



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – BAĞÇELİEVLER İLÇESİ – YENİBOSNA MAHALLESİ
338 ADA – 3 NUMARALI PARSEL
Nish İstanbul

“2 Adet Konut, 24 Adet İşyeri”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	8
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	13
4.1. Global Ekonomik Görünüm	13
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	15
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	18
4.5. İstanbul Ofis Piyasası	20
4.6. Konut Sektörü	23
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	25
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	26
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	26
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	26
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri	26
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri	27
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	28
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	29
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri	29
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	29
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:	30
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	31
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	31
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	33
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	33
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	33
6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti	33
6.5.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu 94 ve 169 no.lu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	33
6.5.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	34
6.5.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Alan, Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	36
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi	37
6.6.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	37
6.6.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	38
6.6.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Almakla Birlikte, Hasılat Paylaşımına Konu Ofis Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti	40
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	41
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	41
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	41
6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	41
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	42
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	42
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	43
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	43
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	43
8. SONUÇ	45
8.1. Nihai Değer Takdiri	45
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMESİ İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **17.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde incelemeler yapılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup değerlendirme tarihi 31.12.2013'tür.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_07

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 bloklu kargir apartman vasıflı "**Nish İstanbul**"un Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan;

- ✓ A Blok, **4 bağımsız bölüm** numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, **6 bağımsız bölüm** numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, **9 bağımsız bölüm** numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **10 bağımsız bölüm** numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **11 bağımsız bölüm** numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **16 bağımsız bölüm** numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, **17 bağımsız bölüm** numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **18 bağımsız bölüm** numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **20 bağımsız bölüm** numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **21 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **22 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, **24 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, **4 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, **5 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, **6 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **7 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **8 bağımsız bölüm** numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **9 bağımsız bölüm** numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **10 bağımsız bölüm** numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **94 bağımsız bölüm** numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, **169 bağımsız bölüm** numaralı, 175/230760 arsa paylı, konut

Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait, ancak Müşteri Şirket ile "hasılat paylaşım sözleşmesi" bulunan;

- ✓ D Blok, **17 bağımsız bölüm** numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **18 bağımsız bölüm** numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **19 bağımsız bölüm** numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **20 bağımsız bölüm** numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, **21 bağımsız bölüm** numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

Vasıflı bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

G.Değerleme Uzmanı : 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.standartgd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul
Tel: 0 (216) 425 20 07; Faks: 0 (216) 425 03 12; W: www.torunlargo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen bağımsız bölümlerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerinin ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik hazırlanmış olan **gayrimenkule değerlendirme** raporudur.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, Müşteri'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ve GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri Malik	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.
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 ~% 6,0 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 tümünden 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 değerleme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, Rapor’un **3.6 Bölümünde** verilmiştir.
- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadaki elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri’nin** ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**

Her ne kadar veri kullanılabilirliği ve piyasa veya mülkün kendisiyle ilişkili durumlar hangi değerlendirme yöntemlerinin en ilgili ve en uygun yöntemler olacağını belirleyecek olsa da, yukarıdaki prosedürlerden herhangi birinin kullanımından elde edilecek sonuç, her bir yöntemin piyasadaki elde edilen verileri esas alması durumunda **Pazar Değeri** olmalıdır.

- Mülkün, normalde piyasada hangi şekilde işlem göreceği, **Pazar Değeri’nin** tahmini için hangi yaklaşım veya prosedürlerin kullanılabilirliğini belirler. Piyasa bilgilerine dayandığında bu yaklaşımların her biri, karşılaştırmalı bir yaklaşımdır. Her bir değerlendirme durumunda, bir veya daha fazla sayıda yöntem genellikle piyasadaki faaliyetleri en iyi temsil eden yöntemdir. **Değerleme Uzmanı, her bir Pazar Değeri çalışmasında her yöntemi göz önüne alacak ve hangi yöntemlerin en uygun olduğunu tespit edecektir.**

Kapsam

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

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

Tanımlar

- **Pazar Değeri**, bu Standartlar çerçevesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:
Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.
- *Mülk* teriminin kullanılmasının nedeni, bu Standartların üzerinde odaklandığı noktanın mülkün değerlendirilmesi olmasıdır. Bu Standartlar, finansal raporlamayı da kapsadığından, *varlık* terimi, tanımın genel uygulamasında farklı anlamlar içerebilir. Tanımın her bir unsurunun kendisine ait bir kavramı vardır:
 - **"Tahmini tutar..."** tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir mülk için ödenecek olan para cinsinden (genelde yerel para biriminden) ifade edilen fiyat anlamındadır. **Pazar Değeri**, *Pazar Değeri* tanımıyla tutarlı olarak değerlendirme tarihinde piyasada makul ölçülerde elde edilebilir en olası fiyat olarak ölçülür. Satıcı tarafından makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyattır ve aynı zamanda alıcının da makul ölçüler çerçevesinde elde edebileceği en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, **Özel Değer**'in veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi **özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir** (Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi Standardı 2, paragraf 3.8).
 - **"...bir mülkün el değiştirmesi gereken..."** ile bir mülkün değerinin önceden belirlenmiş tutarı veya fiili satış fiyatını değil de **tahmini bir tutarı** ifade ettiği gerçeğinden bahsedilir. Pazarın, değerlendirme tarihinde **Pazar Değeri** tanımının tüm unsurlarını içeren **bir alım satım işleminin sonuçlanmasını beklediği fiyattır**.
 - **"...değerleme tarihinde..."** tahmini **Pazar Değeri**'nin belirtilen tarihe özgü olduğunu göstermektedir. Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden **tahmini değer bir başka zamanda doğru veya uygun olmayabilir**. **Bu değerlendirme**, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin **değerleme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtacaktır**. Bu tanımda ayrıca fiyatta herhangi bir farklılık olmaksızın satış sözleşmesinin eşzamanlı olarak el değiştirdiği ve tamamlandığı da varsayılmaktadır.
 - **"...istekli bir alıcıyla..."** satın alma işlemi için motivasyonu olan ancak bu konuda zorunlu olmayan birisi anlamına gelmektedir. Bu alıcı, ne herhangi bir fiyatta satın almak için çok heveslidir ne de hiçbir şekilde satın almamaya kararlıdır. Bu alıcı, aynı zamanda varlığı kanıtlanamayan veya beklenti dahilinde olmayan hayal ürünü veya bir hipotez niteliğindeki bir 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 kiracı 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 piyasanın durumu ele alınarak değerlendirilmektedir. Bir satıcı için fiyatların gittikçe düştüğü bir piyasada daha önceki pazar seviyelerinden daha düşük olan bir fiyattan mülkünü satması basiretsizlik olarak değerlendirilmez. Değişken fiyatlara sahip olan pazarlardaki diğer satın alma ve satış örnekleri için bu durum gerçek olsa da, basiretli alıcı veya satıcı, o an için var olan en iyi pazar bilgilerine göre hareket edeceklerdir.
- **"...ve baskı altında olmaksızın..."** ise her bir tarafın bu işlemi gerçekleştirmek için yeterli motivasyona sahip olduklarını ancak bu işlemi tamamlamak için zorlanmadıkları ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmektedir.
- **Pazar Değeri, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın** bir varlığın tahmini değeri olarak anlaşılmaktadır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

Finansal Raporlama İçin Değerleme (UDU 1) 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 değerlemesi yapılan mülke ait **gelir ve harcama verilerini** dikkate alır ve **indirgeme yöntemi ile değer tahmini** yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, *Hasıla* veya *İskonto Oranı* ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.
- **Maliyet Yaklaşımı.** Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır.
Gayrimenkul bağlamında, insanların zaman darlığı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer arazi ve alternatif bina inşa etmek yerine benzer bir mülk için daha fazla ödeme yapmaları normalde savunulur bir durum değildir. Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlendirilmesi yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için *amortismanı da* içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

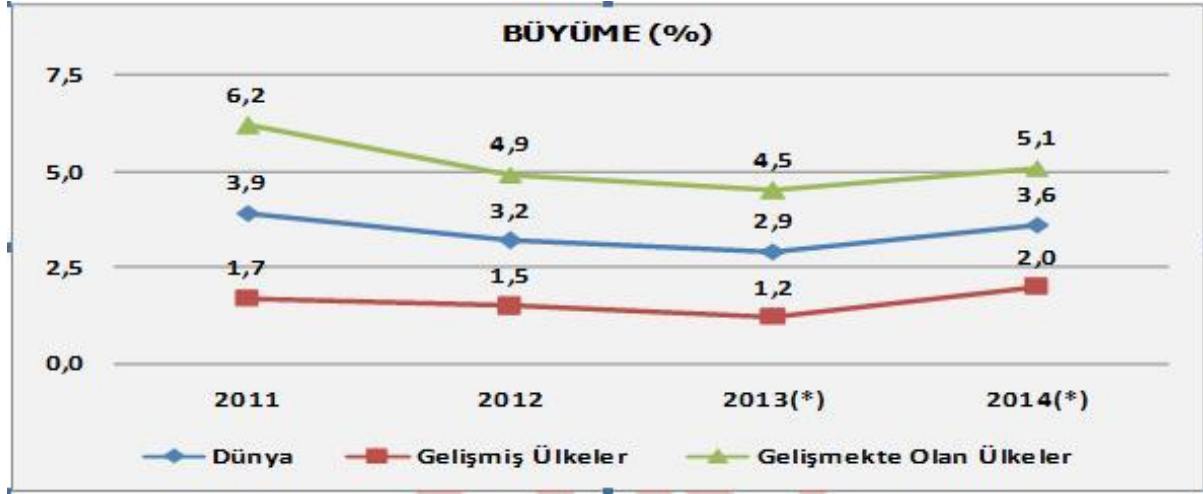
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

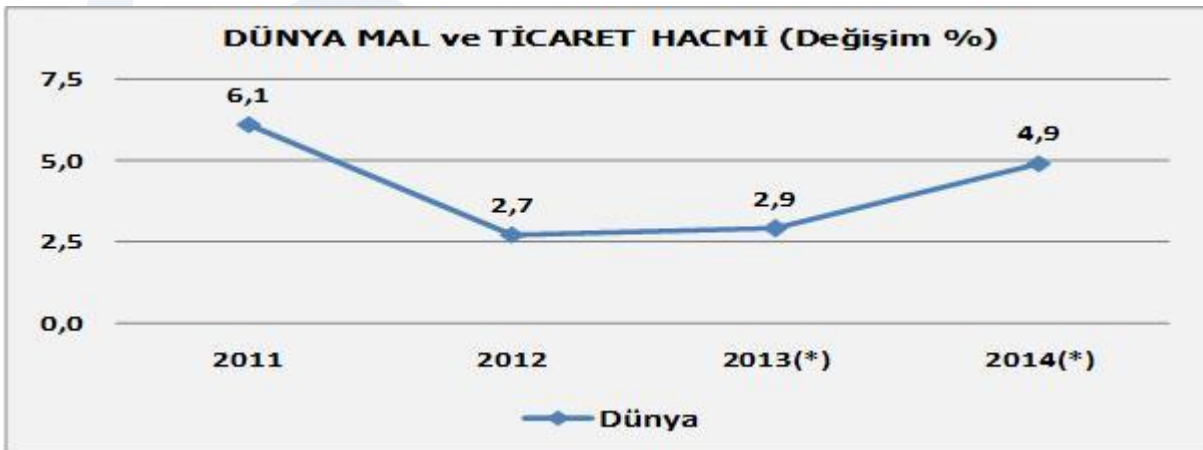
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski 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.

