



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

MUĞLA İLİ – MARMARİS İLÇESİ

- 17.18 /1 PAFTA – 236 ADA – 5 NUMARALI PARSEL
- 18/1 PAFTA – 316 NUMARALI PARSEL
- 18/1 PAFTA – 318 NUMARALI PARSEL

Gayrimenkule Bağlı Hak Değerleme Raporu

11.03.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	9
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	10
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	11
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER.....	13
4.1. Global Ekonomik Görünüm.....	13
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü.....	14
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü.....	15
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm.....	15
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler.....	16
4.6. Sektörel Görünüm.....	16
4.6.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü.....	16
4.6.2. Deniz Turizmi.....	18
4.6.3. Türkiye'de Deniz Turizmi.....	18
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler.....	22
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER ve GAYRİMENKULLERE BAĞLI HAKLARA İLİŞKİN BİLGİLER ve ANALİZLER	23
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler.....	23
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	23
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	23
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri	26
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	26
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	26
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	26
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	27
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,	27
5.3. Netsel Marina İrtifak Hakkı Sözleşmesi	27
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI.....	29
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	29
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler.....	32
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler	32
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	32
6.5. Ayırıştırma Yöntemi İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti	32
6.5.1. İrtifak Hakkı Değerinin Tespiti:.....	32
6.5.2. Yapı Maliyetinin Belirlenmesi.....	34
6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri	36
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	36
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	39
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	39
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	39
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	39
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	40
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	40
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	40
7.3. Yasal Gerekerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	41
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	41
8. SONUÇ.....	42
8.1. Nihai Değer Takdiri	42
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER.....	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

13.12.2012 - TRGYO/2012

1.2. Değerleme Tarihi

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

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

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

11.03.2013 / SvP_12_TRGYO_18

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine;

- a) Müşteri'nin iştiraki **Netsel Turizm Yatırımları A.Ş. (Netsel)** lehine 22.12.2037 tarihine kadar irtifak hakkı bulunan ve tapuda Maliye Hazinesi adına kayıtlı, Muğla İli, Marmaris İlçesi;
- o **Tepe mahallesi, 17.18/1 pafta, 236 ada, 5 parsel numarasında kayıtlı 25.070,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
 - o **Adaköy Köyü, 18/1 pafta, 316 parsel numarasında kayıtlı 11.972,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
 - o **Adaköy Köyü, 18/1 pafta, 318 parsel numarasında kayıtlı 436,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
- b) Kullanım hakkına bağlı olarak üst hakkı tesis edilen parseller üzerinde konumlanmış olan,
- o **saniter üniteleri (deniz yoluyla gelen misafirlere yönelik duş, WC, soyunma / giyinme üniteleri)**
 - o **İdari binalar ve**
 - o **İdari, konaklama ve ticari ünitelerin**

yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerlerinin** ve Malik Şirket **Netsel** hisselerinin İştirak yoluyla **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkule bağlı kullanım hakkı 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

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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 gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hakların yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerlerinin tespiti ve Malik Şirket **Netsel** hisselerinin İştirak yoluyla **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, Müşteri'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkul ve gayrimenkullere bağlı hakların fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ile Malik Şirket **Netsel** hisselerinin İştirak yoluyla GYO portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmış olan gayrimenkule bağlı kullanım hakkı değerlendirme raporudur.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İştirak	Netsel Turizm Yatırımları A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982 TL esas alınmıştır.
€/TL	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,3755 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	21.12.2012 tarihinde, 25.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 4,50 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar

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

Değerlemeler, bir varlığın **Pazar Değeri** veya **Pazar Değeri dışındaki** esaslara göre yapılır. Pazar, fiyat, maliyet ve değer kavramları, tüm değerlemelerin temelinde yer almaktadır. Bu kavramlar hem **Pazar Değeri**'ni esas alan hem de pazar dışındaki kriterleri esas alan değerlemelerle ilişkilidir. Değerleme Uzmanlarının çalışmaları açısından eşdeğer bir öneme sahip olan bir diğer unsur da, 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 değerlendirilmesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

Kapsam

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

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

Tanımlar

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

Pazara dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

Emsal Karşılaştırma (Piyasa Değeri) 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 itibarı ile mülk yapılandırılmaları için belirlenen maliyetlerden aşağıda belirtilen yöntemlerden uygun olanı kullanılmak ve hesaplanan amortisman miktarı düşülmek suretiyle, mevcut yapı değerine ulaşılır.

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

6.3 *En Verimli ve En İyi Kullanım* şu şekilde tanımlanır: Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve değerlendirilmesi yapılan mülkü en yüksek değere 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 mantığı olarak niçin mümkün olduğunun Değerleme Uzmanı tarafından açıklanmasını gerektirebilir. Analizler, bir veya birkaç kullanımın mantığı olarak olası kullanımlar olduğunu belirlediğinde, bunlar artık finansal fizibilite bakımından test edilirler. Diğer testlerle birlikte en yüksek değerle sonuçlanan kullanım, en verimli ve en iyi kullanımdır.

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirme 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 arzi değerlemesine ilişkin düzenlemeler aşağıdaki gibidir.

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: OECD

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

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

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

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

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

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI

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

4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

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

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

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

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

Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri (BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE)			
DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2010 Q4	-9,3	-8,2	-14,4
2011 Q1	-2,5	-2,3	-3,9
2011 Q2	-4,9	-5,6	-1,4

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

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

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

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

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU, İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1)Ekim, (2) 2 Kasım

4.6. Sektörel Görünüm

4.6.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

2012 yılında ekonomide yaşanan yavaşlama ve özellikle iç tüketim ile perakende harcamalarda görülen durağanlık nedeniyle AVM sektöründe büyüme yavaşlamaktadır. Önemli sayıda yeni proje halen devam etmekle birlikte yeni açılan AVM sayısı 2012 yılında geçen yılın altında kalmıştır. Perakende sektöründe

yerli ve yabancı markaların büyüme potansiyeli ile konsolidasyon devam ederken iç talepteki büyümenin göreceli yavaşlaması AVM sektöründe de yeni dengelerin oluşmasına yol açmaktadır.

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

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

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

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

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

4.6.2. Deniz Turizmi

Deniz Turizmi Yirminci Yüzyılın son çeyreğinde tüm dünyada önemli bir gelişme trendi yakalamıştır. Bu hızlı gelişimin 21. Yüzyılda da devam edeceği tahmin edilmektedir. Bunun temel nedeni de birçok alanda sağladığı ekonomik getirilerdir. Sektördeki bu olumlu gelişme ülkemizdeki deniz turizmini de pozitif yönde etkilemektedir.

Akdeniz'de deniz turizmi için potansiyel bir alandır. Ancak, yatçılığa elverişli bölgelerin doğal potansiyelinin neredeyse tümü kullandığı halde, Avrupa ve Akdeniz kıyılarında 407.546 civarında yat bağlama kapasitesi bulunmaktadır.

1940'lı yıllarda yatçılığa başlayan Fransa, İspanya, İngiltere ve İtalya Doğu Akdeniz ülkeleriyle kıyaslanamayacak marina ve bağlama kapasitesine ulaşmışlardır. Oysa, Avrupa ve Akdeniz'deki limanlarda bağlı yaklaşık 1.5 milyon yat bulunmakta ve yılda 50.000 yeni yat pazara dahil olmaktadır.

Avrupa kıyılarındaki mevcut marinaların kapasiteleri hemen hemen dolu olduğundan ciddi fiyat artışları yaşanmaktadır. Bu nedenle yeni marinalara daha çok ihtiyaç duyulmaya başlanmıştır ve yatçılar da kaliteyle birlikte fiyat avantajı sağlayacak yeni arayışlara girmiştir.

Avrupa Yatçılarının hedef ülkeleri arasında İspanya, Fransa, İtalya, Slovenya, Hırvatistan, Yunanistan, Türkiye bulunmaktadır. Türkiye halen saydığımız ülkeler arasında ilk önce tercih edilen ülke değilse de mavi tur, yatlarımızda üretilen turizm hizmetleri ile marinalarımız ve yat çekek yerlerinde üretilen bakım onarım hizmetleri ile Akdeniz Çanağının yatçılık merkezi olmuştur

4.6.3. Türkiye'de Deniz Turizmi

1983 yılında yürürlüğe giren 2634 sayılı Turizmi Teşvik Yasası Türk Bayraklı yatlara; yasal bir zemin hazırlamış, ülkemizde özel sektöre Yat Limanı yapma imkanı sağlamıştır. Bu kanun ile yabancı bayraklı özel yatlara 5 yıl süre ile Türkiye'de kalmak; Türk karasuları ve limanları arasında, gezi ve spor amacıyla serbestçe dolaşabilmek olanağı sağlamıştır.

Bunun dışında bu kanun yabancı bayraklı yatlara ve yabancı yat işletmelerine; Bakanlıktan belge alarak serbestçe çalışma imkanı sağlayarak; yaratılan uluslararası rekabet ortamında Deniz Turizmi Sektörünü yaratmıştır.

Deniz Turizmi Sektörünü Oluşturan Öğeler

- Yat Limanı (Marina)
- Kruvaziyer Gemi Limanları
- Kruvaziyer Gemi
- Yat
- Yatçı
- Günöbirlik Gezi Tekneleri

Türkiye, gelişen deniz turizminden daha fazla pay alma potansiyeline sahip olup doğal ve kültürel zenginlikleri, uygun coğrafi yapısı, neredeyse on iki ay yatçılığa elverişli iklimi nedeniyle önemli avantajlara sahiptir. Sahip olunan avantajları faydaya dönüştürmenin iki temel bileşeni:

- Sektörde sürdürülebilir bir gelişmeyi sağlayacak planlı yatırımların hayata geçirilmesi ve
- Bir hizmet sektörü olan turizmin faaliyet alanı içinde yer alan deniz turizminde tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinin bilinçli yapılması,

bulunmaktadır.

