2 ada, **63 numaralı parselin Müşteri Şirket'e ait 56167/2520000 hissesi üzerinde herhangi bir takyidata rastlanmamıştır.**

Paylı mülkiyet yapısına ilişkin hususlar ise Rapor'un 5.2.3'üncü bölümünde detaylı olarak açıklanmıştır.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Bu değerlendirme çalışması, UDES Standart 1’de tanımlanan, **Pazar Değeri Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1)** bir arada ele alınmak suretiyle, **Pazar Değerinin tespiti amacıyla gerçekleştirilmiş olup, çalışmalarda, Rapor’un 3.6 Bölümünde açıklanan Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları (yöntemleri) kullanılmıştır.**

Bu çalışmada, **UDES içerisinde Pazara Dayalı değerlendirme yöntemleri arasında sayılan üç ana yaklaşımdan** Rapor’a konu olan gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek, gayrimenkulün değer tespitinde kullanılmıştır.

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 toplam ve Müşteri hissesine düşen arsa değeri tespit** edilmeye çalışılmıştır.

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı raporda da açıklandığı üzere,

- ✓ Yerinde yapılan incelemelerde parsel üzerinde birçok yapı olduğu tespit edilmiş, ancak ilgili Belediye’de yapılan incelemelerde parsel üzerindeki yapılar için herhangi bir yasal belgeye rastlanmamıştır. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında yasal olmayan yapıların yıkılacağı varsayılmış olup, bu yapılara herhangi bir değer atfedilmemiştir.
- ✓ Şirket’ten alınan ve rapor ekinde sunulan yazıdan da anlaşılacağı üzere parsel üzerinde yer alan ve yasal olmayan yapıların yıkım işlemlerinin devam ettiği, bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilmediği öğrenilmiştir.
- ✓ Ayrıca,
 - Değerleme konusu gayrimenkulün paylı mülkiyet yapısı,
 - KİPTAŞ’ın Finanskent 2 proje alanında konumlu olması,
 - Tapu Müdürlüğü’nde incelenen belgelerdeki paydaş sayısının çokluğu ve bu hususun gayrimenkulün geliştirilmesine ilişkin işlemlerde yaratacağı ilave prosedür ve zaman gereksinimi,
 - Geliştirilebilecek projelere ilişkin belirsizlikler,
- ✓ 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 **Müşteri Şirket hissesinin olası değerine ulaşmaya çalışılmıştır.**

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** ile bulunan değerlendirme konusu gayrimenkulün Müşteri Şirket hissesi değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi** çalışmasına yer verilmiştir.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi (Proje Analizi) çerçevesinde; değerlendirme konusu 2 ada, **63 numaralı parsel** üzerinde Mer’i imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörüsüyle, parsel geliştirme yaklaşımına uygun olarak **İNA Analizi** gerçekleştirilmiştir.

Konu parsel üzerinde, Raporun 6.6 bölümünde detayları verileceği üzere, **344.859,89 m²** kapalı alanlı **Ticari + Konut (Dükkan + Rezidans)** kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği varsayılmıştır.

- o Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan satılık dükkan ve rezidans emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmış,
- o **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.
- o Bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri (Arazi kalıntı değeri) hesaplanmaya çalışılmıştır.**

ÖZET TABLO (Gayrimenkulün Tamamı)		
Kullanılan Yöntem	TL	ABD\$
Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Toplam)	260.254.500	127.895.474
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi (Toplam)	418.244.781	205.535.791
ÖZET TABLO (Gayrimenkulün Müşteri Hissesi)		
Kullanılan Yöntem	TL	ABD\$
Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı (Müşteri Hissesi)	5.800.680	2.850.597
Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi (Müşteri Hissesi)	9.322.045	4.581.083

Sonuç olarak; değerlendirme konusu 2 ada, 63 numaralı parselin,

- Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan değerlerinin birbirleri ile tutarlı olduğu, ancak örtüşmediği,
- Gayrimenkul üzerinde hipotetik olarak geliştirilmesi planlanan projeye ilişkin belirsizlikler, gayrimenkulün paylı mülkiyet yapısı, farklı lejantlarda kalması ve terklerinin olması da göz önünde bulundurularak **Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi** ile belirlenen değer, daha yüksek hata payı içerebileceği dikkate alınmak suretiyle;
- **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** sonucu bulunan değer gayrimenkul değerini daha doğru yansıtacağı kanaatine varılmış olup, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** doğrultusunda, **gayrimenkulün**
 - o **Toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 260.254.500,-TL**
 - o **Müşteri Şirket hissesi (56167/2520000) değerinin ise 5.800.680,-TL**

olarak kabul edilmesi uygun görülmüştür.

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

Bu değerlendirme çalışmasında, Rapor'un giriş bölümünde belirtilen hususlar dışında, 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. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere;

- ✓ **Değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parsel üzerinde birçok yapı olduğu tespit edilmiş, ancak ilgili Belediye'de yapılan incelemelerde parsel üzerindeki yapılar için herhangi bir yasal belgeye rastlanmamıştır. Bu nedenle değerlendirme çalışmalarında yasal olmayan yapıların yıkılacağı varsayılmış olup, bu yapılara herhangi bir değer atfedilmemiştir. Yani gayrimenkul arsa olarak değerlendirilmiştir.**
- ✓ **Şirket ile yapılan görüşmelerde parsel üzerinde yer alan ve yasal olmayan yapılardan herhangi bir gelir elde edilmediği öğrenilmiştir.**

Değerleme konusu gayrimenkulün tapu kayıtlarında "tarla" vasıflı görünmesine karşın, 1/1000 ölçekli 19.05.2013 tasdik tarihli mer'î uygulama imar planının bulunması nedeni ile kadastro parseli "arsa" niteliğindedir. Arazilerin arsa vasfını kazanması hakkında ilgili Tapu Müdürlüğü'nden alınan bilgiler aşağıda detaylı olarak verilmiştir.