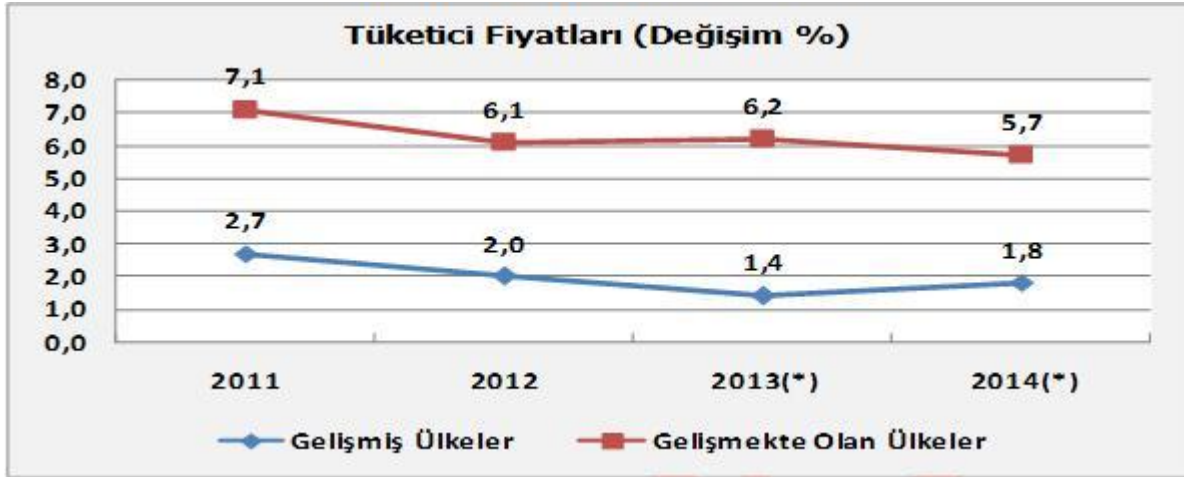
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



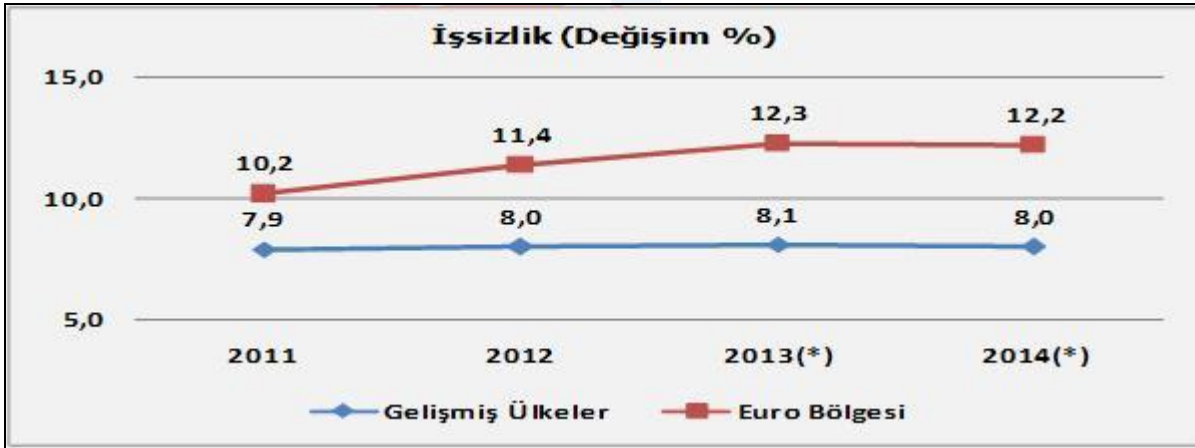
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

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

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

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

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

2013 Q1	112.1	74.90
2013 Q2	111.8	76.20
2013 Q3	108.5	72.1

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

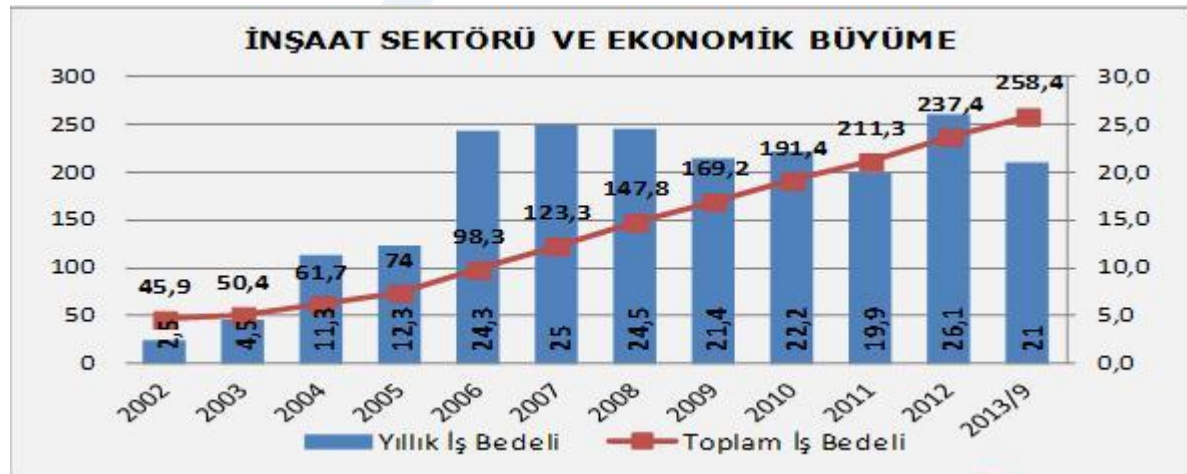
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ İLE GSMH BÜYÜME			
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GAYRİMENKUL-KİRALAMA VE İŞ FAALİYETLERİ SEKTÖRÜ BÜYÜME %	GSMH BÜYÜME %
2011 Q4	7.0	9.2	5.0
2012 Q1	2,4	6,9	3,1
2012 Q2	-0,8	7,2	2,8
2012 Q3	-0,8	5,4	1,5
2012 Q4	1,5	6,7	1,4
2013 Q1	5,9	5,7	3,0
2013 Q2	7,6	7,0	4,5
2013 Q3	8,7	7,1	4,4

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

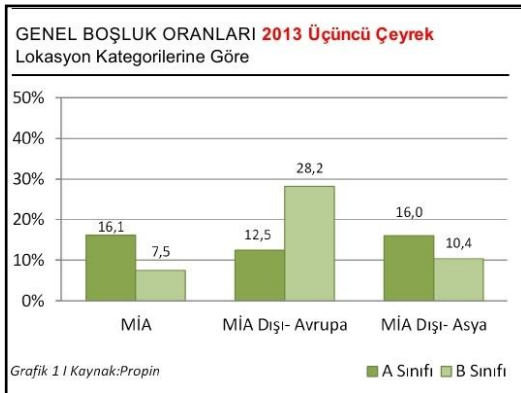
Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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 gelişmeden kaynaklanmaktadır.

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

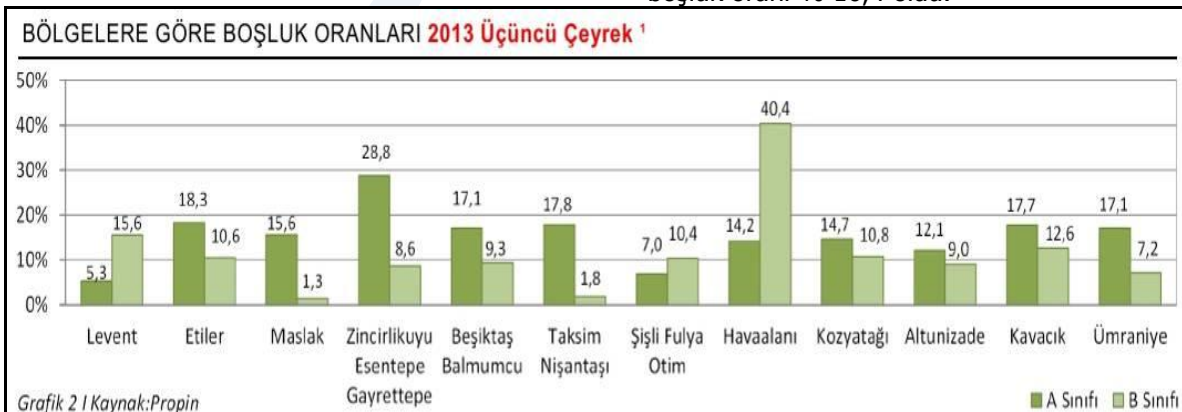
4.5. İstanbul Ofis Piyasası

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



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

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



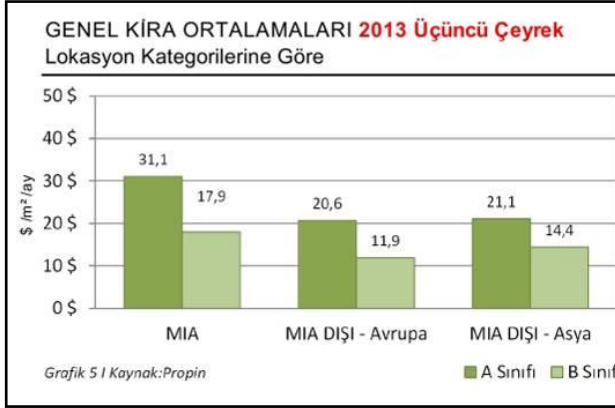
Levent'te A sınıfı boşluk oranları % 5,3 seviyesinde belirlendi. İnşaat halindeki binaların tamamlanmaya başlaması, bölge stokunun ve boşluk oranlarının artmasına sebep oldu.