Deniz Turizmi, sektörel bazda büyüeyebilen tek sektör olmuş ve çok geniş toplumu kucaklayabilen bir ticaret hacmi doğurmuştur. Deniz turizmi sektörü, son yıllarda sağladığı döviz girdisi ile ülke ekonomisi ve turizm sektörü içerisinde, kendini kanıtlamıştır. Deniz Turizmindeki gelişmeler insanların denizden yararlanma imkanlarını arttırmış ve çeşitlendirmiştir. Dünya yat turizminin odaklaştığı önemli bölgelerden biri olan Akdeniz Çanağı gerek ticari gerekse amatör yatçılar için cazibesini her geçen gün arttırmaktadır.

Deniz Turizmi ülkemiz için çok önemli bir gelir kaynağıdır Ülkemizde Deniz Turizmi gelirleri, Turizm gelirlerinin yaklaşık %20'sini oluşturmaktadır.

Türkiye'nin en donanımlı marinaları güney Ege ve Akdeniz kıyılarında İzmir, Kuşadası, Bodrum, Datça, Bozburun, Marmaris, Göcek, Fethiye, Kalkan, Kaş, Finike, Kemer ve Antalya'da yer almaktadır. Bu limanlarda, yatçılar gereksinim duydukları hizmet ve mühimmatı bulabilmektedirler.

TURİZM KIYI YAPILARI MASTER PLAN ÇALIŞMASI

Turizm Kıyı Yapıları Master Planı Çalışması kapsamında;

- Mevcut deniz turizmi tesislerinin envanterinin çıkarılması yat limanı, turizm amaçlı yavaşma tesisleri, yolcu iskeleri v.b.),
- Ülkemizin uluslararası ölçekte yurt içi ve yurt dışı dinamikleri ışığında 2030 yılı itibariyle gelişmekte olan ulusal ve uluslar arası turizm faaliyetleri ihtiyacı talep tahminlerinin yapılması,
- Ülkesel ve bölgesel bazda yeni yatırımların planlanması (yat limanları, yat çekek yerleri, yolcu iskeleleri, kruvaziyer terminalleri),
- İhtiyaç duyulan ilave kapasitelerin belirlenerek deniz turizmi tesislerinin mekansal planlanması ve gerçekleştirilme zamanlamasının tespiti,
- Tesislerin hinterlandındaki karayolu, havayolu, demiryolu bağlantılarının irdelenmesi ve diğer ulaşım modlarıyla entegrasyonunun değerlendirilmesi,
- İdari ve hukuki düzenleme ihtiyacının belirlenmesi, gerçekleştirilecektir olup, projenin süresi 390 takvim günüdür.

LİMAN KAPASİTELERİ

ULAŞTIRMA LİMANLARI KAPASİTE TOPLAMLARI	KAPASİTE
İŞLETİLMEKTE OLAN LİMANLAR	54,2 Milyon Ton/Yıl
İŞLETİLMEKTE OLAN LİMANLARDA YAPILAN TEVSİATLAR	1,3 Milyon Ton/Yıl
İHALESİNE ESAS ETÜT ÇALIŞMALARINI DEVAM EDEN PROJELER	89,0 Milyon Ton/Yıl
TOPLAM	144,5 Milyon Ton/Yıl

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

Kamu Tarafından Gerçekleştirilen Yat Limanları		
İLİ	ADI	KAPASİTESİ (Yat Adedi)
Antalya	Kaleiçi Yat Limanı	90
Antalya	Finike Yat Limanı	350
Balıkesir	Ayvalık Tali Turizm Limanı	200
Aydın	Kuşadası Yat Limanı	310
Muğla	Turgutreis Yat Limanı (YİD Modeli)	550
Muğla	Bodrum Yat Limanı	350
Muğla	Marmaris Yat Yavaşma Yeri	400
Muğla	Fethiye Yat Yavaşma Yeri	150
Muğla	Datça Gerince Tali Yat Limanı	23
Çanakkale	Çanakkale Yat Limanı	75
İzmir	Eskifoça Yat Yavaşma Yeri	80

İzmir	Çeşme Dalyanköy Yat Yanaşma Yeri	100
Toplam		2678

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

Özel Sektörde Yapılacak İşletmeye Açılmış Bulunan Yat Limanları		
İLİ	ADI	KAPASİTESİ (Yat Adedi)
İstanbul	Ataköy Yat Limanı	700
İstanbul	Kalamış ve Fenerbahçe Yat Limanı	1069
Antalya	Kemer Yat Limanı	150
Muğla	Göcek Yat Limanı	400
Muğla	Fethiye Yat Limanı	400
Muğla	Göcek İltur Marina	85
Muğla	İltur Club Marina	120
Muğla	Marmaris Martı Marina	350
Muğla	Yalıkavak Yat Limanı	336
Muğla	Albatros Yat Yanaşma Yeri	260
İzmir	Levent Yat Limanı	70
İzmir	Setur Çeşme Altunyunus Yat Limanı	180
Antalya	Setur Yat Limanı	235
Muğla	Bodrum Yat Limanı	475
Muğla	Marmaris Netsel Marina	720
Antalya	Setur Finike Marina	270
Toplam		5820

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

YAT LİMANLARININ YAT KABUL KAPASİTESİ		
1	Didim Yat Limanı	400
2	Datça Yat Limanı	250
3	Bozburun Yat Limanı	150
4	Dalaman Yat Limanı	650
5	Karaburun Yat Limanı	200
6	Gazipaşa Yat Limanı	250
7	Sığacık Yat Limanı	400
8	Alanya Yat Limanı	425
9	Kumkuyu Yat Limanı	200
10	İzmir Yenifoça Yat Limanı	225
11	Çeşme Yat Limanı	400
12	Mersin Yat Limanı	500
13	Kaş Yat Limanı	400
14	Trabzon Yat Limanı	500
15	Tekirdağ Yat Limanı	200
16	Yalova Yat Limanı	250
17	Burhani Yat Limanı	100
Toplam		5.500

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

Türkiye'de kamu ve özel sektöre ait işletilen 43 yat limanı ve yat çekek yeri bulunuyor. Ulaştırma, Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı'nın ihalesini yaptığı 5 yat limanının inşası devam ederken, 7 proje ihale için gün sayıyor.

17 bin 500 yat olan Türkiye'nin yat limanı kapasitesinin 2015 yılında 20 bin, 2023 yılında 30 bine çıkarılması hedefleniyor.

Ulaştırma, Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı verilerinden yaptığı derlemeye göre, Akdeniz çanağında yaklaşık 1 milyona ulaşan yat sayısında, her yıl önemli artışlar oluyor. Akdeniz çanağı marina kapasitelerinin yüzde 75'ini oluşturan Fransa, İspanya ve İtalya'da yeni yatırım yerlerinin kısıtlı olması Batı Akdeniz'in kirlenmesi ve işletme ücretlerindeki artış, Doğu Akdeniz ülkelerini cazip duruma getirdi. Kamu ve özel sektör tarafından gerçekleştirilen ve halen işletilmekte olan yat limanlarına ilaveten ihtiyaç duyulan kapasitenin karşılanması amacıyla kamu imkânları, YİD modeli ve özel sektör dinamikleriyle yat turizmi için zorunlu altyapının oluşturulması ve ülkenin turizm açısından bölgedeki ayrıcalıklı rolünün belirlenmesi büyük önem taşıyor.

YİD projelerinin ekonomiye katkısı yıllık 377 milyon lira

Türkiye'de kamu ve özel sektöre ait işletilen 43 yat limanı ve yat çekek yeri bulunuyor. Mevcut yat kapasitesi 17 bin 500 yat olan, inşaatı devam eden ve planlanan yat limanlarıyla bu kapasitenin 2015 yılında 20 bine çıkarılması hedefleniyor.

2023 yılında 30 bin yat bağlama kapasitesine ulaşılması amaçlanıyor.

YİD modeliyle 2003 yılına kadar 1 proje bitirilmişken, bugün inşaatı tamamlanarak hizmete giren proje sayısı 11'e çıktı. Kamu kaynağı kullanılmadan inşa edilen projelerin ekonomiye katkısının yıllık 377 milyon lira olarak hesaplandı.

YİD modeliyle işletmeye açılan projeler

Çanakkale Kepez Limanı, Bodrum Yolcu İskelesi, Güllük Gemi Yanaşma İskelesi, Turgutreis, Didim, Çeşme, Sığacık, Yalova, Mersin Alanya ve Kaş yat limanları YİD modeliyle ihale edilerek, işletme açılan projeler arasında yer alıyor.

Ulaştırma, Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı'nın ihalesini yaptığı ve inşası süren 5 yat limanı projesi bulunuyor. Bakanlık ayrıca gelecek yıllarda hizmete girecek 7 yat limanının ihalesini yapmaya hazırlanıyor.

YİD modeliyle ihale edilerek inşaatı devam eden yat limanları da Gazipaşa, Kumkuyu, Muğla Ören, Datça ve Dalaman yat limanları ile Deniz Otobüsü Yanaşma yeri olarak sıralanıyor.

