



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ- BEYKOZ İLÇESİ – PAŞABAHÇE MAHALLESİ

- 195 ADA – 7 NUMARALI PARSEL
- 200 ADA – 3 NUMARALI PARSEL
- 209 ADA – 9 NUMARALI PARSELLERE İLİŞKİN

Gayrimenkul Değerleme Raporu

11.03.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi.....	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı.....	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler.....	8
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:	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	13
4.1. Global Ekonomik Görünüm.....	13
4.2. Dünya İnşaat ve 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. Türkiye Otel Sektörü	18
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler,	24
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	25
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler,	25
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	25
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri.....	25
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri.....	27
5.2. Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi.....	27
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	27
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri	28
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	28
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	29
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Müşteri Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler	29
5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi	29
5.3.2. Rıhtım ve İskele Alanı Kullanımına İlişkin Kullanma İzni Sözleşmesi	29
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	31
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi	31
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler	33
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler.....	33
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	33
6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı.....	34
6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi.....	36
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler Ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	43
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi.....	43
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	43
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	43
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	44
7.1. Farklı Gayrimenkul Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenecek Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması.....	44
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	45
7.3. Yasal Gereklere Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	45
7.4. Değerleme Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarını Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,.....	46
8. SONUÇ	48
8.1. Nihai Değer Takdiri	48
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEME UZMAN(LAR)ININ SPK LİSANS BELGELERİ ÖRNEĞİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi

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_22

1.4. Rapor Türü

İş bu rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, tapuda; İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesi,

- ✓ **195 ada, 7 parsel** numaralı, 54.870,-m² yüzölçümlü "Kargir Köşk Ma Müstemilat İspirto Fabrikası ve Arazi ile Dört Masura Tatlı Su"
- ✓ **200 ada, 3 parsel** numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ **209 ada, 3 parsel** numaralı, 16.212,-m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

Vasıflı gayrimenkuller ile

- ✓ 3.935,-m² yüzölçümlü iskele¹ – rıhtım² ve dolgu alanına ilişkin 49 yıl süreli (Başlangıç tarihi: 27.08.2008) "Kullanma İzni Sözleşmesi"nin

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

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

¹ **İskele:** Deniz taşıtlarının yanaştığı, çoğu tahta ve betondan yapılmış, denize doğru uzanan yer.

² **Rıhtım:** Bir akarsu veya deniz kıyısında doldurularak yapılmış, gemilerin indirme bindirme veya yükleme boşaltma yapabileceği yer.

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A. Ş.
Maslak, Eski Büyükdere Caddesi, İz Plaza Giz, No:4, Kat:6/18 Şişli – İstanbul
T : 0-212-290-64-93 ; F : 0-212-290-64-91 ; W : www.standartqd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan **gayrimenkul 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

Tarafımızca yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	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 1,7982TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	21.12.2012 tarihinde, 14.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi yaklaşık % 4,50 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

- **Mülkün pazar değeri esaslı değerlemeleri**, işlemlerin gerçekleştiği pazarın, pazar dışı etkenlerce sınırlandırılmadığını varsayar.
 - Pazar değeri esaslı değerlemelerde, değerlemede kullanılan **Pazar Değeri** tanımı belirtilmeli ve değerlemeye dahil edilmelidir.
 - Pazar değeri esaslı değerlemeler, mülkün **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımını belirlemelidir; çünkü bu kullanım, mülkün değerinin belirlenmesindeki en önemli etkidir.

- Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümünden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
- Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir indirim ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

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

Tanımlar

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

yükselten özel veya belirli bir ilişkisi (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır**.

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

- **Pazar değerinin** veya bir tanımlanmış **pazar değeri dışı değer**in takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, Değerleme uzmanının bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. **Değerleme yaklaşımı** terimi yaygın bir şekilde kullanılan

genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar **Değerleme Yöntemleri** olarak tanınırlar.