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

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

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

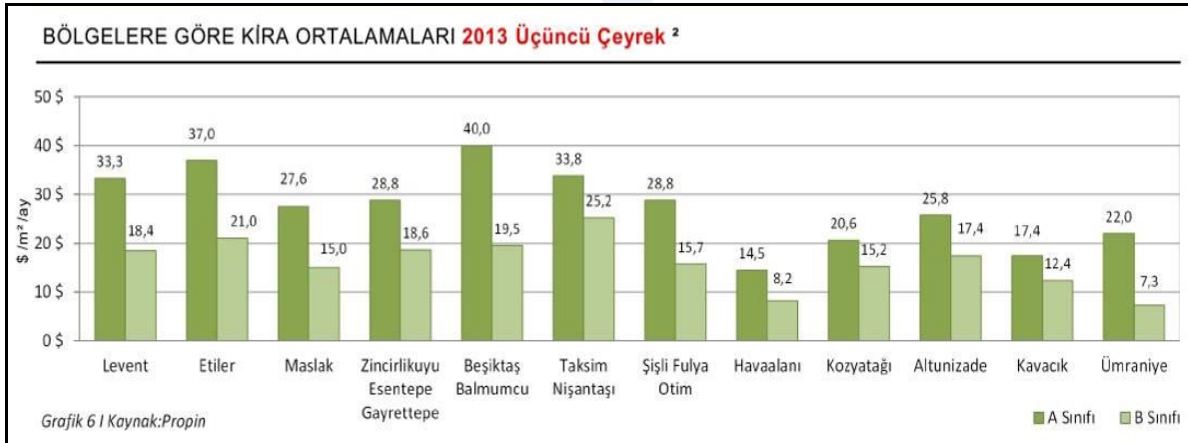
Altunizade'de stoka katılan yeni binalar oldu ve boşluk oranı % 7,7'den % 12,1 seviyesine çıktı.



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

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

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



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

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

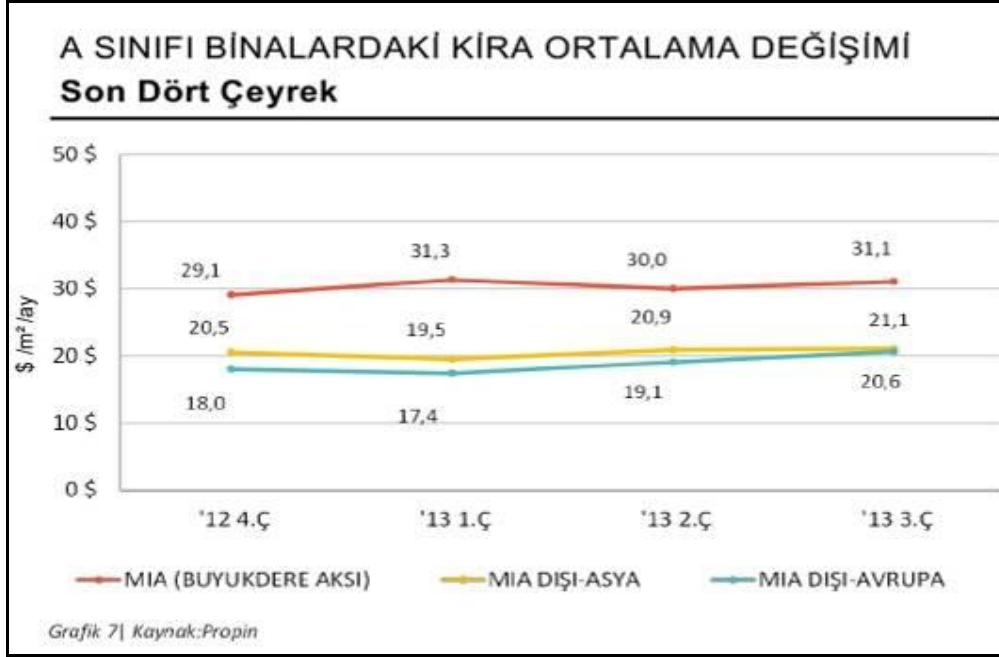
Maslak'ta stoka katılan nitelikli binalarda talep edilen liste fiyatları, bölgedeki kira ortalamalarını yükseltti. 2013 İkinci Çeyrek Dönem'de 24,7 ABD Doları /m² /ay kira ortalaması varken, 2013 Üçüncü Çeyrek Dönem'de 27,6 ABD Doları /m² /ay oldu.

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

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

Ümraniye'de stokun ve boşluk oranlarının artmasıyla, bölgedeki kira ortalaması da arttı. Ümraniye'de A

sınıfı binalardaki kira ortalaması 22 ABD \$ /m² /ay'a yükseldi.

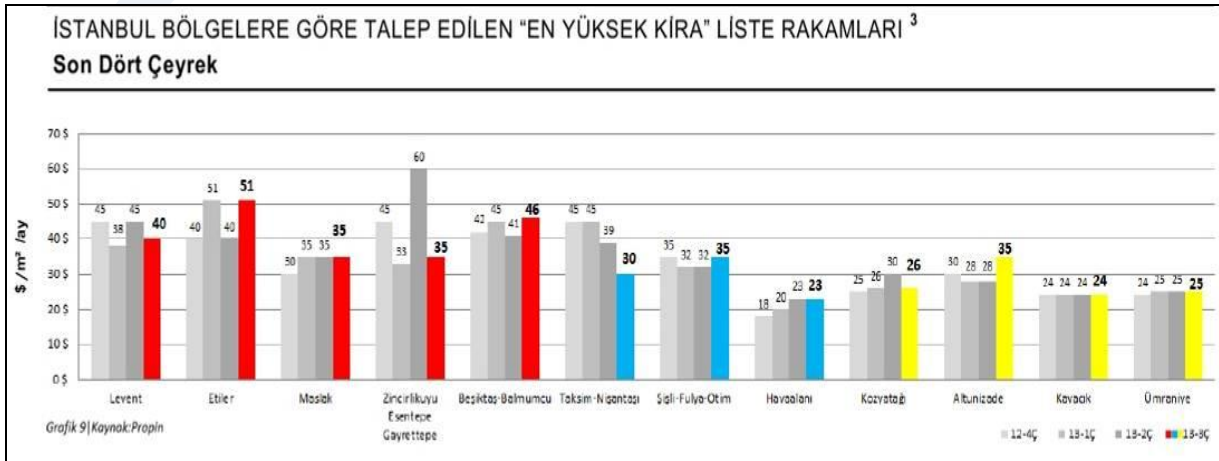


"Lokasyon Kategorileri"ne göre A sınıfı ofis binalarındaki kira ortalamalarının son dört çeyrekteki değişimi yukarıdaki grafikte gösterilmektedir.

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

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

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



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

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

Maslak'ta en yüksek kira rakamı 35 ABD Doları /m²/ay'dır.

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

4.6. Konut Sektörü

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

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

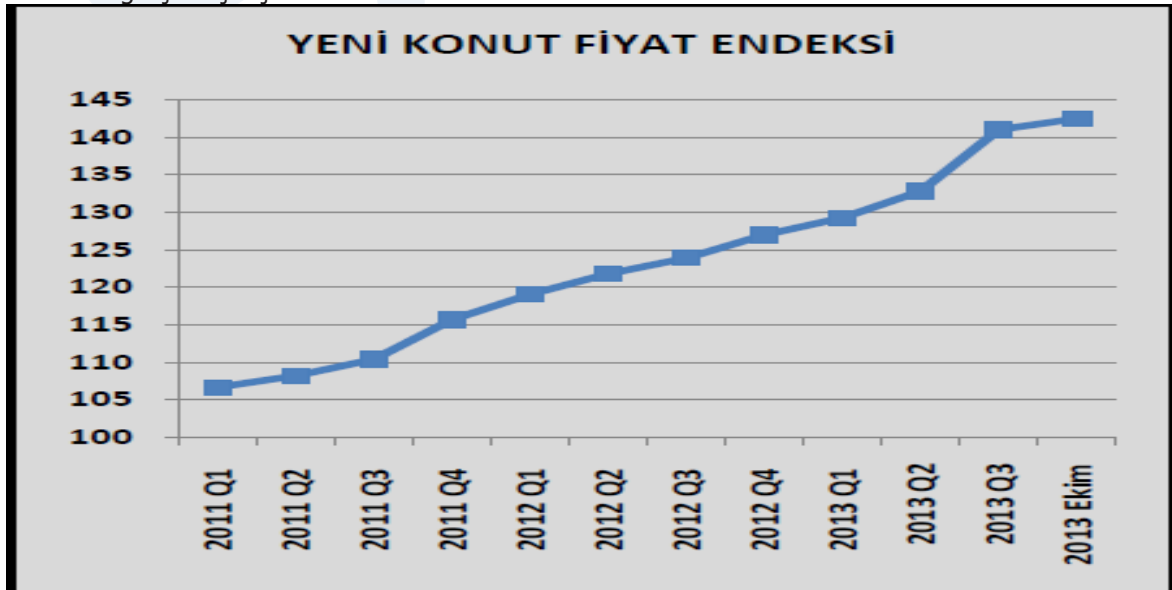
KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU.

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

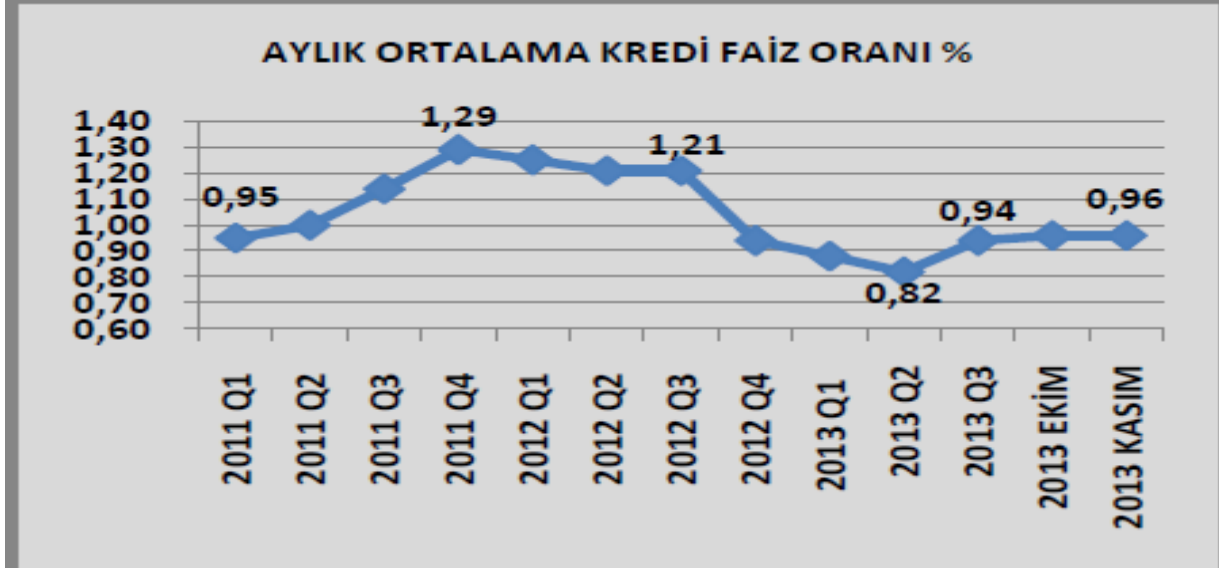
Yeni konut fiyatları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre % 14,2 artmıştır. Bir önceki aya göre ise artış % 1,1 olmuştur. Son bir yılda yeni konut fiyatlarında en yüksek artış % 14,9 ile 1+1 tipi konutlarda gerçekleşmiştir.