YİD Modeliyle İhale Edilmiş Yat Limanları		
İLİ	ADI	KAPASİTESİ (Yat Adedi)
İzmir	Çeşme Yat Limanı	400
İzmir	Sığacık Yat Limanı	400
Antalya	Alanya Yat Limanı	425
Mersin	Mersin Yat Limanı	500
Antalya	Kaş Yat Limanı	400

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

YİD Modeliyle İhale Edilecek Yat Limanları

İzmir Karaburun, İzmir Yenifoça, Balıkesir Avşa Adası Türkeli, Silivri, İzmir Seferihisar Ürkmez, İzmir Çeşme Şifne ve Tekirdağ yat limanları YİD modeliyle ihale edilmesi planlanan projeler arasında bulunuyor.

YİD Modeliyle İhale Edilecek Yat Limanları		
İLİ	ADI	KAPASİTESİ (Yat Adedi)
İstanbul	Kumburgaz Yat Limanı (Darüşşafaka'ya devir)	100
Antalya	Gazipaşa Yat Limanı	250
Balıkesir	Burhaniye Yat Limanı II.Kısım İnş. (Belediye'ye devir)	100
Trabzon	Trabzon Yat Limanı	500
Mersin	Kumkuyu Yat Limanı	200
İzmir	Karaburun Yat Limanı	200
İzmir	Çeşme-Şifne Yat Limanı	200
İzmir	Yenifoça Yat Limanı	225
Balıkesir	Avşa Adası Türkeli Yat Limanı	175
Yalova	Yalova Yat Limanı	250
Tekirdağ	Tekirdağ Yat Limanı	200
İstanbul	Silivri Yat Limanı	200
Toplam		2.600

Kaynak: Ulaştırma Bakanlığı

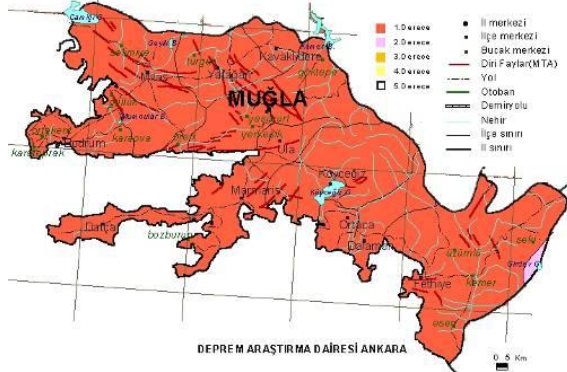
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹

MUĞLA: Türkiye'nin Ege Bölgesi'nde yer alan Muğla İli'nin kuzeyinde Aydın, kuzeydoğusunda Denizli ve Burdur, doğusunda Antalya İlleri ve güneybatısında Ege Denizi, güneydoğusunda ise Akdeniz yer almaktadır. 13.338 km² büyüklüğünde alana sahip olan ilde toplam 12 ilçe (Muğla Merkez dışında; Bodrum, Dalaman, Datça, Fethiye, Kavaklıdere, Köyceğiz, Marmaris, Milas, Ortaca, Ula, Yatağan) bulunmaktadır. Uzunluğu yaklaşık 1.100 km. olan denize cephesiyle Muğla Türkiye'nin en uzun sahil şeridinde sahip ilidir.

İlin bitki örtüsü makidir. Geniş yer tutan kızılçam ormanları bazı kesimlerde kıydan itibaren başlar. Muğla'da Akdeniz iklimi etkisinde kalan kara iklimi hüküm sürmektedir. Yazlar sıcak ve kurak, kışlar ılık ve yağışlıdır. İlin ekonomisi turizm, tarım, hayvancılık, ticaret, ormancılık ve inşaata dayalıdır. Turizmin gelişmesi ile birlikte inşaat sektöründe de büyük hareketlilik ve canlılık olmuştur.

Turizm il genelinde önemli bir ekonomik aktivite rolündedir. Muğla İli'nin coğrafi yapısı ve doğal özellikleri, sezonun uzunluğu ve tarihsel yapısı bölgedeki turizm potansiyelini artırmaktadır. İl sınırları içinde bulunan Dalaman, Fethiye, Marmaris, Datça ve Bodrum gibi tatil bölgeleri ile dünyaca tanınan tatil yerleri haline gelmeye başlamıştır. Bölgede temel konaklama şekli olan otellerin yanı sıra tatil köyleri de bulunmaktadır. Muğla'ya gelen yerli ve yabancı ziyaretçilerin büyük çoğunluğu 4 ve 5 yıldızlı otelleri tercih ederken kalış süreleri de ortalama 1 hafta uzunluğundadır. Bölgeye olan ulaşılabilirliğin yüksek olması ve geniş bir kıyı kesimine sahip olması bölgeye olan talebi ve ziyaretçi sayılarını olumlu yönde etkilemektedir.

MARMARİS: Ege Bölgesi'nde, Muğla iline bağlı bir ilçe olan Marmaris'in, kuzeydoğusunda Ula, doğusunda Köyceğiz, güneyinde Akdeniz, güneyinde ve batısında Akdeniz ile Datça, kuzeybatısı ve kuzeyinde de Gökova Körfezi bulunmaktadır. Marmaris, Akdeniz ile Ege Denizi'nin birleştiği bölgede, önu yarımada ve adalarda kısmen kapanmış küçük bir koyun kenarında kurulmuştur.



İlçenin ekonomisi tarım, hayvancılık, balıkçılık, süngercilik, turizm ve tekne yapımına dayalıdır. Marmaris'in uzun yaz mevsimi, elverişli iklim koşulları, zengin doğası, yat limanları ile Türkiye'nin önde gelen turizm alanlarından. İlçede otel, motel pansiyon ve tatil köyleri bulunmaktadır. Dalaman hava alanından ötürü de turizm büyük ölçüde gelişmiştir.

Marmaris İlçesi, Muğla İli Deprem Haritasına göre 1. Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	İl/İlçe merkezi			Belde/Köy			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Marmaris	34.047	18.895	15.152	49.034	25.662	23.372	83.081	44.557	38.524
Muğla	373.937	191.058	182.879	477.208	243.481	233.727	851.145	434.539	416.606

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER ve GAYRİMENKULLERE BAĞLI HAKLARA İLİŞKİN BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu; "**Netsel Marina**" Muğla İli, Marmaris İlçesi sınırları içerisinde yer alan Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan yap-işlet-devret modeli çerçevesinde tapuya tescilli üst hakkına istinaden 49 yıllığına kiralanmış üç parselden;

- Tepe mahallesi, 17.18/1 pafta, 236 ada, **5 parsel numarasında kayıtlı 25.070,-m² arsa** vasıflı gayrimenkul **ve üzerinde konumlandırılmış idari, konaklama ve ticari ünitelerden**
- Adaköy Köyü, 18/1 pafta, **316 parsel numarasında kayıtlı 11.972,-m² arsa** vasıflı gayrimenkul **ve üzerinde konumlandırılmış saniter üniteleri** diğer bir deyişle deniz yoluyla gelen misafirlere yönelik duş, WC, soyunma / giyinme üniteleri
- Adaköy Köyü, 18/1 pafta, **318 parsel numarasında kayıtlı 436,-m² arsa** vasıflı gayrimenkul **ve üzerinde konumlandırılmış idari binalardan,**

oluşmaktadır.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Netsel Marina, 2005 yılından itibaren, Setur Marinaları ve Torunlar Şirketler Grubu ortaklığı kontrolünde olup, üzerinde konumlandırıldığı parseller 05.05.1989 tarihinden itibaren 49 (22.12.2037 tarihine kadar) yıllığına Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan kiralanmıştır.

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

1989 yılında faaliyete geçen Netsel Marina,

- **5 numaralı parsel** 25.070,-m² yüzölçümlü
- **316 numaralı parsel** 11.972,-m² yüzölçümlü ve
- **318 numaralı parsel** ise 436,-m² yüzölçümlü

Olup, **toplam 37.478,-m² alan** üzerinde kurulmuştur. Türkiye'de marina faaliyetleri açısından hizmet veren ilk tesislerden birisidir. **Netsel Marmaris Marina denizde 700, karada 130 olmak üzere toplam 830 teknelik bir kapasiteye sahiptir.**

NETSEL MARİNA
Ebatlarına Göre Tekneler
24 m ² - 59,99m ²
60 m ² - 119,99m ²
120 m ² - 179,99m ²
180 m ² ve üstü

Netsel Marina, 3.699,77m²'lik yüzer iskele alanı ve 96.031,75m²'lik denizalanı ile Türkiye'nin ilk üç büyük marinasından biridir.

Marina, Marmaris ilçe merkezindeki ana marina olarak faaliyet göstermektedir. Ayrıca, Netsel Marina bölgedeki merkezi konumu itibari ile uluslararası yatçıların gümrük ve pasaport kontrolü gibi hizmetleri sunmaktadır.