- **Piyasaya dayalı değerlemeler**, normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanırlar. Bu prensip basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar 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 tahmini yapar. Genel olarak değerlemesi yapılan bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirme yapılan mülke ait **gelir ve harcama verilerini** dikkate alır ve **indirgeme yöntemi ile değer tahmini** yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, **Hasıla** veya **İskonto Oranı** ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.
- **Maliyet Yaklaşımı.** Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır.
Gayrimenkul bağlamında, insanların zaman darlığı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer arazi ve alternatif bina inşa etmek yerine benzer bir mülk için daha fazla ödeme yapmaları normalde savunulur bir durum değildir. Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlendirme yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için **amortismanı da** içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

- Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yani yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.
- Bu piyasadaki alıcı ve satıcıların, gayrimenkul hakkında oldukça iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu, kabul edilebilir düzeyde olmalıdır.
- Gayrimenkulün piyasada makul bir satış fiyatı ile makul bir süre için satışta kaldığı, talep edenlerin, bellirli bir fiyat ve satış özelliği konusunda bilgi alabilecekleri kabul edilebilmelidir.

- Piyasada, değerlemeye konu olan gayrimenkul ile ortak temel özelliklere sahip yeter sayıda, makul bir zaman aralığında, satışı bekleyen veya gerçekleştirilmiş emsal mevcut olmalıdır.

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

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

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

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

6.6 Arz ve talep arasında ciddi bir eşitsizlik bulunan veya aşırı derecede oynak piyasalarda, mülkün en verimli ve en iyi kullanımı ileride kullanılabilir 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"ni saptamak,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratmak,
- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptamak,
- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirmenin aşamalarını ve bunlara bağlı giderleri tahmin etmek,
- Emilme dönemi süresince pazarlama ve buna bağlı araziye elde tutma giderlerini tahmin etmek.

Parsel geliştirme analizi, en çok boş araziler için satış verilerinin yetersiz olduğu, fakat geliştirilmiş parsellerin olası satış fiyatları ve bu parseller için talep verilerinin mevcut olduğu hallerde

kullanılmaktadır. **Ayrıca, bu analiz sonucunda türetilen değerden, göstergelerinin makul olup olmadığını kontrol etmek için de yararlanılmaktadır.**

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: OECD

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

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

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

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

Dünya Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksleri						
DÖNEMLER	İMALAT SANAYİ BEKLENTİ ENDEKSİLERİ			TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİLERİ		
	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 MÜSTEAŞARLIĞI, 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, M2	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M2
2011 Q2	11	350.725	279	6.877.966
2011 Q3	8	281.880	287	7.159.846
2011 Q4	11	402.040	298	7.561.886
2012 Q1	5	155.300	303	7.717.186
2012 Q2	6	205.500	309	7.922.686
2012 Q3	2	55.270	311	7.977.956
2012 Q4	3	184.000	314	8.161.956
2012 Q4 STOK				7.933.240

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

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

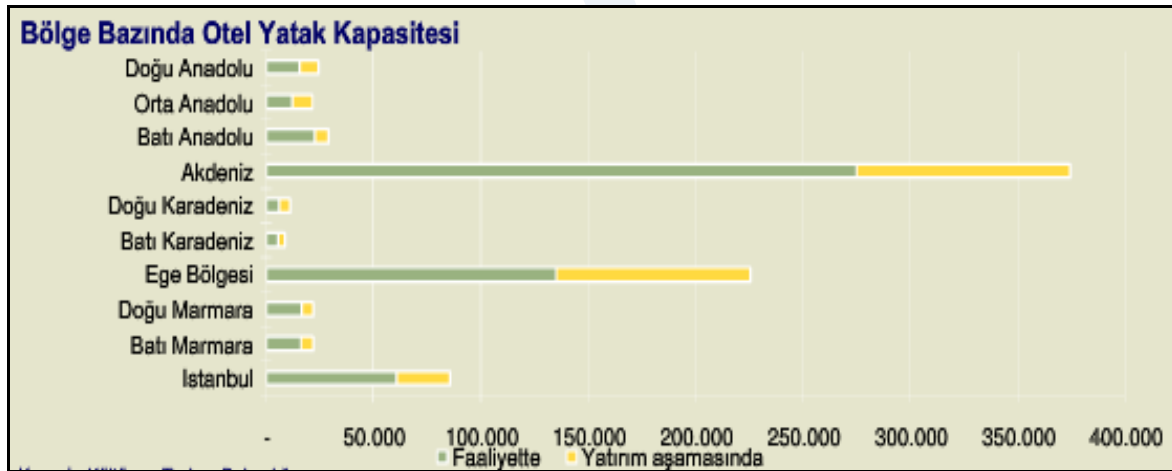
KAYNAK: AMPO NIELSEN PERAKENDE ENDEKSİ, Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye, (G) Güncellenmiştir

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

4.6.2. Türkiye Otel Sektörü

Türkiye'nin 3 büyük şehri olan İstanbul, Ankara ve İzmir ile popüler tatil beldeleri Antalya, Muğla ve Aydın otellerin yoğunlaştığı illerdir.