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

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

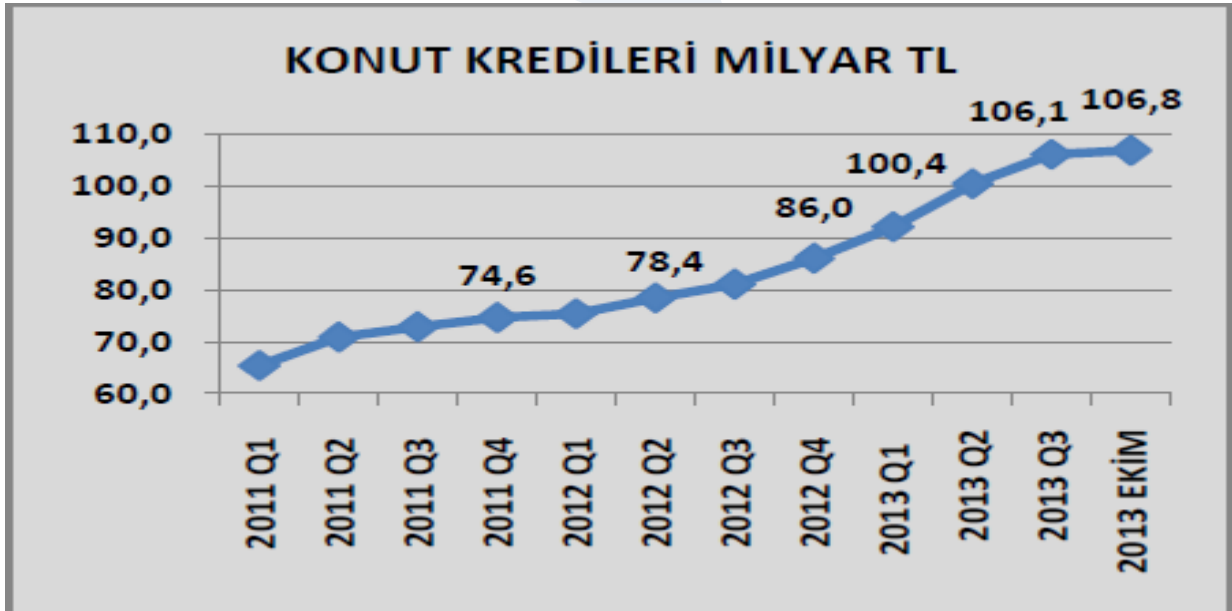
Merkez Bankası'nın Kasım ayı içinde bankaları fonlama maliyetini 1 puandan fazla yükseltmesi ile birlikte konut kredisi faiz oranları da yeniden artış eğilimine girebilecektir.



Kaynak: Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri

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

KONUT KREDİLERİ STOKU



Kaynak: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

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

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

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

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

Bahçelievler; İstanbul İli, Avrupa Yakası'nda D-100 Karayolu'nun kuzeyinde yer almaktadır. Batısında Küçükçekmece, güneyinde Bakırköy, kuzeyinde Bağcılar ve doğusunda Güngören İlçeleri ile çevrilidir. İlçenin batısında sınırını Ayamama Deresi, doğusundaki sınırını ise Çırpıcı Deresi belirlemektedir.

İlçe, Cumhuriyet, Çobançeşme, Fevzi Çakmak, Hürriyet, Koca Sinan, Soğanlı, Şirinevler, Yenibosna, Zafer ve Bahçelievler olmak üzere 11 adet mahalleden oluşmaktadır.



İlçede ekonomik açıdan bir çok ilkler gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin ilk kola fabrikası, yeni kuyumculuk merkezi, ilk sanayi sitelerinden bazılarının kurulması sağlanmıştır.

İlçe 25 Ağustos 1992 tarihinde Bakırköy İlçesi'nden ayrılarak, ilçe statüsü kazanmıştır.

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre, İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi'nin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın
Bahçelievler	600.162	301.066	299.096
İstanbul	13.854.740	6.956.908	6.897.832

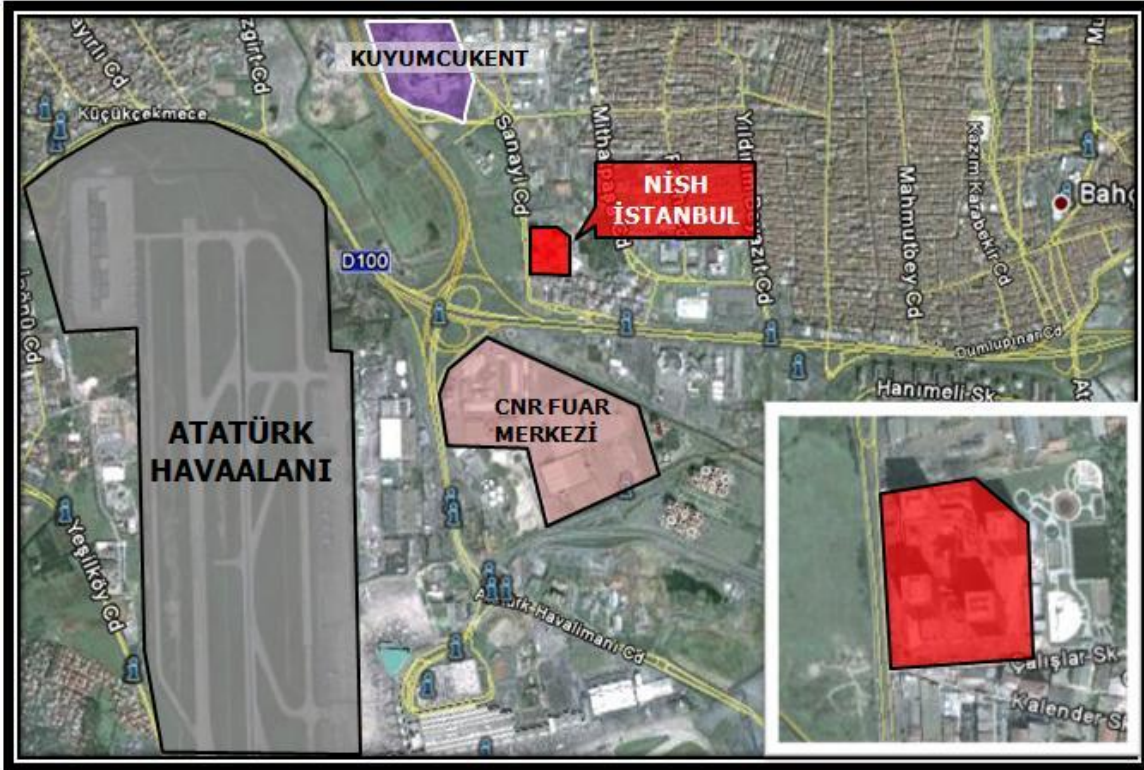
¹ Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı **ana gayrimenkul**, tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 bloklu kargir apartman vasıflı "**Nish İstanbul**" adını alan sitedir.



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin yer aldığı ana gayrimenkul olan **Nish İstanbul**, Sanayi Caddesi ile Çalışkan Sokak'ın kesiştiği köşe parsel üzerinde konumlanmıştır. Ana gayrimenkulün yakın çevresinde, Atatürk Havaalanı, CNR Fuar Merkezi, Dünya Ticaret Merkezi ve konut alanları yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu Nish İstanbul (ana gayrimenkul), A, B, C ve D olmak üzere dört bloktan oluşmaktadır.

Nish İstanbul;

- A blok, işyeri vasıflı 81 adet bağımsız bölüm,
- B blok, işyeri + konut vasıflı 212 adet bağımsız bölüm,
- C blok, işyeri + konut vasıflı 206 adet bağımsız bölüm,
- D blok ise, işyeri + konut vasıflı 201 adet bağımsız bölüm,

olmak üzere toplam 118 adet işyeri ve 582 adet konuttan oluşmaktadır.

33.889,90 m² arsa üzerinde konumlanmış olan Nish İstanbul, Yapı Kullanma İzin Belgelerine göre, toplam **135.128,15 m²** kapalı alanlıdır. Bloklar bazında kapalı alan dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Blok	Niteliği	Bağımsız Bölüm Sayısı	Kapalı Alan, m ²
A Blok	İşyeri	81	38.866,47
B Blok	İşyeri + Konut	212	31.736,18
C Blok	İşyeri + Konut	206	30.503,39
D Blok	İşyeri + Konut	201	34.022,11
TOPLAM		700	135.128,15

Ana gayrimenkulde yer alan, **değerleme konusu bağımsız bölümlerin** detayı aşağıda verilmiştir.

➤ **A Blok,**

- 4 bağımsız bölüm numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 6 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 9 bağımsız bölüm numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- 10 bağımsız bölüm numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- 11 bağımsız bölüm numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- 16 bağımsız bölüm numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- 17 bağımsız bölüm numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- 18 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- 20 bağımsız bölüm numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- 21 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 22 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- 24 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri

➤ **B Blok,**

- 4 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 5 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 6 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri

➤ **D Blok,**

- 7 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- 8 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- 9 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- 10 bağımsız bölüm numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- 94 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, 2+1, konut
- 169 bağımsız bölüm numaralı, 175/230760 arsa paylı, 1+1, konut

Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait, ancak Müşteri Şirket ile hasılat paylaşım sözleşmesi bulunan;

- 17 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- 18 bağımsız bölüm numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- 19 bağımsız bölüm numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- 20 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- 21 bağımsız bölüm numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

ANA GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ(*)							
İli	İstanbul						
İlçesi	Bahçelievler						
Mahallesi/Köyü	Yenibosna						
Mevki	Köyaltı						
Pafta No	243DS3A						
Ada No	338						
Parsel No	3						
Yüzölçümü,m ²	32.889,90						
Niteliği	4 Bloklü Kargir Apartman						
Edinme Tarihi ve Yevmiye No(**)	19.07.2011/17938 (*)						
Malıklar (***)	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.						
BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	ARSA PAYI		CİLT NO	SAHİFE NO
4	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1495	230760	382	37752
6	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1145	230760	382	37754
9	A	ZEMİN	İŞYERİ	755	230760	382	37757
10	A	ZEMİN	İŞYERİ	585	230760	382	37758
11	A	ZEMİN	İŞYERİ	695	230760	382	37759

16	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	1430	230760	382	37764
17	A	ZEMİN	İŞYERİ	575	230760	382	37765
18	A	ZEMİN	İŞYERİ	615	230760	382	37766
20	A	1	İŞYERİ	690	230760	382	37768
21	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37769
22	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37770
24	A	2	İŞYERİ	715	230760	382	37772
4	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37833
5	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37834
6	B	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	383	37835
7	D	ZEMİN	İŞYERİ	570	230760	387	38254
8	D	ZEMİN	İŞYERİ	615	230760	387	38255
9	D	ZEMİN	İŞYERİ	595	230760	387	38256
10	D	ZEMİN	İŞYERİ	1450	230760	387	38257
94	D	8	2+1 KONUT	290	230760	388	38341
169	D	14	1+1 KONUT	175	230760	388	38416

(*) Değerleme konusu Bağımsız Bölümlerin edinme tarihi ve yevmiye numarası ekli tapu belgelerine göre yazılmıştır.