NETSEL MARİNA	
Lift	Max. 15 ton ve Max. 100 ton kapasiteli iki adet travel lift
Elektrik	Denizde ve karadaki tekneler elektrik bağlantısı 31.500 V orta gerilimle çalışan biri 400kVA diğeri 1.000 kVA olan iki adet trafo ve 100kVA ve 550 kVA'lık iki adet jeneratör mevcuttur.
Su	Denizde ve karadaki teknelere su bağlantısı
Telefon	Yatlara telefon bağlantısı
Araç Parkı	40 araçlık açık otopark
Güvenlik	24 saat güvenlik görevlisi
Açık Spor Alanı	Açık yüzme havuzu
Yeme-İçme	3 restaurant, 2 cafe-bar
Market	Migros

Yılın 365 günü boyunca faal olan **marina içerisinde, ortalama 80,-m boylarında, 3,5m_{min} ve 18,-m_{max} derinliğe sahip 9 adet yüzer iskele bulunmakta olup tekne / yatların giriş ve çıkışlarını kolaylaştırmak amacıyla gerekli alt yapı mevcuttur.**

Ayrıca, Marina içerisinde gelen misafirlere hizmet sunan sosyal ve ticari üniteler;

- Restoranlar
- bar
- kafeler
- sağlık merkezi
- alışveriş merkezi
- yat kulübü
- seyahat acenteleri
- yüzme havuzu
- tamir-bakım atölyeleri
- akaryakıt istasyonu
- çamaşırhane
- duş ve wc kabinleri ve
- 15 adet stüdyo tip daire

bulunmaktadır.

Mimari Proje doğrultusunda, değerlendirme konusu parseller üzerinde konumlu mülklerin metrajları aşağıda verilmiştir.

Marina Yönetim Binası	421,62
Ofis (GİNO)	191
Lokanta- Dükkan	1.455,21
Pub	109,84
Dükkan	433,15
Dükkan + Depo	569,38
Dükkan + Apart Daire	2.364,58
Trafolar	200
Saniterler	752
Yat Kulübü	250,52
Su Deposu	143

Atölye	104,6
Ofis	90,50
Atölye	110
Dükkan	300
TOPLAM	7.494,9

316 Numaralı Parsel Üzerinde Yer Alan Yapılar:

- **Marina Yönetim Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, kısmen tek katlı kısmen ise zemin + 1 normal katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **422,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Ofis Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 1 normal katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **191,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Trafo 1 Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 1 normal katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **110,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Saniter 1 Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, tek katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **376,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Yüzme Havuzu:** **48,-m²** alanlıdır.
- **Acenta Ofisleri:** Çelik konstrüksiyon tarzında yapılmış olup, Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **90,50m²** kapalı alana sahiptir.

318 Numaralı Parsel Üzerinde Yer Alan Yapılar:

Söz konusu parsel tekne / yatların kara park alanı olarak kullanılmaktadır.

5 Numaralı Parsel Üzerinde Yer Alan Yapılar:

- **Lokanta & Dükkan:** Ön Blok olarak tanımlanan üniteler betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 1 normal kat olmak üzere iki katlıdır. Mimari Projeye göre **1.455,57m²** kapalı alana sahiptir.
- **Pub:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilen yapı zemin + 1 normal kat olmak üzere iki katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **110,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Yat Kulübü:** Migros tarafından kullanılan yapı betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 1 normal kat olmak üzere iki katlıdır. Mimari projesine göre **250,52-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Depo + Dükkan:** Mudo tarafından kullanılan yapı betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 1 normal kat olmak üzere iki katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **569,38-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Dükkan + Apart Daire:** Apart olarak kullanılan üniteler betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, zemin + 2 normal kattan oluşmaktadır.
 - Zemin Kat: Mağaza kullanım fonksiyonlu ünitelerden
 - 1'nci Kat: Ofis ve dükkan kullanım fonksiyonlu ünitelerden ve
 - 2'nci Kat: konaklama kullanım fonksiyonlu ünitelerden
oluşmaktadır. Mimari Projesine göre **2.364,-m²** kapalı alana sahiptir. Söz konusu konaklama ünitelerinden 1'i hariç 12 adet ünitenin kiralamaya konu oldukları tespit edilmiştir.
- **Trafo 2 Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, tek katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre, **90,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Saniter 2 Binası:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, tek katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **376,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Su Deposu:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, tek katlıdır. Yapı Kullanma İzin Belgesine göre **143,-m²** kapalı alana sahiptir.
- **Atölyeler:** Yığma kagir tarzda inşa edilen binalar **214,60m²** kapalı alanlıdır.
- **Dükkanlar:** Betonarme karkas sistemde, ayırık inşaat nizamında inşa edilmiş olup, Mimari projesine göre **733,-m²** kapalı alana sahiptir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

ÜST HAKKI TAPU BİLGİLERİ			
İli	Muğla		
İlçesi	Marmaris		
Mahallesi/Köyü	Tepe	Adaköy	
Mevki	Ilıca		
Pafta No	17-18/1	18/1.	
Ada No	236	-	
Parsel No	5(*)	316	318
Yüzölçümü, m ²	25.070,00	11.972,00	436,00
Niteliği	ARSA (Daimi ve Müstakil Aynı Hak)		
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	05.05.1989/912		
Üst Hakkı Maliki	NETSEL TURİZM YATIRIMLARI A.Ş.		

(*) 236 ada, 5 numaralı parsel üzerinde konumlu ana gayrimenkulde, 112 adet bağımsız bölüm yer almakta olup, bağımsız bölüm listesi ekte sunulmuştur.

(Ek:2: Gayrimenkullere Ait Üst Hakkı Tapu Belgeleri ve Bağımsız Bölüm Listesi)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

28.01.2013 tarihi itibari ile Marmaris Tapu Sicil Müdürlüğü ve Marmaris 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,

Marmaris Tapu Sicil Müdürlüğü'nde yapılan incelemeler sonucunda, konu parsellerin üzerinde **Netsel Turizm Yatırımları A.Ş.** lehine **üst kullanım hakkı şerhi** yer aldığı ve son üç yıl içerisinde herhangi değişikliğe konu olmadığı tespit edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

18/1 pafta, **316 ve 318 no'lu parseller üzerinde müştereken:**

İrtifak Bölümü:

- ✓ 49 yıl müddetle Netsel Turizm Yatırımcılığı A.Ş. lehine daimi ve müstakil aynı hak vardır. (05.05.1989, Yev:912)
- ✓ Maliye Hazinesi lehine seneliği 63.450.055,-TL'den bedelle 22.12.2037 tarihine kadar Gayrimenkul Mükellefiyeti (Başlama tarihi: 31.05.1989, Bitiş tarihi: 22.12.1937, Süre: -) (28.02.1991/525 Yevmiye)

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Daimi ve müstakil aynı hak olarak 327 sahifede kayıtlıdır (05.05.1989, Yev: 912)

17.18/1 pafta, **236 ada, 5 no'lu parsel üzerinde konumlu tüm bağımsız bölümler üzerinde müştereken;**

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 28.02.1991
- ✓ Daimi ve müstakil aynı hak olarak Tepe Mahallesi 2299 sahifede kayıtlıdır. (23.01.1991, Yev: 161)

İrtifak Bölümü:

- ✓ Maliye Hazinesi lehine seneliği 63.450.055,-TL'den bedelle 22.12.2037 tarihine kadar Gayrimenkul Mükellefiyeti (Başlama tarihi: 31.05.1989, Bitiş tarihi: 22.12.1937, Süre: -) (28.02.1991/525 Yevmiye)

Değerleme konusu parseller üzerinde konumlu 112 adet bağımsız bölüm olması nedeni ile tapu takyidat bilgileri yukarıda verilmiş olup, Yazılı Tapu Takyidat dökümleri dosyasında saklanmaktadır.

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

Rapor konusu 316, 318 ve 5 numaralı parseller, 29.12.1977 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli Marmaris (Muğla) Yat Limanı İmar Planı'na göre; "Yat Limanı Tesis Alanı"nda kalmakta olup, yapılaşma koşulları aşağıda verilmiştir.

- Emsal (E): 0.20
- Yat Limanı'nda yapılacak olan kule ve fener T.C. Ulaştırma Bakanlığı'nca belirlenecek alanda tatbik edilecektir.
- Yat Limanı tesis alanında yapılacak tesisler 2634 sayılı "Turizmi Teşvik Kanunu" uyarınca çıkarılan turizm yatırım ve işletmeleri nitelikleri yönetmeliğine uygun olarak yapılacaktır. "Turizm Yatırım Belgesi" almadan inşaat ruhsatı verilemez.
- T.C. Ulaştırma bakanlığı, yolcu ve araç hizmet tesisleri alanında yapılacak tesislerle ilgili mimari projeler Kültür ve Turizm Bakanlığı'nca uygun görülmeden inşaat uygulaması yapılamaz.
- Pis su kanalları hiçbir şekilde deniz, göl ve akarsulara veya tabii araziye deşarj edilmeyecektir.
- 2.derece tasfiye tesisi yapılmadan (pis suyun %50-%70'ini tasfiye eden tesis) iskan ruhsatı verilemez.
- Teknik alt yapı sistemi, yol, içme ve kullanma suyu, pis su sistemi enerji sistemi, çöp sistemi tümüyle yapılmadan iskan ruhsatı verilemez.
- 1/1000 veya 1/500 ölçekli vaziyet planı Kültür ve Turizm Bakanlığı'nca uygun görülmeden uygulamaya geçilmez.
- Tabii Afetler Yönetmeliğinin geçerlidir.

Yapı Kullanma İzin Belgesi:

- ✓ 76/13 cilt ve sahife numaralı "lojman, bekçi kulübesi, atölye, su deposu, ofis, yüzme havuzu-duş, pub, marina yönetim binası, lokanta + dükkan, yat kulübü, depo-personel" için verilmiş,
- ✓ 15.10.1990 tarih, 68/15 cilt ve sahife numaralı "Marina Yönetim Binası" için verilmiş,
- ✓ 05.03.1992 tarih, 61/7 sahife ve cilt numaralı "Saniter Üniteler ve Trafo" için verilmiş,
- ✓ 28.02.2008 tarihli ve 3243 belge numaralı "Ofis" için verilmiş
- ✓ 28.04.2009 tarihli ve 3243 belge numaralı "Dükkan, Misafirhane ve Büro" için verilmiş,
- ✓ 28.04.2009 tarihli ve 3243 belge numaralı "Dükkan" için verilmiş,
- ✓ 28.04.2009 tarihli ve 3243 belge numaralı "Büro" için verilmiş,
- ✓ 28.04.2009 tarihli ve 3243 belge numaralı "Dükkan, Lokanta" için verilmiş,
- ✓ 28.04.2009 tarihli ve 3243 belge numaralı "Dükkan, Umumi Helalar" için verilmiş,

Yapı Kullanma İzin belgeleri mevcuttur.