Bir kadastro parselinin "arsa" vasfını kazanması ancak imar parseli haline gelmesiyle mümkündür. İmar parseli, 3194 sayılı İmar Kanunu'nda "İmar adaları içerisindeki kadastro parsellerinin İmar Kanunu, İmar Planı ve yönetmelik esaslarına göre düzenlenmiş şeklidir." denilerek tanımlanmıştır. Yine mülga İmar Nizamnamesi'nin 43. maddesinde "Üzerinde imar mevzuatına uygun yalnız bir bina yapılabilecek arazi parçasına parsel denir" denilmektedir.

Buna göre imar düzenine uygun olarak oluşturulmuş, 3194 sayılı İmar Kanunu'nun 15 ve 16. maddelerine göre yapılan uygulamalarda, imar planında (konut, ticaret, turizm gibi) yapı adasına rastlayan parselleri "arsa" vasfını kazanabilir.

2008/6 sayılı Genelge ile "3194 sayılı İmar Kanununun 15 ve 16. maddesine göre yapılan uygulamalarda, uygulamanın altlığı olan imar planına göre oluşan parsellerin, mevcut vasıflarını kendiliğinden kaybederek imar planı ile getirilen kullanım amaçlarına konu ve tabi olmaları işlemin doğal sonucu olduğu için söz konusu uygulamaların teknik kontrolünden döner sermaye kontrollük ücret bedeli alınacak, ayrıca cins değişikliği döner sermaye kontrollük ücreti alınmayacaktır." hükmü getirilmiştir. 2006/8 sayılı Genelgedeki bu ifade aynen 2010/4 ve 2010/22 sayılı Genelgeler içerisine alınmıştır. Bu düzenlemeyle 15 ve 16. madde uygulamaları sonucu taşınmazların kendiliğinden (re'sen) arsa vasfını kazandığı görüşü benimsenmiştir.

Ancak Tapu ve Kadaströ Genel Müdürlüğü'nün müstekar talimatlarında, kesinleşmiş imar planı kapsamında bulunan kadaströ parsellerinin belediye/il özel idaresinin vereceği uygunluk yazısıyla, imar planı kapsamında bulunmayan tarımsal nitelikli (tarla, bağ, bahçe gibi) kadaströ parsellerinin ise hem belediye/il özel idaresinin hem de tarım müdürlüğü'nün vereceği olumlu görüş yazıları gereğince "arsa" vasfı ile cins değişikliklerinin yapılabileceği belirtilmiştir. (Örneğin, Fen Dairesi Başkanlığının 07.03.2006 tarih 228 sayılı ve yine aynı Dairesinin 29.06.2006 tarih 839 sayılı talimatları)

Bu bilgiler doğrultusunda; değerlendirme konusu taşınmaz için, Belediye uygunluk yazısı alınarak, malik müracaatı ile cins değişikliği yapılması gerekmektedir.

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

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

- ✓ Değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parsel üzerinde gayrimenkulün değerini ve devrini etkileyecek herhangi bir takyidat yer almadığı,
- ✓ Değerleme konusu 2 ada, 63 numaralı parselin 56167/2520000 hissesinin Revize Rapor tarihi itibari ile cins değişikliğinin yapıldığı,

Göz önünde bulundurularak, gayrimenkulün 56167/2520000 hissesinin GYO portföyünde yer almasının uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, tapuda; İstanbul İli, Eyüp İlçesi, Alibeyköy Mahallesi, Çoban Çeşme Mevkii, 75 pafta, 2 ada, **63 parsel** numaralı, 173.503,-m² yüzölçümlü "Tarla" vasıflı gayrimenkulün Müşteri Şirket'e ait olan 56167/2520000 hissesine ilişkin olarak hazırlanmış 06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_23 tarih ve numaralı rapora, "**değer tespitinde ikinci bir yöntem olarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin kullanılarak değerın sınanması, söz konusu parsel üzerindeki yapıların kullanılıp kullanılmadığının ve bu yapılardan herhangi bir gelir elde edilip edilmediği**" 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 detayları verildiği üzere değerlendirme konusu gayrimenkulün Müşteri Şirket Hissesine düşen kısmı üzerinde

- ✓ Değeri ve devri etkileyecek herhangi bir takyidatın bulunmadığı,
- ✓ Yapıların yasal olmadığı ve yıkımının başladığı
- ✓ Şirketin bu yapılardan gelir elde etmediği ve

Tespit edilmiş olup, gayrimenkulün Müşteri Şirket Hissesinde GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,

II. Gayrimenkulün Müşteri Şirket Hissesine (56167/2520000) düşen adil piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;

- **KDV hariç 5.800.680,00TL**
- **KDV dahil 6.844.802,40TL**

Olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,



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



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

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