(**) Değerleme konusu Bağımsız Bölümlerin bilgisidir.

(***)Değerleme konusu Bağımsız Bölüm Malikleri.

NOT: 19.12.2013 tarihli yazılı tapu takbis belgelerinde Edinme tarihi 30.06.2010 ve Yev.No:16585 tir.

ANA GAYRİMENKULE AİT TAPU BİLGİLERİ (*)							
İli	İstanbul						
İlçesi	Bahçelievler						
Mahallesi/Köyü	Yenibosna						
Mevki	Köyaltı						
Pafta No	243DS3A						
Ada No	338						
Parsel No	3						
Yüzölçümü,m ²	32.889,90						
Niteliği	4 Bloklu Kargir Apartman						
Anagayrimenkuldeki Değ.Konusu B.B.ler için Edinme Tarihi ve Yevmiye No	19.07.2011/17938 (*)						
Anagayrimenkuldeki Değ.Konusu B.B. Malikleri	Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.						
BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	ARSA PAYI		CİLT NO	SAHİ FE NO
17	D	1	İŞYERİ	1035	230760	387	38264
18	D	1	İŞYERİ	620	230760	387	38265
19	D	1	İŞYERİ	760	230760	387	38266
20	D	1	İŞYERİ	1035	230760	387	38267
21	D	1	İŞYERİ	2220	230760	387	38268

(*) Bağımsız Bölümlerin edinme tarihi ve yevmiye numarası ekli tapu belgelerine göre yazılmıştır.

Müşteri Şirket'ten edinilen bilgi ve 28.01.2009 tarihli "Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı Sözleşmesi"nin 18. Maddesinde belirtildiği üzere; "Proje çerçevesinde yapılacak inşaatlar satılıp elde edilen hasılatın %31'lik kısmı önceki arsa malikine yada onun haleflerine ödendikten sonra kalan hasılatın %60'ı Torunlar GYO A.Ş.'ye %40'ı da Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti. ait olacaktır." Hükmü gereği kat irtifakının tesisinin ardından taraflar arasında bağımsız bölümler bazında paylaşım gerçekleştirilmiş, ancak yukarıda Tapu bilgileri verilen D Blok, 17, 18, 19, 20 ve 21 bağımsız bölüm numaralı gayrimenkuller "09.12.2010 tarihli Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı İcra Kurulu Toplantı ve Karar Tutanağı"(Ek:3: Toplantı ve Karar Tutanağı)nda belirtildiği üzere, hasılatın %60 Torunlar GYO, %40 Özyazıcı'ya ait olmak üzere satışa sunulmuştur.

(EK : 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

19.12.2013 ve 24.12.2013 tarihleri itibari ile Bahçelievler Tapu Müdürlüğü ve Bahçelievler Belediyesi, İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu ana gayrimenkulün;

- ✓ B blok, 4 numaralı bağımsız bölüm, 01.04.2010 tarih ve 457 yevmiye numarası ile satış işleminden,
- ✓ diğer bağımsız bölümler ise 30.06.2011 tarih ve 16585 yevmiye ile satış işleminden

Torunlar GYO A.Ş. adına tescil edilmiş olup, 19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye numarası ile **kat mülkiyeti** tesis işleminden tapuya tescil edilmiştir.

Sözleşme ile mülkiyetinin %60'ı Torunlar GYO'ya ait olan D Blok, 17, 18, 19, 20 ve 21 numaralı bağımsız bölümler 19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye numarası ile **Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti** adına **kat mülkiyeti** tesis işleminden tapuya tescil edilmiş olmakla birlikte sözkonusu **gayrimenkuller "09.12.2010 tarihli Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı İcra Kurulu Toplantı ve Karar Tutanağı"(Ek:3: Toplantı ve Karar Tutanağı)nda belirtildiği üzere, hasılatın %60 Torunlar GYO, %40 Özyazıcı'ya ait olmak üzere satışa sunulmuştur.**

(NOT: Satış işlemi sonucu bilinmiyor. Özyazıcı ...A.Ş adına kayıtlı görünmekle birlikte hasılat paylaşımına konu olduğu kabulü ile değerlendirilmiştir.)

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin tamamı üzerinde aşağıda detayları belirtilen takyidatlar mevcuttur.

Beyanlar Bölümü:

- "Bazı taşınmazların ve bunlar üzerindeki Sınırlı Ayni Hakların Yabancı Uyruklu Gerçek Kişiler İle Yabancı Ülkelerde Kendi Ülkelerinin Kanunlarına Göre Kurulan Tüzel Kişiliğe Sahip Ticaret Şirketlerinin Edinimine İlişkin Karar" (Bakanlar Kurulu Kararı 09.07.2007 tarih 2007/12484 sayılı kararı) 15.10.2007/13256 Yev)
- Yönetim Planı: 02.06.2009 (02.06.2009 tarih ve 8802 yevmiye no ile)
- Yönetim Planı Değişikliği: 04.02.2010 (08.02.2010 tarih ve 1541 yevmiye no ile)
- Kat mülkiyetine çevrilmiştir. (19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye no ile)

Şerhler Bölümü:

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (BEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL'den 31331-31332 nolu trafo merkezi ve kablo geçiş güzergahı için 99 yıl süre ile) (Başlama Tarihi: 09.04.2009, Süre:99 Yıl)

(EK : 3 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatları)

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

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin konumlu olduğu 338 ada, **3 numaralı parsel**, 21.06.2009 onay tarihli Bahçelievler Revizyon Uygulama İmar Planı'na göre **"Ticaret + Hizmet Alanı"** içerisinde kalmaktadır.

Yapılaşma Koşulları;

- **Ticaret + Hizmet Alanında;** büro, çarşı, konaklama, sergi, teşhir, lokanta v.b. tesisler yapılabilir.
- **KAKS(Emsal): 2,50**
- Yan bahçe çekme mesafesi: 5 m
- Yol cephesi çekme mesafesi: 10 m

Şeklinde belirlenmiştir.

Mimari Proje; 27.03.2009 tarih ve 2009/2889 numara ile onaylanmıştır.

Yapı Kullanma İzin Belgeleri; A, B, C ve D Bloklar için ayrı ayrı 17.03.2011 tarih ve 3471 belge numarası ile alınmıştır.

(EK : 4 : Gayrimenkullere Ait Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(EK : 5 : Gayrimenkullere Ait İmar Paftası Ve Plan Notları)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:

Değerleme konusu ana gayrimenkulün, yapı denetimi **Tekin Yapı Denetim A.Ş.** tarafından yapılmıştır.

S v P

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)** nin esas alınacağı belirtilmiş olup geçici madde 2 ile de UMS / UFRS'nin UMSK tarafından yayımlanan farkları TMSK tarafından ilan edilinceye kadar UMS / UFRS'ler uygulanır denmektedir. Bu kapsamda, TMSK'ca yayımlanan TMS / TFRS esas alınmaktadır.

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

Bu Standart, örneğin "**TMS 16 Maddi Duran Varlıklar**" Standardında yer alan değerlendirme yöntemi gibi diğer Standartlara uygun olarak değerlendirilmiş tutarlardan (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değerden**) izlenen varlıklara uygulanır. Değerlenmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun 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. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmalarının ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.

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

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satım konu olmuş emsal ofis ve konut araştırmalarına söz konusu gayrimenkullerin değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir.

Ayrıca, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Rayiç Değer Tespiti

6.5.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu 94 ve 169 no.lu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Değerleme konusu gayrimenkullerin konumlandığı Nish İstanbul içerisinde konumlu satılık konut emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK KONUT EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal # 1 Nish İstanbul, B Blok, 16. katta yer alan, beyaz eşyalı, 1+1, 82,-m² alanlı daire satılıktır.	82	415.000	5.061	203.941	2.487	

Emsal # 2	Nish İstanbul, B Blok, 12. katta yer alan, batı cephe, beyaz eşyalı, 1+1, 87,-m² alanlı daire satılıktır.	87	435.000	5.000	213.770	2.457
Emsal # 3	Nish İstanbul, 2.katta yer alan, 1+1, 67,-m² alanlı daire satılıktır.	67	365.000	5.448	179.370	2.677
Emsal # 4	Nish İstanbul, B Blok, 11. katta yer alan, kuzey batı cephe, özel dekorasyonlu, 2+1, 97,-m² alanlı daire satılıktır.	97	600.000	6.186	294.855	3.040
Emsal # 5	Nish İstanbul, D Blok, 14.katta yer alan, kuzeydoğu cephe, 2+1 , beyaz eşyalı, 112,-m² alanlı daire satılıktır.	112	660.000	5.893	324.340	2.896
Emsal # 6	Nish İstanbul, D Blok, 14.katta yer alan, doğu cephe, 2+1, 112,-m² alanlı daire satılıktır.	112	650.000	5.804	319.426	2.852
Emsal # 7	Nish İstanbul, 16.katta yer alan 3+1, 187,-m² alanlı daire satılıktır.	187	1.343.034	7.182	660.000	3.529
Emsal # 8	Nish İstanbul, C Blok, 17.katta yer alan, güney cephe, 3+1, 164,-m² kapalı alanlı daire satılıktır.	164	1.000.000	6.098	491.425	2.996

Yukarıdaki emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ Nish İstanbul içerisinde konumlu dairelerin tipleri, konumu, bulunduğu kat gibi özellikleri doğrultusunda m² emsal bedellerinin;
 - 1+1 daire tipi konutlar için **5.000,-TL** ile **5.448,-TL** (**2.457,-ABD\$** ile **2.677,-ABD\$**) aralığında,
 - 2+1 daire tipi konutlar için **5.804,-TL** ile **6.186,-TL** (**2.852,-ABD\$** ile **3.040,-ABD\$**) aralığında,
 - 3+1 daire tipi konutlar için **6.098,-TL** ile **7.182,-TL** (**2.966,-ABD\$** ile **3.529,-ABD\$**) aralığında,

olduğu,

- ✓ Emsallerin ağırlıklı olarak uzun süredir satışta olduğu,
- ✓ Emsal 5 ve 6'da yer alan dairelerin konu bağımsız bölümler ile aynı blokta konumlandığı,
- ✓ Emsal 7 ve 8'de yer alan 3+1 tip dairelerin arzının kısıtlı olduğu, bu nedenle yüksek bedellerden satışa ve kiralamaya konu edildiği,
- ✓ Emsal bedellerinin, deklara satış bedeli olduğu ve pazarlık payını içerdiği,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin,

- ✓ Yapısal özellikleri,
- ✓ Konumlandıkları kat ,
- ✓ Mimari fonksiyonellikleri,
- ✓ Kullanım alanları,

göz önünde bulundurularak **m² emsal satış bedellerinin** konut tipi farkı gözetmeden tutucu bir yaklaşımla **5.000,-TL** olarak alınmasının uygun kanaatine varılmıştır. Bu m² emsal değer esas alınmak suretiyle hesaplanan bağımsız bölüm değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

B.B. No	Daire Tipi	Kat	Brüt Alan, m ²	m ² Satış Değeri, TL	B.B Değeri, TL
94	2+1	8	112	5.000	560.000
169	1+1	14	67	5.000	335.000
TOPLAM					895.000

Sonuç olarak; Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı doğrultusunda, değerlendirme konusu konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin detayları yukarıdaki tabloda verilmek üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 895.000,-TL** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

6.5.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Konu gayrimenkullerin konumlandığı Bahçelievler bölgesinde yer alan yer alan ofis / mağaza kullanım fonksiyonlu emsaller aşağıda yer almaktadır.