(EK: 3: Gayrimenkullere Ait Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(EK: 4: Gayrimenkullere Ait İmar Paftası, Plan Notları ve Aplikasyon Krokisi)

(EK: 5: Gayrimenkullere Ait Turizm İşletme Belgesi)

(EK: 6: Gayrimenkullere Ait Kıyı Tesisi İşletme İzin Belgesi)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu parseller üzerinde konumlu yapıların yapı denetimi yapılmamıştır.

5.3. Netsel Marina İrtifak Hakkı Sözleşmesi

Taraflar arasında imzalanan sözleşmesinin değerlendirme çalışmalarında önem arz eden maddeleri aşağıda sunulmuştur.

Madde 2: İrtifak Hakkının Süresi Başlama ve Bitiş Tarihi

Hakkın süresi 49 yıldır. Bu hak 22.12.1988 tarihinde başlayıp 22.12.2037 tarihinde sona erecektir.

Madde 7: İrtifak Hakkı Bedeli

İrtifak hakkı bedeli, aşağıdaki iki unsurdan oluşmaktadır.

a. Zeminin İrtifak Hakkı Bedeli:

İlk Yıl için 63.450.055,-TL²'dir. 2. ve 3. yıllar kullanım bedeli ise Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nca, (Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü) her yıl yayımlanan Devlet İhaleleri Genelgesinde Belirtilen artış

² Eski TL'dir.

oranlarının bir önceki yılı irtifak hakkı bedeline eklenmesi suretiyle saptanır. Saptanan bu bedele hak lehtarınca herhangi bir Mahkeme ve Makama Başvurarak itiraz edilemez.

b. Kardan veya Cirodan Pay Alınması

İrtifak hakkına konu taşınmaz üzerinde gerçekleştirilen tesisin işletmeye geçmesinden sonra; **Ticari kar üzerinden 5 % oranında pay** alınacaktır. Bu pay İlk üç yılda % 50 oranında alınacaktır.

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

- (ii) Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yeniden değerlendirilmiş varlık, kullanım değerinin yeniden değerlendirilmiş tutarından (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerinden) daha düşük olması durumunda değer düşüklüğüne uğrayacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için bu Standardı uygular.
- (b) **Varlığın gerçeğe uygun değerinin piyasa değerinden farklı bir esasa göre belirlenmesi durumunda**, söz konusu varlığın yeniden değerlendirilmiş değeri (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değeri**) geri kazanılabilir tutarından daha büyük ya da daha düşük olabilir. Bu nedenle, işletme, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, ilgili varlığının değer düşüklüğüne uğramış olup olmadığını belirlemek için bu Standardı uygular.

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

UMS 17'ye Göre Değerlemeler

5.6.1 UMS 17'ye göre kiralanan varlıklar finansal kiralama veya faaliyet kiralamaları olarak sınıflandırılır. Bir kiralama finansal kiralama olarak sınıflandırılmışsa, işletme tarafından bilançosuna kaydedilen aktif ve pasiflerin tutarını belirlemek için varlığın makul değeri gereklidir (UMS 17, paragraf 20).

5.6.2 Arazi ve bina kiralamaları için paragraf 6.5.3'te anlatılan özel kurallar geçerlidir. Yatırım amaçlı gayrimenkul haricindeki tüm mülklerde finansal kiralama veya faaliyet kiralaması olarak sınıflandırma yapabilmek için arazi ve binaların ayrı düşünülmesi gerekmektedir.

5.6.3 UMS 40, bir kiracının elindeki yatırım amaçlı gayrimenkulü başka diğer özel kurallara tabi olması şartı ile UMS 17'ye göre finansal kiralama olarak hesaba alınmasına olanak vermektedir. Birincisi, arazi ve binalar arasında bir tahsis yapılmamaktadır. İkincisi, makul değer kiralamaya göre kiracının gelecekteki yükümlülüklerine tabi olan bir değer olarak kabul edilmektedir.

5.6.4 Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK), UMS 17, paragraf 20'ye göre kiralanan varlıkların makul değerinin belirlenmesi şartının Pazar Değerinin rapor edildiği her olayda yerine getirilmiş olduğunu düşünmektedir. Gayrimenkul kiralamaları için bu, kiracının sahip olduğu kiralama hakkının **Pazar Değeridir**. Diğer varlıkların

kiralanmasında, yükümlülük ayrı kaydedildiği için bu normal olarak üzerinde kiralama yükümlülüğü olmayan varlığın Pazar Değeridir.

UMS 17 - Kiralanan Maddi Duran Varlıklar

6.6.1. UMS 17 kira yoluyla tutulmuş varlıkların muhasebesi ile ilgilendir. Bütün kiralama faaliyet kiralaması veya finansal kiralama olarak sınıflandırılması gerekir (Bkz. yukarıdaki paragraf 5.6.1 ve Ek – A). Bir finansal kiralama kiracının bilançosuna aktif ve varlığın makul değerine eşit tutarda pasif olarak kaydedilir, ancak bu tutar daha düşükse, kira sözleşmesinin yapıldığı zamanda tespit edilen asgari kira ödemelerinin o anki değeri üzerinden kaydedilirler. Başlangıçta kiracının karşıladığı herhangi bir doğrudan maliyet bir varlık olarak kabul edilen tutara ilave edilir.

6.6.2. Kiracı tarafından varlığın UMS 17'ye uygun olarak finansal tablolara alınabilmesi için Değerleme Uzmanının kiralama sözleşmesinin yapıldığı tarihteki makul değeri belirtmesi gerekli olabilir.

6.6.3. Arazi ve bina kiralamalarında özel hükümler geçerlidir. UMS 17 paragraf 14'de şöyle denilmektedir:

"normal olarak arazinin sınırsız bir ekonomik ömre sahip olması özelliği nedeniyle.....bir arazi kiralaması faaliyet kiralaması olacaktır". Kiralananın arazi ve bina olduğu durumlarda kiralama tasnifi maksadıyla bu unsurlar ayrı ayrı dikkate alınmalıdır (UMS 17, paragraf 15). Gayrimenkul kiralamalarının çoğu kiracıya arazi ve binayı işgal etme hakkı tanımaktadır, ancak bu iki unsur üzerindeki haklar kiralama süresinin sonunda kiralayana geri döner. Eğer kiracı binaya bakmak ve kiralayana iyi tamir görmüş vaziyette geri vermek zorunda ise her iki unsurun da doğru olarak faaliyet kiralaması olarak tasnif edilmesi olası olacaktır (Bkz. Ek-A). Eğer her iki unsurun da aynı sınıflandırmayı paylaştığı düşünülüyorsa, asgari kira ödemeleri (başlangıçtaki ana para ödemesi de dahil) kiralama sözleşmesinin yapıldığı anda iki unsurun kiracının kiralamadan doğan haklarının göreceli makul değerlerine oransal olarak arazi ve bina arasında paylaştırılır. Eğer kira ödemeleri güvenli bir şekilde paylaşılamıyorsa, her iki unsurun da faaliyet kiralaması olduğunun açık olmaması halinde tüm kiralama bir finansal kiralama olarak görülür (UMS 17, paragraf 16). Kiracının hakkının bir yatırım amaçlı gayrimenkul olarak hesaba alındığı durumda bu paylaşmaya gerek yoktur (UMS 17, paragraf 18).

Bu Raporu konu varlıklara ilişkin Değerleme ve Kira Bedeli tespit çalışmalarında;

- **TMS:16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen gayrimenkul değeri** "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 17** kira yoluyla tutulmuş varlıkların muhasebesi ile ilgili olarak herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **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

Değerleme konusu gayrimenkul ile ilgili değerlendirme işlemini olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan herhangi bir faktör bulunmamaktadır.

6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

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

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

✚ 316, 318 ve 5 numaralı parsellerin üst hakkı ve yapı değerinin belirlenmesinde;

Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak,

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu gayrimenkule benzer şekilde, üst hakkı tesisi ile marina olarak geliştirilen gayrimenkullerden, aynı bölgede ve benzer nitelikteki, emsal olabilecek mülklerden yola çıkılmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün özel nitelikleri ve emsallerden farklılıkları da dikkate alınmak suretiyle gerekli düzeltmeler yapılarak **üst hakkı değerine** ulaşılmış ve
- Bulunan bu üst hakkı değerine, **Maliyet Yaklaşımı** esasları çerçevesinde tespit edilen **yapılaşma maliyeti** eklenerek **yapı değeri + üst hakkından** oluşan gayrimenkul toplam değerine ulaşılmıştır.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, gelirlerin öngörülmesinde, değerlendirme konusu tesisin gerçekleşen, yapılan kira sözleşmelerine göre, kira gelirleri ve kira artış oranları esas alınmış; gider öngörülerinde ise irtifak hakkı sabit ve ticari kar üzerinden ödenen ciro payları dikkate alınmıştır. Bu analiz sonucunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin irtifak hakkı + yapı değerinden oluşan gayrimenkul toplam değerine ulaşılmıştır.