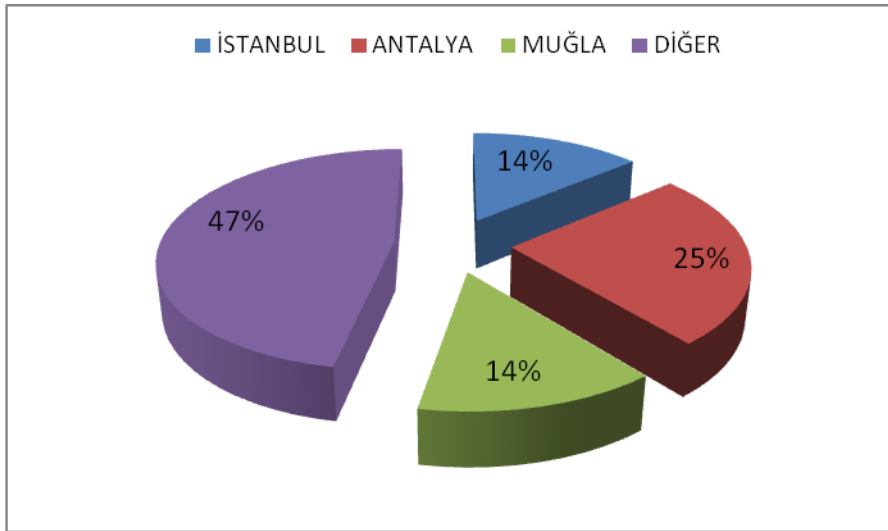
Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, Akdeniz Bölgesi en geniş yatak kapasitesine sahip bölgedir. Bununla birlikte, Ege Bölgesi'ndeki yatak kapasitesi hızla gelişmektedir ve yeni yatırımlarla birlikte %67 oranında artması beklenmektedir. İstanbul da başlı başına oldukça geniş bir yatak kapasitesine sahiptir.



İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri

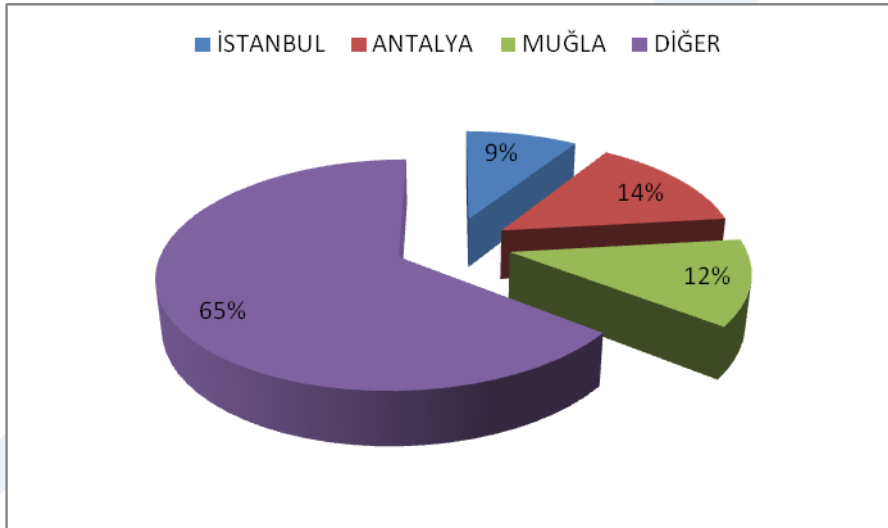
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2008

Turizm Bakanlığı işletme belgeli tesislerin, Türkiye genelindeki yüzde dağılımı incelendiğinde, İstanbul'un %14'lük pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.