SATILIK OFİS EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	EMSAL DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²
Emsal # 1	İstanbul Vizyon Park'ta yer alan 164,-m ² alanlı ofis satılıktır.	164	1.007.276	6.142	495.000	3.018
Emsal # 2	İstanbul Vizyon Park'ta, 5. katta yer alan, 164,-m ² alanlı ofis satılıktır.	164	864.833	5.273	425.000	2.591
Emsal # 3	İstanbul Vizyon Park'ta C2 Blok 10.katta yer alan 263,-m ² alanlı ofis satılıktır.	263	1.566.873	5.958	770.000	2.928
Emsal # 4	İstanbul Vizyon Park'ta, C1 Blok'da yer alan 263,-m ² alanlı ofis satılıktır.	263	1.444.779	5.493	710.000	2.700
Emsal # 5	İstanbul Vizyon Park'ta, 5. katta yer alan 449,-m ² alanlı ofis satılıktır.	449	1.994.202	4.441	980.000	2.183
SATILIK DÜKKAN/MAĞAZA EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m ²	EMSAL DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²
Emsal # 1	Kuyumcukent, AVM'de 2. katta yer alan 60,-m ² alanlı dükkan satılıktır.	60	559.598	9.327	275.000	4.583
Emsal # 2	Kuyumcukent, AVM'de zemin yer alan 80,-m ² alanlı dükkan satılıktır.	80	712.215	8.903	350.000	4.375
Emsal # 3	Kuyumcukent, AVM'de 1. katta yer alan 118,-m ² alanlı dükkan acil satılıktır.	118	763.088	6.467	375.000	3.178
Emsal # 4	Kuyumcukent, AVM'de 1. katta yer alan 117,-m ² alanlı dükkan acil satılıktır.	117	671.517	5.739	330.000	2.821
Emsal # 5	Kuyumcukent, yan hizmetlerde, zemin katta yer alan, 30,-m ² alanlı dükkan satılıktır.	30	274.712	9.157	135.000	4.500
Emsal # 6	Kuyumcukent, yan hizmetlerde, zemin katta yer alan, 60,-m ² alanlı dükkan satılıktır.	60	508.725	8.479	250.000	4.167
Emsal # 7	İstanbul Vizyon Park'ta yer alan 389,-m ² kapalı alanlı, depolu dükkan satılıktır.	389	3.866.310	9.939	1.900.000	4.884
Emsal # 8	İstanbul Vizyon Park'ta yer alan 689,-m ² kapalı alanlı, depolu dükkan satılıktır.	689	6.715.170	9.746	3.300.000	4.790

Yukarıda yer alan ofis / mağaza emsallerinin irdelenmesi sonucunda;

- ✓ İstanbul Vizyon Park'ta yer alan **ofislerin**, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² emsal bedellerinin **4.441,-TL ile 6.142,-TL** aralığında,
- ✓ İstanbul Vizyon Park'ta yer alan **mağazaların**, kapalı alanları, buldukları kat ve cepheleri göz önünde bulundurularak m² emsal bedellerinin **9.746,-TL ile 9.939,-TL** aralığında,
- ✓ Kuyumcukent'te yer alan **mağazaların** ise buldukları kat ve kapalı alanları göz önünde bulundurularak m² emsal bedellerinin **5.739,-TL ile 9.327,-TL** aralığında,

Olduğu,

- ✓ Küçük kapalı alana sahip ofis ve mağazaların daha yüksek bedelden satışa konu edildiği,
- ✓ Satılık Dükkan Emsal 3 ve 4'de yer alan dükkanların acil olarak satışta olması nedeni ile düşük bedelden işlem gördüğü,

tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca, Nish İstanbul için piyasadan edinilen bilgiler aşağıda sunulmuştur.

- ✓ Nish İstanbul, 12. Katta konumlu, 275,-m² kapalı alanlı ofis 2.300.000,-TL bedelle satılıktır. **(m² Emsal Bedeli: 8.364,-TL)**
- ✓ Nish İstanbul, A Blok, Giriş Katta konumlu, 260,-m² kapalı alanlı dükkan/mağaza 1.600.000,-TL bedelle satılıktır. **(m² Emsal Bedeli: 6.154,-TL)**
- ✓ Nish İstanbul, A Blok, 11. Katta konumlu, 270,-m² kapalı alanlı ofis 1.950.000,-TL bedelle satılıktır. **(m² Emsal Bedeli: 7.222,-TL)**
- ✓ Nish İstanbul, A Blok, 13. Katta konumlu, kuzeydoğu cephe, 270,-m² kapalı alanlı ofis 2.000.000,-TL bedelle satılıktır. **(m² Emsal Bedeli: 7.407,-TL)**

Yukarıda yer alan tespitler doğrultusunda, Nish İstanbul içerisinde konumlu,

- ✓ Zemin katta yer alan işyeri/dubleks işyerlerinin m² emsal bedelinin **7.000,-TL**
- ✓ 1. Ve 2. Katta yer alan ofislerin m² emsal bedelinin **5.000,-TL**

Olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Niş İstanbul içerisinde yer alan ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, konumlandığı kat dikkate alınarak, tutucu bir yaklaşımla takdir edilen m² emsal değerleri, bağımsız bölüm değerleri ve toplam değer aşağıda sunulmuştur.

BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	BRÜT ALAN, M ²	m ² EMSAL DEĞERİ, TL	B.B DEĞERİ, TL
4	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	340,00	7.000,00	2.380.000
6	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	260,00	7.000,00	1.820.000
9	A	ZEMİN	İŞYERİ	172,00	7.000,00	1.204.000
10	A	ZEMİN	İŞYERİ	133,00	7.000,00	931.000
11	A	ZEMİN	İŞYERİ	158,00	7.000,00	1.106.000
16	A	ZEMİN VE 1	DUBLEKS İŞYERİ	325,00	7.000,00	2.275.000
17	A	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	7.000,00	910.000
18	A	ZEMİN	İŞYERİ	140,00	7.000,00	980.000
20	A	1	İŞYERİ	260,00	5.000,00	1.300.000
21	A	2	İŞYERİ	270,00	5.000,00	1.350.000
22	A	2	İŞYERİ	270,00	5.000,00	1.350.000
24	A	2	İŞYERİ	270,00	5.000,00	1.350.000
4	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	7.000,00	910.000
5	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	7.000,00	910.000
6	B	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	7.000,00	910.000
7	D	ZEMİN	İŞYERİ	130,00	7.000,00	910.000
8	D	ZEMİN	İŞYERİ	140,00	7.000,00	980.000
9	D	ZEMİN	İŞYERİ	135,00	7.000,00	945.000
10	D	ZEMİN	İŞYERİ	330,00	7.000,00	2.310.000
TOPLAM						24.831.000

Sonuç olarak; Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı doğrultusunda, değerlendirme konusu ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin değerleri yukarıdaki tabloda detaylı olarak verilmiş olup, **24.831.000,-TL** bedelin değerlendirme konusu **gayrimenkullerin toplam adil (rayiç) piyasa değeri** olarak kabulünün uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

6.5.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Alan, Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Rapor'un 6.5.2'nci bölümünde detayları verilen emsaller doğrultusunda Özyazıcılar Mülkiyetinde bulunan, ancak "09.12.2010 tarihli Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı İcra Kurulu Toplantı ve Karar Tutanağı"nda belirtildiği üzere, hasılatın %60 Torunlar GYO, %40 Özyazıcı'ya ait olacak olan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, 1. Katta konumlanıyor olması göz önünde bulundurularak işyerlerinin m² emsal bedeli **5.000,-TL** olarak esas alınmıştır.

Özyazıcılar Mülkiyetinde bulunan, ancak "09.12.2010 tarihli Torunlar – Özyazıcı Proje Ortaklığı İcra Kurulu Toplantı ve Karar Tutanağı"nda belirtildiği üzere, hasılatın %60 Torunlar GYO, %40 Özyazıcı'ya ait olacak olan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, konumlandığı katlar dikkate alınarak ve tutucu bir yaklaşımla takdir edilen m² emsal bedelleri ve bağımsız bölüm toplam bedelleri aşağıda sunulmuştur.

BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	BLOK NO	KAT NO	NİTELİĞİ	Kapalı Alan, m ²	m ² Satış Değeri, TL	B.B Değeri, TL
17	D	1	İŞYERİ	235,00	5.000	1.175.000
18	D	1	İŞYERİ	141,00	5.000	705.000
19	D	1	İŞYERİ	173,00	5.000	865.000
20	D	1	İŞYERİ	235,00	5.000	1.175.000
21	D	1	İŞYERİ	505,00	5.000	2.525.000
TOPLAM						6.445.000
TORUNLAR GYO PAYI (%60)						3.867.000

Sonuç olarak; **Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin** değerleri yukarıdaki tabloda verilmek üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 6.445.000,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

Yukarıda detayları verilen "hasılat paylaşımı" hükümleri gereği, konu gayrimenkullerden **Torunlar GYO** (müşteri şirket) payına düşen kısmın, bağımsız bölüm bazında yukarıdaki tabloda verilen değerinin %60'ı olmak üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 3.867.000,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

6.6.1. Konut Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup değerlendirme konusu olan bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda türetilen kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

Bu çalışmada; iki husus önem arz etmektedir.