6.5. Ayrıştırma Yöntemi İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti

6.5.1. İrtifak Hakkı Değerinin Tespiti:

Değerleme konusu parsellerin, "Liman İmarlı" olmaları ve söz konusu imarlı parsellerin genellikle devlet kontrolü altında olması sebebiyle, **marina kullanım fonksiyonlu parsellerin "Devlet Liman İşletmeleri - DLH"** tarafından, yap-işlet-devret esaslarına uygun olarak ihaleye çıkarılmak suretiyle geliştirildiği görülmektedir.

Bu sebeple, değerlendirme konusu **316, 318 ve 5 numaralı parseller ve üzerinde konumlandırılan tesisin toplam (Üst hakkı) değerinin tespiti amacıyla, değerlendirme konusu gayrimenkul ile ortak niteliklere sahip yakın zaman Yap İşlet Devret Modeli ile ihaleye çıkarılmış Marina araştırılmalarına gidilmiştir.** Yetkili mercilerin basın açıklamaları esas alınarak **İzmir – Çeşme Marina ihale şartları** aşağıda sunulmuştur.

- ✓ **2007** yılında Yap-İşlet-Devret (**YİD**) modeli ile **25** yıllığına kiralanan **İzmir - Çeşme Marina**
 - 34.000,-m² kullanım alanına sahiptir.
 - 400 adet denizde ve 100 adet karada olmak üzere toplam 500 adet yat kapasitesi mevcuttur.
 - Yapılan yatırım maliyeti 12.000.000,-€'dur.
 - 1,5 yıl yapım süreci ve 23,5 yıl ise işletim hakkı mevcuttur.
 - İşletmeye girmesini takip eden sene 1.555.000,-TL ve 23,5 yılda ise toplam 67.000.000,-TL kullanım hakkı bedeli ödemesi gerçekleşecektir.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, irtifak hakkı bedeli tespiti amacı ile;

- ✓ Emsal tesisin 2010 yılı ortasında faaliyete girdiği, söz konusu dönemde ödenecek olan yıllık irtifak hakkı bedelinin değerlendirme tarihi itibarı ile ifade edilmesi gerektiği dikkate alınarak³,
- ✓ Bu değer denizdeki yat kapasitesine bölünmesi ile denizdeki **yat kapasitesi başına yıllık irtifak hakkı emsal değeri,**

hesaplanmıştır.

Değerleme konusu Netsel Marina tahsisli arsalarının kullanım haklarının değeri, bu haklar için **ödenmesi gereken (emsal) bedellerle,** mevcut sözleşmelerden kaynaklanan **mevcut irtifak hakkı ödemeleri** arasındaki fark dikkate alınarak hesaplanmıştır. Diğer bir deyişle, bu hakka sahip olmakla, günümüz itibarıyla sağlanan maddi menfaatlerin (yıllık ödeme farkları) bugünkü değeri belirlenmiştir.

Yıllık İrtifak Hakkı Bedeli (2012 Yılı)	1.080.401
Tekne Kapasitesi	830
Tekne Kapasitesi Başına İrtifak Hakkı Bedeli	1.302
Kalan Kiralama Süresi	25
İzmir Çeşme Marina Yıllık İrtifak Hakkı Bedeli, TL	1.989.545
Tekne Sayısı	500
Tekne Kapasitesi Başına İrtifak Hakkı Bedeli, TL	3.979
Kalan Kiralama Süresi	22,5 Yıl
Tekne Başına İrtifak Hakkı Emsal Bedeli Farkı (TL)	2.677
Tekne Kapasitesi	830
Yıllık İrtifak Hakkı Emsal Bedeli Farkı (TL)	2.222.243
Yıllık İrtifak Hakkı Emsal Bedeli Farkı (ABD\$)	1.235.815

Netsel Marina'nın yukarıda yer alan emsal doğrultusunda Yıllık İrtifak Hakkı Emsal Bedeli Farkı **1.235.815,-ABD\$** olarak tespit edilmiş ve aşağıda yapılan hesaplamalar sonucu, gayrimenkulün kullanım hakkı değeri hesaplanmıştır.

³ Kamu İdarelerini Taşınmaz Kiralamalarında bir sonraki yıl kira bedeli "Devlet İhaleleri Genelgesinde Belirtilen artış oranlarının bir önceki yılı irtifak hakkı bedeline eklenmesi suretiyle saptanır." Devlet İhale Genelgesi Artış Oranı en son 2005 yılı için %10 olarak açıklanmıştır. 2006 ve diğer yıllar artış oranları ise 10.6.2006 tarih ve 26194 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren "Kamu İdarelerinin Taşınmaz Kiralamalarına İlişkin Genelge"de "2005 ve önceki yıllarda kiralanan olup, daha sonraki yıllarda da kiralınmasına devam edilecek taşınmazların kira bedeli, Türkiye İstatistik Kurumunca artışın yapılacağı ayda yayımlanan Üretici Fiyatları Endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde değişim oranını geçmeyecek biçimde arttırılacaktır. Ancak söz konusu oranın kiralamanın yenileneceği ayda negatif çıkması halinde kira bedelinde herhangi bir değişiklik yapılmayacaktır." hükmüne göre arttırılacaktır.

	2013	2014	2015	2016	2017
NET NAKİT AKIMI	1.235.815	1.272.890	1.311.077	1.350.409	16.949.979
Iskonto Oranı	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095
Iskonto Faktörü	1,095	1,20	1,31	1,44	1,57
1 / Iskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64
Nakit Akımı NBD	1.128.599	1.061.604	998.587	939.310	10.767.096
Toplam Nakit Akımı NBD					14.895.195
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,0464
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$					15.586.667
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL					28.027.944

Sonuç olarak, değerlendirme konusu parsellerin **kullanım hakkı değeri 28.027.944,-TL** olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Yapı Maliyetinin Belirlenmesi

Bu çalışmada, Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme **Kara Binaları** ve **Yüzer İskele Alanları** ve **Rihtim** ile **dolgu alanları** fonksiyonlu yapıların yeniden yapım maliyeti hesaplanırken;

- **Kara Binaları**, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2012 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvelde yer alan 4. Sınıf A grubu yapıların maliyet bedeli olan **615,-TL** TÜİK tarafından açıklanan, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçiliklerindeki artış (%2,3) oranında eskale edilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.
- **Yüzer İskele Alanları**, özellikli yapı olması sebebiyle bu tür özellikli yapıları inşa eden firmalar ile yapılan görüşmeler sonucunda, bu tür kullanım fonksiyonlu yapıların inşaat maliyeti olarak **3.500,-TL/m²** esas alınarak hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.
- Yıpranma oranı %15 olarak tespit edilmiş ve bu oranda yıpranma hesaplanarak gayrimenkul değerinden düşülmüştür.
- Müşteri Şirket'ten edilen bilgi ve yerinde yapılan incelemede görüldüğü üzere Yüzer iskeleler tadilat görmüştür. Bu nedenle Yıpranma Oranı %5 olarak alınmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

Mimari ve Mühendislik Bedeli Oranı	4%
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin % 4'ü oranında varsayılmıştır.	
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı	4%
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı, inşaat maliyeti ve Mimari ve Mühendislik Bedelleri toplamının % 4'ü oranında varsayılmıştır.	
Diğer Giderler Oranı	4%
Diğer Giderler, toplam maliyetlerin % 4'ü oranında varsayılmıştır.	

Yukarıda verilen varsayımlar sonucu konu Marinanın bugünkü yapı değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Kara Binaları	Alan, m ²	Birim Maliyet, TL	Mimari Ve Mühendislik Gideri	Koordinasyon Gideri	Diğer Giderler	Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	Yeniden Yapım Maliyeti	Yıpranma Oranı	Bina Değeri
Marina Yönetim Binası	421,62	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	298.382	0,15	253.624
Ofis	191,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	135.171	0,15	114.896
Lokanta- Dükkan	1.455,21	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	1.029.856	0,15	875.377
Pub	109,84	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	77.734	0,15	66.074
Dükkan	433,15	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	306.541	0,15	260.560
Dükkan + Depo	569,38	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	402.952	0,15	342.509
Dükkan + Apart Daire	2.364,58	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	1.673.419	0,15	1.422.406
Trafolar	200,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	141.541	0,15	120.309
Saniterler	752,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	532.192	0,15	452.363
Yat Kulübü	250,52	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	177.294	0,15	150.700
Su Deposu	143,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	101.201	0,15	86.021
Atölye	104,60	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	74.026	0,15	62.922
Ofis	90,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	63.693	0,15	54.139
Atölye	110,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	77.847	0,15	66.170
Dükkan	300,00	629,15	25,2	26,2	27,2	707,70	212.311	0,15	180.464
Kara Binaları Toplamı	7.494,90								4.508.536
Yüzer İskele Alanları	3.699,77	3.500	140	145,6	151,424	3.937	14.566.083	0,05	13.837.779
Yüzer İskele Alanı Toplamı	3.699,77								13.837.779
Netsel Marina Rıhtım - Dolgu Maliyeti									25.074.559
Çevre Düzenleme Maliyeti	20.000					50			1.000.000
NETSEL MARİNA YAPI DEĞERİ (TL)									44.420.874

(*)Netsel Marina Rıhtım - Dolgu Maliyetine ait detay bilgi rapor ekinde sunulmuştur.