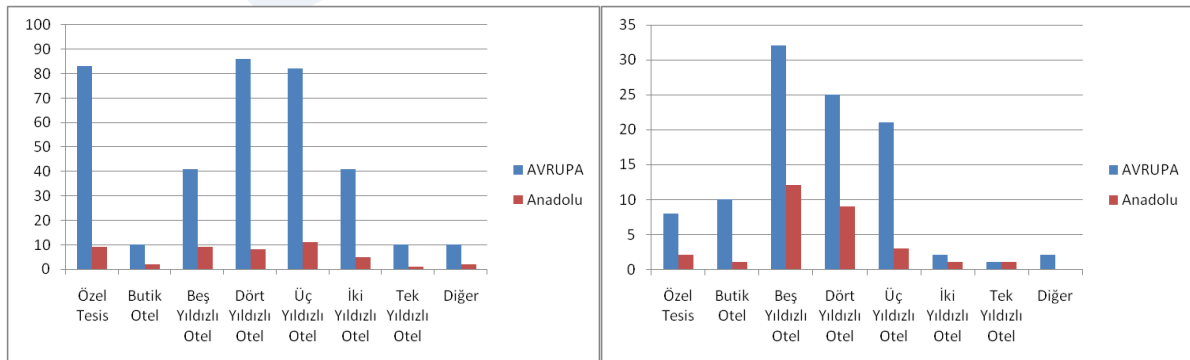
Türkiye Geneline Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı

Belediye onaylı turistik tesislerin dağılımını incelendiğinde ise, İstanbul %9'luk payı ile ilk üç içinde yer almaktadır.



Türkiye Geneline Belediye Onaylı Tesislerin Dağılımı

İstanbul İl Kültür ve Turizm Müdürlüğünden alınan 2012 Aralık verilerine göre Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli konaklama tesisi sayısı İstanbul geneli için 410 olup, bu tesislere ait toplam yatak sayısı 73,836'dır. Ayrıca İstanbul'da Turizm Bakanlığı Yatırım Belgeli 130 tesis ve bu tesislere ait 40,408 yatak kapasitesi bulunmaktadır. İstanbul'da ayrıca Belediye belgeli konaklama tesisleri de bulunmaktadır. Bunların toplam yatak kapasitesi tahmini 50.000 civarındadır.



İstanbul İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı(2012)
Kaynak: İl Kültür Turizm Müdürlüğü

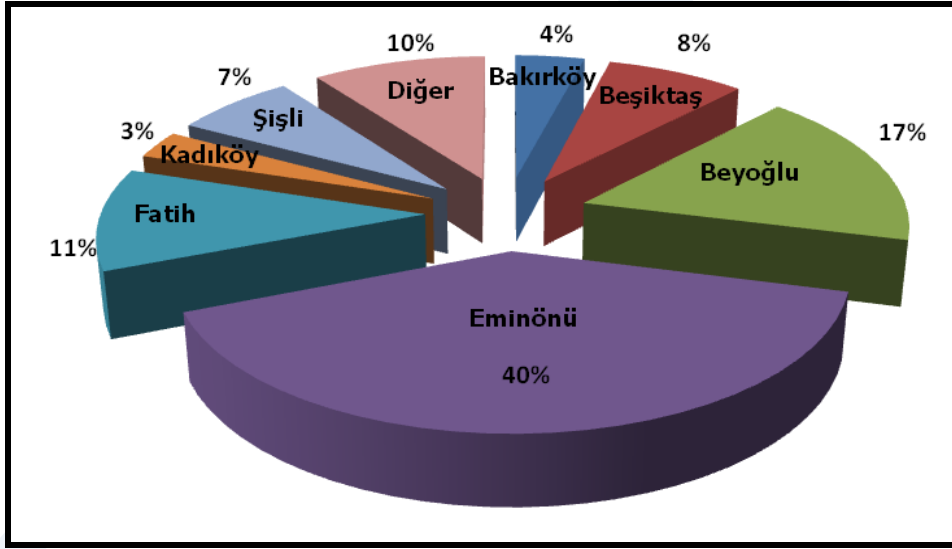
İstanbul Yatırım Belgeli Tesislerin Dağılımı(2012)

İl genelindeki İşletme Belgeli tesislerin Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %11'i (47 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %89'unu (363 adet) bulundurmaktadır. Aynı şekilde İl genelindeki Yatırım Belgeli tesislerin de Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %22'si (29 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %78'i (101 adet) bulundurmaktadır.

Avrupa Yakası'nda en fazla yatak kapasitesine sahip tesis türü 23.240 adet yatak sayısı ile 5 yıldızlı otellerdir.