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

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

İskonto oranı belirlenmesinde;

- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde, İNA analiziyle elde edilen değerlerin mevcut piyasa koşulları ve emsal kira bedelleri dikkate alındığında, gayrimenkul değeri/kira geliri ilişkisinin rasyonel olarak kurulmadığı,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Index) olan %3 ile risksiz reel getiri beklentisini de içeren %5 civarında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabilirdiği,

Hususları dikkate alınmak suretiyle, konutlar için piyasa koşullarına uygun oran aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

İskonto Oranı	8,50%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	0,00%

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

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizine esas teşkil edecek olan kira bedeli tespitine ilişkin olarak değerlendirme konusu gayrimenkullerin konumlandığı Nish İstanbul içerisinde konumlu kiralık daire emsalleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

KİRALIK KONUT EMSALLERİ						
Açıklama		Kapalı Alan, m²	KİRA DEĞERİ			
			TL	TL/m²/Ay	ABD\$	ABD\$/m²/Ay
Emsal # 1	Nish İstanbul'da, D Blok, 11.katta yer alan, güney batı cepheli, 1+1 , 87,-m ² alanlı daire kiralıktır.	87	2.200	25	1.081	12,4
Emsal # 2	Nish İstanbul'da, 7. Kat'ta konumlu, 1+1 , 67,-m ² alanlı daire kiralıktır.	67	1.750	26	860	12,8
Emsal # 3	Nish İstanbul'da, D Blok, 14.katta yer alan, güney batı cepheli, 2+1 , 112,-m ² alanlı daire kiralıktır.	112	3.400	30	1.671	14,9

Emsal # 4	Niş İstanbul'da, 13.katta yer alan, 2+1 , 112,-m ² alanlı daire kiralıktır.	112	2.800	25	1.376	12,3
Emsal # 5	Niş İstanbul'da, D Blok, 17.katta yer alan, güney batı cepheli, 3+1 , 194,-m ² alanlı daire kiralıktır.	194	7.500	39	3.686	19,0

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ Niş İstanbul'da konumlu olan, farklı katlarda yer alan
 - **1+1 dairelerin** m² kira bedellerinin **12,4 ABD\$/Ay** ile **12,8 ABD\$/Ay** aralığında
 - **2+1 dairelerin** m² kira bedellerinin **12,3 ABD\$/Ay** ile **15,-ABD\$/Ay** aralığında
 - **3+1 dairelerin** ortalama m² kira bedelinin **19,0 ABD\$/Ay** olduğu
- ✓ Emsal 5'de yer alan dairenin yüksek bedelden kiralamaya konu olduğu,
- ✓ Tabloda yer alan emsallerin ortalama m² kira bedelinin **14,30 ABD\$/Ay** olduğu
- ✓ Emsallerin genel olarak yüksek katlarda konumlu olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu konut fonksiyonlu bağımsız bölümler için, daire tipleri ve kapalı alan büyüklükleri hususunda bir ayrıma gidilmeksizin, m² kira bedelinin tutucu bir yaklaşımla **12,-ABD\$/Ay** olarak alınmasının uygun olacağı kanatine varılmış ve bu birim değer esas alınmak suretiyle gerçekleştirilmiş İNA /Doğrudan Kapitalizasyon Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNA ANALİZİ(DOĞRUDAN KAPİTALİZASYON), ABD \$	
Kiralanabilir Kapalı Alan, m ²	179
m ² Kira Bedeli, ABD \$/m ² /ay	12
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	2.148
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	25.776
İskonto Oranı	0,085
Büyüme Oranı	0,03
Σ Değer, \$	468.655
ABD \$/TL	2,0349
Σ Değer, TL	953.665

Sonuç olarak, İNA Analizi doğrultusunda değerlendirme konusu konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, toplam adil piyasa değeri **953.665,-TL** (değerleme tarihi itibarı ile **468.655,-ABD\$**) olarak tespit edilmiştir.

6.6.2. Ofis/Mağaza Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

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

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

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

İskonto Oranı	9,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%

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

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

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

KİRALIK OFİS EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	KİRA DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal # 1	İstanbul Vizyon Park'ta A2 Blok 3.katta yer alan 65,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	65	1.600	25	786	12,1
Emsal # 2	İstanbul Vizyon Park'ta A2 Blok'da, 74,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	74	2.250	30	1.106	14,9
Emsal # 3	İstanbul Vizyon Park'ta A2 Blok 4.katta yer alan 116,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	116	3.000	26	1.474	12,7
Emsal # 4	İstanbul Vizyon Park'ta A1 Blok'da yer alan 116,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	116	3.800	33	1.867	16,1
Emsal # 5	İstanbul Vizyon Park'ta A1 Blok yer alan 126,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	126	4.000	32	1.966	15,6
Emsal # 6	İstanbul Vizyon Park'ta, cadde cephe 2 katlı + Asma Katlı, 217,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	217	6.500	30	3.194	14,7
Emsal # 7	İstanbul Vizyon Park'ta, havaalanı cephe 141,-m ² alanlı ofis kiralıktır.	141	4.500	32	2.211	15,7
KİRALIK DÜKKAN/MAĞAZA EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	KİRA DEĞERİ				
		TL	TL/m ² /Ay	ABD\$	ABD\$/m ² /Ay	
Emsal # 1	Niş İstanbul'da, zemin katta yer alan, cadde cephe 144,-m ² alanlı işyeri kiralıktır.	144	6.000	42	2.949	20,5
Emsal # 2	Niş İstanbul'da, zemin katta yer alan, cadde cephe 248,-m ² alanlı işyeri kiralıktır.	248	8.500	34	4.177	16,8
Emsal # 3	Niş İstanbul'da, zemin katta yer alan, cadde cephe 2 katlı toplam 385,-m ² alanlı işyeri kiralıktır.	385	22.000	57	10.811	28,1
Emsal # 4	Kuyumcukent AVM'de yer alan 30,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	30	1.000	33	491	16,4
Emsal # 5	Kuyumcukent yan hizmetlerde yer alan 30,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	30	1.628	54	800	26,7
Emsal # 6	Kuyumcukent AVM'de yer alan 50,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	50	1.500	30	737	14,7
Emsal # 7	Kuyumcukent AVM'de yer alan 56,-m ² alanlı dükkan kiralıktır.	56	2.035	36	1.000	17,9
Emsal # 8	İstanbul Vizyon Park'ta yer alan 262,-m ² kapalı alanlı dükkan kiralıktır	262	10.175	39	5.000	19,1

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda; konu gayrimenkullerin yakın çevresinde yer alan

- ✓ **Ofislerin** konumlandıkları katlar göz önünde bulundurularak **m² aylık kira** bedellerinin
 - İstanbul Vizyon Park'da **~12,-ABD\$** ile **~16,-ABD\$** aralığında
- ✓ **Mağazaların** kapalı alanları göz önünde bulundurularak **m² aylık kira** bedellerinin
 - Niş İstanbul'da **~17,-ABD\$** ile **~28,-ABD\$** aralığında
 - İstanbul Vizyon Park'da **~19,-ABD\$** ile **25,-ABD\$** aralığında
 - Kuyumcukent'te ise **~15,-ABD\$** ile **~27,-ABD\$** aralığında

Değiştigi,

- ✓ Tabloda yer alan ofis emsallerinin ortalama m² kira bedelinin **14,60 ABD\$/Ay** olduğu
- ✓ Tabloda yer alan mağaza/dükkan emsallerinin ortalama m² kira bedelinin ise **20,-ABD\$/Ay** olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda;

- A Blok 1 ve 2. Katta konumlu ofislerin **15,-ABD\$/Ay**
- Mağazaların ise **25,-ABD\$/Ay**

bedel ile kiralamaya konu olabileceği kanaatine varılmıştır.

Müşteriden edinilen bilgiler doğrultusunda değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin kiralamaya konu edilmediği öğrenilmiştir. Ayrıca, bölgede yapılan araştırmalar sonucu Nish İstanbul'da doluluk oranlarının düşük olduğu tespit edilmiştir.

Değerleme konusu bağımsız bölümlerin, yıllar itibariyle öngörülen doluluk oranları aşağıda sunulmuştur.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ofis / Mağaza Doluluk Oranı	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	0,95

Kira gelirlerinin her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

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

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2013	2014	2015	2016	2017	DED
Toplam Satış Geliri , ABD\$	64.219	846.660	926.564	1.010.499	1.098.637	1.131.596
Ofis Kira Geliri, ABD\$	12.038	158.702	173.680	189.413	205.934	212.112
Mağaza Kira Geliri	52.181	687.958	752.884	821.086	892.703	919.484
Proje Net Nakit Akımı	64.219	846.660	926.564	1.010.499	1.098.637	16.764.391
İskonto Oranı	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
İskonto Faktörü	1,01	1,106	1,214	1,333	1,463	1,605
1 / İskonto Faktörü	0,99	0,90	0,82	0,75	0,68	0,62
Nakit Akımlarının NBD	63.701	765.227	763.048	758.242	751.142	10.443.613
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$						13.544.972
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,048
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						14.189.934
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						28.875.098

Sonuç olarak, İNA Analizi doğrultusunda, Müşteri mülkiyetinde yer alan, ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, toplam adil (rayiç) piyasa değeri **28.875.098,-TL** (Değerleme tarihi itibari ile **14.189.934,-ABD\$**) olarak tespit edilmiştir.

6.6.3. Özyazıcı Mülkiyetinde Yer Almakla Birlikte, **Hasılat Paylaşımına Konu** Ofis Kullanım Fonksiyonlu Bağımsız Bölümlerin Değer Tespiti

Rapor'un 6.6.2'nci bölümünde sunulan emsaller doğrultusunda; D Blok, 1. Katta konumlu ofislerin m² aylık kira bedelinin **15,-ABD\$** olacağı kanaatine varılmıştır.

Kira gelirlerinin her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan bağımsız bölümlerin, yıllar itibariyle doluluk oranı aşağıda şekilde öngörülmüştür.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ofis Doluluk Oranı	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	0,95

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

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ , ABD \$						
	2013	2014	2015	2016	2017	DED
Ofis Kira Geliri, ABD\$	14.501	191.184	209.228	228.181	248.084	255.526
Proje Net Nakit Akımı	14.501	191.184	209.228	228.181	248.084	3.785.571
İskonto Oranı	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
İskonto Faktörü	1,01	1,106	1,214	1,333	1,463	1,605
1 / İskonto Faktörü	0,99	0,90	0,82	0,75	0,68	0,62
Nakit Akımlarının NBD	14.384	172.796	172.304	171.219	169.615	2.358.274
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$						3.058.593
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,048
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						3.204.232
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL						6.520.292

Sonuç olarak, Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ve müşteri şirket ile hasılat paylaşımına konu, ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, İNA Analizi doğrultusunda toplam değeri **6.520.292,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **3.204.323,-ABD\$**) olarak tespit edilmiştir.

Rapor'un 5.1.3 bölümünde detayları verilen "hasılat paylaşımı" hükümleri gereği, konu gayrimenkullerden Torunlar GYO (müşteri şirket) payına düşen kısmının, bağımsız bölüm bazında yukarıdaki tabloda verilen değerlerin %60'ı olmak üzere, **toplam adil (rayiç) piyasa değerinin 3.912.175,-TL** olacağı kanaatine varılmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu parselin mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı analizinde müşterek veya bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, bağımsız bölümlerin tamamı üzerinde;

Beyanlar Bölümü:

- "Bazı taşınmazların ve bunlar üzerindeki Sınırlı Ayni Hakların Yabancı Uyruklu Gerçek Kişiler İle Yabancı Ülkelerde Kendi Ülkelerinin Kanunlarına Göre Kurulan Tüzel Kişiliğe Sahip Ticaret Şirketlerinin Edinimine İlişkin Karar" (Bakanlar Kurulu Kararı 09.07.2007 tarih 2007/12484 sayılı kararı) 15.10.2007/13256 Yev)
- Yönetim Planı: 02.06.2009 (02.06.2009 tarih ve 8802 yevmiye no ile)
- Yönetim Planı Değişikliği: 04.02.2010 (08.02.2010 tarih ve 1541 yevmiye no ile)
- Kat mülkiyetine çevrilmiştir. (19.07.2011 tarih ve 17938 yevmiye no ile)

Şerhler Bölümü:

- 1 TL bedel karşılığında kira sözleşmesi vardır. (BEDAŞ lehine 99 yıllığı 1 TL'den 31331-31332 nolu trafo merkezi ve kablo geçiş güzergahı için 99 yıl süre ile) (Başlama Tarihi: 09.04.2009, Süre:99 Yıl)

Takyidatları yer almaktadır.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal ofis ve konut araştırmalarına söz konusu gayrimenkullerinin değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir.