Maliyet Yaklaşımı sonucunda, değerlendirme konusu Netsel Marina **bugünkü yapı değerinin 44.420.874,-TL** olarak kabulünün uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değeri

Gayrimenkulün toplam değeri, gayrimenkulün yapı maliyet değerine parselin üst hakkının bugünkü değeri ilave edilerek hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

316, 318 ve 5 Numaralı Parsellerin İrtifak Hakkı Değeri (TL)	28.027.944
Yapıların Bugünkü Maliyet Değeri (TL)	44.420.874
NETSEL MARİNA İRTİFAK HAKKI VE YAPI DEĞERİ (TL)	72.448.818

Yukarıda yapılan hesaplamalar sonucunda;

- 316, 318 ve 5 numaralı parsellerin üst hakkının bugünkü değeri **28.027.944,-TL**
- Marina tesisi fonksiyonlu yapının fiili değerlendirme tarihi itibari ile yeniden yapım maliyeti **44.420.874,-TL**
- Değerleme konusu taşınmazın toplam değeri (parsellerin bugünkü üst hakkı değeri + yapı maliyeti) **72.448.818,-TL**

olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Ayrıştırma Yöntemi 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, Ayrıştırma Yöntemi 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.

İskonto Oranı	9,50%
Risksiz Getiri Oranı(*)	4,50%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	2,50%

(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2020 vadeli) Euro bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.

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

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

İNA Analizi çerçevesinde esas alınan veriler aşağıda sunulmuştur.

i. Kira Gelirleri: Değerleme konusu Marinanın gelir kalemleri

- Yat Bağlama Gelirleri,
- AVM Gelirleri,
- Marina Sahası Kira Gelirleri ve
- Bakım Onarım Sahası Kira Gelirlerinden

oluşmakta olup söz konusu gelir kalemleri gerçekleştirmeleri aşağıda verilmiştir.

a. Bağlama Gelirleri: Gerçekleşen tekne bağlama gelirlerinde önemli olan iki unsura ait veriler Yıllık Kontratlı Tekne Sayısı ve Tekne Bağlama Tarifeleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Ebatlarına Göre Tekneler	Yıllık Kontratlı Tekne Sayısı
24 m ² - 59,99 m ²	393
60 m ² - 119,99 m ²	205
120 m ² - 179,99 m ²	27
180 m ² ve üstü	5

Aşağıdaki tabloda 2013 yılı boyunca uygulanacak olan fiyat tarifesi görülmektedir.

Euro/m ²	24 m ² -59,99 m ²	60 m ² -119,99 m ²	120 m ² -179,99 m ²	180 m ² ve üstü
Günlük	1,46	1,53	1,68	1,90
1 Aylık	0,90	0,95	1,04	1,21
2 Aylık	0,70	0,80	0,87	1,06
3 Aylık	0,58	0,67	0,73	0,89
4 Aylık	0,54	0,57	0,62	0,76
5 Aylık	0,51	0,53	0,57	0,70
6 Aylık	0,47	0,50	0,53	0,65
7 Aylık	0,44	0,46	0,49	0,61
8 Aylık	0,41	0,43	0,45	0,57
9 Aylık	0,38	0,40	0,42	0,52
10 Aylık	0,35	0,37	0,39	0,49
11 Aylık	0,33	0,35	0,36	0,45
12 Aylık	0,31	0,32	0,33	0,42

Yapılan analizlerde;

- Yat bağlama gelirlerinde yıllık bazda %5 oranında artış olacağı,
- yıllık kapasite artışının projeksiyon dönemleri boyunca sabit kalacağı ve
- Yıllık kontratlı tekne sayısında da artış olmayacağı

öngörülmüştür.

b. AVM Gelirleri: Gerçekleşen AVM aylık kira geliri toplam **~93.682,-ABD\$** olup yıllık kira artış oranı %5'dir.

- ✓ Kapalı alan aylık kira geliri **~92.786,-ABD\$** ve doluluk oranı ise % 93'dür.
- ✓ Açık alan aylık kira geliri **~896,-ABD\$** ve doluluk oranı ise % 13'dür.

Yapılan analizlerde yıllık doluluk oranlarında artış öngörülmemiş ve yıllık kira artış oranı, sözleşmeler esas alınarak, %5 olarak öngörülmüştür.

c. Marina Sahası Kira Gelirleri: Gerçekleşen aylık kira gelirleri **~17.081,-ABD\$** olup, yapılan sözleşmelere göre yıllık artış oranı %5'dir.

- ✓ Kapalı alan aylık kira geliri **~16.658,-ABD\$** ve doluluk oranı ise % 95'dir.
- ✓ Açık alan aylık kira geliri **~423,-ABD\$** ve doluluk oranı ise % 100'dür.

Yapılan analizlerde yıllık kira artış oranı sözleşmelere göre, % 5 esas alınmış ve yeni bir yatırım öngörülmemiştir.

d. Bakım Onarım Sahası Kira Geliri: Gerçekleşen aylık kira geliri **9.652,-ABD\$** olup, yıllık kira artış oranı, sözleşmelere göre % 5'dir. Söz konusu bölümün doluluk oranı %100'dür.

Gerçekleştirilen analizlerde yıllık kira artış oranı, sözleşmelere göre, %5 esas alınmış ve doluluk oranı %100 olup, yeni yatırım öngörülmemiştir.

e. Peşin Alınan Kiralar: Netsel marina içerisinde yer alan D 15-23 nolu bağımsız bölümler ve 12 adet apart için 44 yıl süreli kiralama yapılmış ve kira bedeli peşin alınmıştır. Müşteri Şirket'ten edinilen bilgiye göre 31.12.2012 sonrası kira bedeli **918.061,82 TL**'dir. Bu bedel İNA Analizine 2013 yılı için iskonto edilmeden yansıtılacaktır.

ii. Genel Yönetim Gideri: Değerleme konusu tesis gelirlerinin yaratılması için gerekli genel yönetim giderinin toplam cironun % 45'i oranında olacağı öngörülmüş ve ittifak hakkı süresince bu oran sabit tutulmuştur.

- iii. **Tesis Bakım – Onarım ve Yenileme Yatırımları:** Değerleme konusu tesislerin turistik tesisler olması dikkate alınarak her yıl düzenli olarak bakım onarım ve yenileme yatırımları gerçekleşeceği dikkate alınmış ve projeksiyon dönemleri için bu oranların,
- Bakım Onarım Giderinin, Marinanın yıllık cirosu üzerinden %4 ve
 - Yenileme Yatırımı Giderinin, Marinanın yıllık cirosu üzerinden %4 Olacağı öngörülmüştür.
- iv. **Ticari Kar Üzerinden Ödenen İrtifak Hakkı Bedeli:** Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda **Ticari Kar** üzerinden %5 oranında ödenen kira bedelinin 2012 yılı için **455.341,57TL** olduğu öğrenilmiştir. Müşterinin gelecek yıllar için Ticari Karı öngörülemediği için, 2013 yılı ve devam eden yıllar için irtifak hakkı bedeli ödemesinin, her yıl bir önceki yıla oranla %5 oranında artacağı varsayılmış ve İNA Analizinde kullanılmıştır.
- v. **Yıllık Sabit İrtifak Hakkı Ödemesi:** Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda 2012 yılı sabit ciro ödemesinin **625.059,-TL** olduğu öğrenilmiştir. Söz konusu ödemenin 2013 yılı ve izleyen yıllarda yıllık %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

Yukarıda açıklanan varsayımlar ışığında gerçekleşen İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

	2013	2014	2015	2016	DED ⁴
NETSEL MARİNA, ABD\$	7.590.129	7.969.636	8.368.118	8.786.523	9.225.850
Yat Bağlama Gelirleri, ABD\$	6.145.473	6.452.746	6.775.384	7.114.153	7.469.861
Ortalama Tekne Geliri	0,42	0,44	0,47	0,49	0,51
Ortalama Tekne Ebadı	63,34	63,34	63,34	63,34	63,34
Doluluk Oranı	76%	76%	76%	76%	76%
Hizmet Verilen Tekne Adedi	630	630	630	630	630
Tekne Kapasitesi	830	830	830	830	830
AVM Kira Gelirleri, ABD\$	1.124.191	1.180.400	1.239.420	1.301.391	1.366.461
Yıllık Ort. \$/ m ²	23	24	25	27	28
Ort. Doluluk Oranı	92%	92%	92%	92%	92%
Kiralanan Alan	4.063	4.063	4.063	4.063	4.063
Toplam Alan	4.426	4.426	4.426	4.426	4.426
Marina Sahası Kira Gelirleri, ABD\$	204.642	214.874	225.618	236.899	248.744
Ort. \$ / m ²	35,44	37,21	39,07	41,02	43,07
Kiralanan Alan	481	481	481	481	481
Doluluk Oranı	95%	95%	95%	95%	95%
Toplam Alan	507	507	507	507	507
Bakım Onarım Sahası Kira Gelirleri, ABD\$	115.824	121.615	127.696	134.081	140.785
Yıllık, \$/ m ²	45,64	47,92	50,31	52,83	55,47
Kiralanan Alan	212	211,5	211,5	211,5	211,5
Doluluk Oranı	100%	100%	100%	100%	100%
Kapalı Alan	212	212	212	212	212
Genel Yönetim Gideri	3.415.558	3.586.336	3.765.653	3.953.936	4.151.632
Tesis Bakım & Yenileme Yat.	607.210	637.571	669.449	702.922	738.068
Bakım Onarım Gideri	303.605	318.785	334.725	351.461	369.034
Yenileme Yatırımları	303.605	318.785	334.725	351.461	369.034
İrtifak Hak Bedeli	623.912	647.947	672.969	699.021	726.148
İrtifak Hakkı Ciro Bedeli	265.882	279.176	293.135	307.791	323.181
İrtifak Hakkı Bedeli	358.031	368.772	379.835	391.230	402.967
NET NAKİT AKIMI	2.943.448	3.097.781	3.260.046	3.430.645	52.285.713
İskonto Oranı	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095
İskonto Faktörü	1,10	1,20	1,31	1,44	1,57
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64
Nakit Akımı NBD	2.688.081	2.583.584	2.483.026	2.386.268	33.213.331
Peşin Alınan Kiralar, ABD\$	510.545				
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD\$					43.864.835
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,0464
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD\$					45.901.150
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL					82.539.447

⁴ 2037 yılına kadar devam eden değerdir.

Sonuç olarak, değerlendirme konusu Maliye Bakanlığı'ndan kiralanmış **parsellerin kullanım hakkı değeri + Marina yapı değerinden oluşan toplam değer 82.539.447,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 45.901.150,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

Değerleme konusu parseller üzerinde konumlandırılan yapıların yapılaşma hakkı ve fonksiyonu itibarıyla "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmemiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkuller üzerinde yer alan takyidatlar aşağıda verilmiştir.

18/1 pafta, **316 ve 318 no'lu parseller üzerinde müştereken:**

İrtifak Bölümü:

- ✓ 49 yıl müddetle Netsel Turizm Yatırımcılığı A.Ş. lehine daimi ve müstakil aynı hak vardır. (05.05.1989, Yev:912)
- ✓ Maliye Hazinesi lehine seneliği 63.450.055,-TL'den bedelle 22.12.2037 tarihine kadar Gayrimenkul Mükellefiyeti (Başlama tarihi: 31.05.1989, Bitiş tarihi: 22.12.1937, Süre: -) (28.02.1991/525 Yevmiye)

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Daimi ve müstakil aynı hak olarak 327 sahifede kayıtlıdır (05.05.1989, Yev: 912)

17.18/1 pafta, **236 ada, 5 no'lu parsel üzerinde konumlu tüm bağımsız bölümler üzerinde müştereken;**

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 28.02.1991
- ✓ Daimi ve müstakil aynı hak olarak Tepe Mahallesi 2299 sahifede kayıtlıdır. (23.01.1991, Yev: 161)

İrtifak Bölümü:

- ✓ Maliye Hazinesi lehine seneliği 63.450.055,-TL'den bedelle 22.12.2037 tarihine kadar Gayrimenkul Mükellefiyeti (Başlama tarihi: 31.05.1989, Bitiş tarihi: 22.12.1937, Süre: -) (28.02.1991/525 Yevmiye)

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

✚ **316, 318 ve 5 numaralı parsellerin üst hakkı ve yapı değerinin belirlenmesinde;**

Ayrıştırma Yöntemi kullanılarak,

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu gayrimenkule benzer şekilde, üst hakkı tesisi ile marina olarak geliştirilen gayrimenkullerden, aynı bölgede ve benzer nitelikteki, emsal olabilecek mülklerden yola çıkmış ve değerlendirme konusu gayrimenkulün özel nitelikleri ve emsallerden farklılıkları da dikkate alınmak suretiyle gerekli düzeltmeler yapılarak **üst hakkı değerine** ulaşılmış ve
- Bulunan bu üst hakkı değerine, **Maliyet Yaklaşımı** esasları çerçevesinde tespit edilen **yapılaşma maliyeti** eklenerek **yapı değeri + üst hakkından** oluşan gayrimenkul toplam değerine ulaşılmıştır.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi çerçevesinde, gelirlerin öngörülmesinde, değerlendirme konusu tesisin gerçekleşen, yapılan kira sözleşmelerine göre, kira gelirleri ve kira artış oranları esas alınmış; gider öngörülerinde ise irtifak hakkı sabit ve ticari kar üzerinden ödenen ciro payları dikkate alınmıştır. Bu analiz sonucunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin irtifak hakkı + yapı değerinden oluşan gayrimenkul toplam değerine ulaşılmıştır.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO			
	Üst Hakkı Değeri, TL	Yapı Değeri, TL	Toplam Değer, TL
Ayrıştırma Yöntemi	28.027.944	44.420.874	72.448.818
İNA Analizi	82.539.447		82.539.447

Sonuç olarak;

- Farklı yöntemlerle bulunan değerlerinin birbirlerine yakın ve tutarlı olduğu,
- Gayrimenkulün gelir yaratıcı bir mülk olması ve gelir sağlamak amacı ile elde tutulması nedeni ile Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan değer gayrimenkulün rayiç değerini doğru bir şekilde yansıtacağı,
- Bu yöntem kullanılmak suretiyle hesaplanan **82.539.447,-TL tutarındaki** değer **gayrimenkulün rayiç değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

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

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin mevzuat uyarınca alınması gerekli izin ve belgeleri eksiksiz ve tamdır.

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

Raporu'nun 5.2.'nci bölümünde yer alan Yasal Süreç Analizi ve 6.6.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analiz bölümünde de detayları verildiği üzere; **değerleme konusu gayrimenkuller ve gayrimenkullere bağlı hakların (kullanım hakları) Netsel Turizm Yatırımları A.Ş. aktifinde yer aldığı ve Torunlar GYO A.Ş.'nin Netsel Turizm Yatırımları A.Ş.'ne %44,60 oranında iştirak ettiği anlaşılmaktadır.**

Bu sebeple analiz, değerlendirme konusu gayrimenkullerin değil, bu gayrimenkullerin üst hakkı Maliki olan **Netsel Turizm Yatırımları A.Ş. hisselerinin (iştirak)** GYO portföyünde yer alıp alamayacağına yönelik olarak gerçekleştirilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları:

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanmış bulunan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ)"nin, Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik, "iştirak" başlıklı 32/A maddesinin "e" bendinde;

- **İktisap tarihinde gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların ekspertiz değerinin, iştirak edilecek şirketin bilanço aktifinin en az %75'ini oluşturduğu Türkiye'de kurulu şirketlere,**

İştirak edebileceği hükmü yer almaktadır.

Diğer taraftan, Tebliğ'in Seri: VI, No: 21 sayılı Tebliğ ile değişik "Yatırımlara ilişkin yasaklar" başlıklı 26'nci maddesinin "a" ve "c" bendlerinde,

- Ortaklıklar, hiç bir şekilde paylarını satın aldıkları şirketlerin sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir şirkette sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,
- Yatırım fonları payları hariç, Borsada veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar, sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

Denmek suretiyle yapılacak İştirak yatırımlarına, ancak belirli nitelikteki Şirketlere ve sermayelerinin %5'ini aşmayacak oranlarda yapılması yönünde kısıtlama getirilmiştir,

Ancak, Tebliğ'in 32/A maddesinin **Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik son fıkrası, son cümlesinde**

- **Bu maddede belirtilen iştiraklerde 26'nci maddenin birinci fıkrasının (a) ve (c) bentleri uygulanmaz.**

denmek suretiyle, 32'nci madde kapsamındaki iştiraklerde, Borsalarda işlem görmeyen Şirketlere de yatırım yapma imkanı tanınmış, ayrıca bu Şirketlere yapılacak iştiraklerde sermayelerinin %5'ini aşmalarına imkan tanınmıştır.

Özetle, yukarıda yer alan düzenlemeler uyarınca; Şirket'in **Netsel Turizm Yatırımları A.Ş.'ne** %44,60 oranındaki iştirakinin, GYO portföyünde yer almasında bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

Ancak; Tebliğ'in "İştirak edilecek şirketin, iktisap tarihinde, gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların ekspertiz değerinin bilanço aktifinin en az %75'inin oluşturması" hükmüne uygunluğu, hususlarında bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine;

- a) Müşteri'nin iştiraki **Netsel Turizm Yatırımları A.Ş. (Netsel)** lehine 22.12.2037 tarihine kadar irtifak hakkı bulunan ve tapuda Maliye Hazinesi adına kayıtlı, Muğla İli, Marmaris İlçesi;
- o **Tepe mahallesi, 17.18/1 pafta, 236 ada, 5 parsel numarasında kayıtlı 25.070,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
 - o **Adaköy Köyü, 18/1 pafta, 316 parsel numarasında kayıtlı 11.972,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
 - o **Adaköy Köyü, 18/1 pafta, 318 parsel numarasında kayıtlı 436,-m² arsa** vasıflı parselin üst hakkına dayalı kullanım hakkı,
- b) Kullanım hakkına bağlı olarak üst hakkı tesis edilen parseller üzerinde konumlanmış olan,
- o **saniter üniteleri (deniz yoluyla gelen misafirlere yönelik duş, WC, soyunma / giyinme üniteleri)**
 - o **idari binalar ve**
 - o **idari, konaklama ve ticari ünitelerden**

oluşan gayrimenkullerin **yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerlerinin** tespiti ve Malik Şirket **Netsel** hisselerinin İştirak yoluyla **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda;

- I) Rapor'un 7.4 bölümünde yer alan açıklamalar ve ilgili düzenlemeler uyarınca; İştirakin (değerleme konusu **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hakların maliki**) **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) **Maliye Bakanlığından 49 yıllığına kiralanmış olan parsellerin üst hakkı değeri + yapı değerinden oluşan toplam adil piyasa değerinin, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**
- o **KDV hariç 82.539.447,00TL**
 - o **KDV dahil 97.396.547,46TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,


Yasemin **KARAKAYA**
G. Değerleme Uzmanı
S.P.K. Lisans No.: 400873


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