Ayrıca, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Farklı yöntemler sonucu bulunan bağımsız bölümlerin toplam değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (Torunlar GYO Mülkiyetinde Yer Alan Konutlar)		
	TL	ABD \$
Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı	895.000	439.825
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	953.665	468.655
ÖZET TABLO (Torunlar GYO Mülkiyetinde Yer Alan Ofis/Mağaza)		
	TL	ABD \$
Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı	24.831.000	12.202.565
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	28.875.098	14.189.934
ÖZET TABLO (Özyazıcılar Mülkiyetinde Yer Alan Ofisler)		
	TL	ABD \$
Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı	6.445.000	3.167.232
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	6.520.292	3.204.232

Sonuç olarak; değerlendirme konusu

✓ **Konut kullanım fonksiyonuna sahip mülklerde;**

- Ticari fonksiyona sahip mülklerde satınalma kararının, mevcut piyasa risk ve getiri seviyelerine uygun kriterlerle belirleniyor olması sebebiyle, aynı kriterler esas alınarak yapılan analizlerin, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan değerlerle genel olarak tutarlı ve örtüşen sonuçlar verdiği,
- Konut fonksiyonlu gayrimenkullerde satın alma eğiliminin, yaşam boyu barınabileceği bir eve sahip olma arzusu gibi manevi etkilerin yanında, kira geliri elde etmekten çok fiyat artışına dayalı kazanç elde etme veya zorunlu tasarruf yapmak gibi güdülerle de gerçekleştiği, nitekim, kapitalizasyon oranının, değer düşüşlerine karşı korunma sınırı olabilecek enflasyon oranı (ABD Doları bazlı analizlerde CPI-Customer Price Index) olan %3 ila risksiz reel getiri beklentisini de içeren %5 civarında alınması durumunda, çok farklı niteliklere sahip konutlarda dahi değer/kira bedeli ilişkisinin tutarlı olarak kurulabildiği,
- Düşük faizli konut kredilerinin de yarattığı pozitif etkiyle, piyasa (emsal satış) değerlerinin yüksek olduğu, bu hususun mülk değeri/kira ilişkisini mülk değeri lehine bozmakta olduğunun görüldüğü,

- Açıklanan sebeplerle, konut değerlendirme çalışmalarında en güvenilir yöntem olarak kabul edilen Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda bulunan değerlerin esas alınmasının uygun olacağı,
- Değerleme konusu konutların, **bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.1. bölümünde verildiği üzere**, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan **895.000,-TL toplam değer**, gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabulünün uygun olacağı;
- ✓ **Ofis/mağaza kullanım fonksiyonuna sahip mülklerde;**
 - Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerinin birbiri ile yakın ve tutarlı olduğu,
 - İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yoluyla elde edilmiş değerlerin, kiralama ve doluluk oranlarına ilişkin varsayımları içerdiği, değerlendirme konusu mülklerin henüz fiilen gelir yaratmadığı, bu sebeple İNA analizine dayalı değerlerin, gayrimenkul rayiç değerini temsil konusunda sapmalar içerebileceği,
 - Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan değerlerin, gayrimenkullerin rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, **bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.2. bölümünde verildiği üzere**, bu yöntem kullanılmak suretiyle bulunan **24.831.000,-TL toplam değer** gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı;
- ✓ **Özyazıcılar mülkiyetinde yer alan ofislerin;**
 - Farklı yöntemler sonucu tespit edilen değerlerinin birbiri ile tutarlı olduğu,
 - Piyasa Yaklaşımı sonucu bulunan değerlerin, gayrimenkullerin rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı düşüncesiyle, **bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.3. bölümünde verildiği üzere**, bu yöntem kullanılmak suretiyle bulunan **6.445.000,-TL toplam değer** gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,
 - Bu değerler ve mevcut hasılat paylaşımı sözleşmesi hükümleri dikkate alınmak suretiyle, Torunlar GYO'na düşen toplam **hasılat payının 3.867.000,-TL olarak** kabulünün uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri

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

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

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

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

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

- I. Torunlar GYO A.Ş. Mülkiyetindeki Değerleme konusu
 - a. A Blok, **4 bağımsız bölüm** numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
 - b. A Blok, **6 bağımsız bölüm** numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
 - c. A Blok, **9 bağımsız bölüm** numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
 - d. A Blok, **10 bağımsız bölüm** numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
 - e. A Blok, **11 bağımsız bölüm** numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
 - f. A Blok, **16 bağımsız bölüm** numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
 - g. A Blok, **17 bağımsız bölüm** numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
 - h. A Blok, **18 bağımsız bölüm** numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
 - i. A Blok, **20 bağımsız bölüm** numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
 - j. A Blok, **21 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri

- k. A Blok, **22 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- l. A Blok, **24 bağımsız bölüm** numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- m. B Blok, **4 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- n. B Blok, **5 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- o. B Blok, **6 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- p. D Blok, **7 bağımsız bölüm** numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- q. D Blok, **8 bağımsız bölüm** numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- r. D Blok, **9 bağımsız bölüm** numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- s. D Blok, **10 bağımsız bölüm** numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- t. D Blok, **94 bağımsız bölüm** numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- u. D Blok, **169 bağımsız bölüm** numaralı, 175/230760 arsa paylı, konut

Nitelikli bağımsız bölümlerin; mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu, üzerlerinde devri kısıtlayıcı herhangi bir takyidat bulunmadığı anlaşıldığından, "GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı",

- II. Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait, ancak Müşteri Şirket ile "**hasılat paylaşım sözleşmesi**" bulunan;
- a. D Blok, **17 bağımsız bölüm** numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
 - b. D Blok, **18 bağımsız bölüm** numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
 - c. D Blok, **19 bağımsız bölüm** numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
 - d. D Blok, **20 bağımsız bölüm** numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
 - e. D Blok, **21 bağımsız bölüm** numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

Nitelikli bağımsız bölümlerin ise, değerlendirme konusu gayrimenkullerin konu edildiği "Hasılat Paylaşımı Sözleşmesi"nin tapuya şerh edilmemiş olduğu anlaşılmış olup, **Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile)**

- o "**Tapuya Şerhi Zorunlu Sözleşmeler**" başlıklı 26. Maddesinde "*Ortaklık lehine sözleşmeden doğan alım, önalım ve geri alım haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur. Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur. Bu maddede sayılan sözleşmelerin karşı tarafının Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve iştirakleri olması halinde bu sözleşmelerin tapu siciline şerhi zorunlu değildir.*"

Hükmü göz önünde bulundurularak Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ne ait **konu gayrimenkullere ilişkin olarak karara bağlanmış "Hasılat Paylaşımı"nın sözleşmeye bağlanarak tapuya şerh edilmesinin veya Konu mülklere ilişkin ortaklık haklarının paylı mülkiyet haline getirilmesinin,** Gerekli olduğu kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; İstanbul İli, Bahçelievler İlçesi, Yenibosna Mahallesi, Köyaltı Mevki, 243DS3A pafta, 338 ada, 3 numaralı parselde kayıtlı, 4 bloklu kargir apartman vasıflı "Nish İstanbul"un Mülkiyeti Torunlar GYO A.Ş.'ye ait olan;

- ✓ A Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 1495/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 1145/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 755/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 585/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 11 bağımsız bölüm numaralı, 695/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 16 bağımsız bölüm numaralı, 1430/230760 arsa paylı, dubleks işyeri
- ✓ A Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 575/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 690/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 22 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 24 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 49 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 50 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 51 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ A Blok, 52 bağımsız bölüm numaralı, 715/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 4 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 5 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ B Blok, 6 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 7 bağımsız bölüm numaralı, 570/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 8 bağımsız bölüm numaralı, 615/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 9 bağımsız bölüm numaralı, 595/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 10 bağımsız bölüm numaralı, 1450/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 94 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 130 bağımsız bölüm numaralı, 290/230760 arsa paylı, konut
- ✓ D Blok, 169 bağımsız bölüm numaralı, 175/230760 arsa paylı, konut

Mülkiyeti Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye ait ve Müşteri şirket ile hasılat paylaşımına konu;

- ✓ D Blok, 17 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 18 bağımsız bölüm numaralı, 620/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 19 bağımsız bölüm numaralı, 760/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 20 bağımsız bölüm numaralı, 1035/230760 arsa paylı, işyeri
- ✓ D Blok, 21 bağımsız bölüm numaralı, 2220/230760 arsa paylı, işyeri

Vasıflı bağımsız bölümlerinin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda;

- I.** Rapor'un 7.4 bölümünde detaylı olarak belirtildiği üzere;
- a.** Müşteri Şirket mülkiyetinde olan değerlendirme konusu bağımsız bölümlerin **GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca olmadığı,**
 - b.** Özyazıcı İnşaat Elektrik Makine Müşavirlik ve Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti. mülkiyetinde olup da, Müşteri Şirket ile hasılat paylaşımına konu edilmesi kararlaştırılan mülklerin ise;
 - o **Karara bağlanmış "Hasılat Paylaşımı"nın sözleşmeye bağlanarak tapuya şerh edilmesinin,**
 - Veya;**
 - o **Konu mülklere ilişkin ortaklık haklarının paylı mülkiyet haline getirilmesinin,****gerekliliği olduğu,**
- II.** Konut kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.1'inci bölümünde verildiği üzere, **toplam adil piyasa değerinin,** fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- o KDV Hariç **895.000,-TL**
 - o KDV Dahil **903.950,-TL**
- III.** Ofis/mağaza kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.2'inci bölümünde verildiği üzere, **toplam adil piyasa değerinin,** fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- o KDV Hariç **24.831.000,-TL**
 - o KDV Dahil **29.300.580,-TL**
- IV.** Özyazıcı..A.Ş. mülkiyetinde yer almakla birlikte Müşteri şirketle hasılat paylaşımına konu olması kararlaştırılmış ofis kullanım fonksiyonlu bağımsız bölümlerin, bağımsız bölüm bazında detayları Rapor'un 6.5.3'üncü bölümünde verildiği üzere, **toplam adil piyasa değerinin,** fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;
- o KDV Hariç **6.445.000,-TL**
 - o KDV Dahil **7.605.100,-TL**

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.