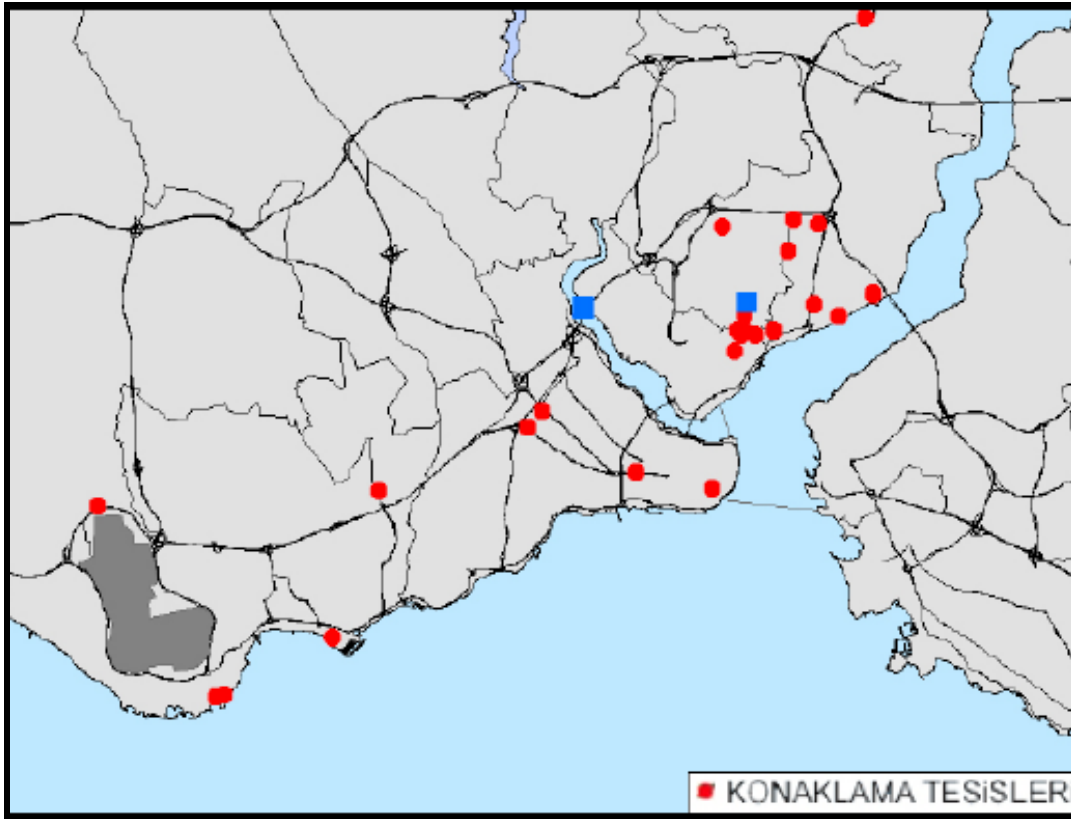
İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından hazırlanan İstanbul Çevre Düzeni Plan Raporu'na göre, İstanbul'a gelen turistler, konaklamak için kentsel ve tarihi yerleşimleri tercih etmektedir. İstanbul'un eski yerleşmeleri olan Fatih, Beyoğlu ve Beşiktaş ilçeleri geçmişten beri turizm altyapısının yoğunlaştığı ve konaklama talebinin fazla olduğu yerler olarak özellik göstermektedir. Bu ilçelerde konaklayan turist sayısı, toplam turist sayısının yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır.

Avrupa Yakası içinde yatak kapasitesinin yoğunlaştığı üç bölgeden söz edilebilir. Buna göre İstanbul'daki toplam kapasitenin %40'ı (33.083) kentin tarihi çekirdeği olan Eminönü İlçesi'nde yer almaktadır. Bunu 13.685 yatak ile Beyoğlu (%17) ve 8.926 yatak ile Fatih (%11) İlçeleri izlemektedir.



İstanbul 'da Yatak Kapasitesinin İlçelere Göre Dağılımı
Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

Niteliklerine göre mevcut tesislerin mekânsal dağılımı incelendiğinde, 5 yıldızlı konaklama tesislerinin çoğunluğu MİA Bölgesi olarak adlandırabileceğimiz Beşiktaş, Şişli ve Beyoğlu aksında konumlandıkları görülmektedir. Öte yandan tarihi yarımada ve havaalanı hattında da 5 yıldızlı otellerin varlığından söz edilebilir. Bu otellerin tamamı kendi bünyesinde toplantı, seminer hizmeti vermekte, yarısından fazlası ise özel davet ve organizasyonlara ev sahipliği yapabilmektedir.



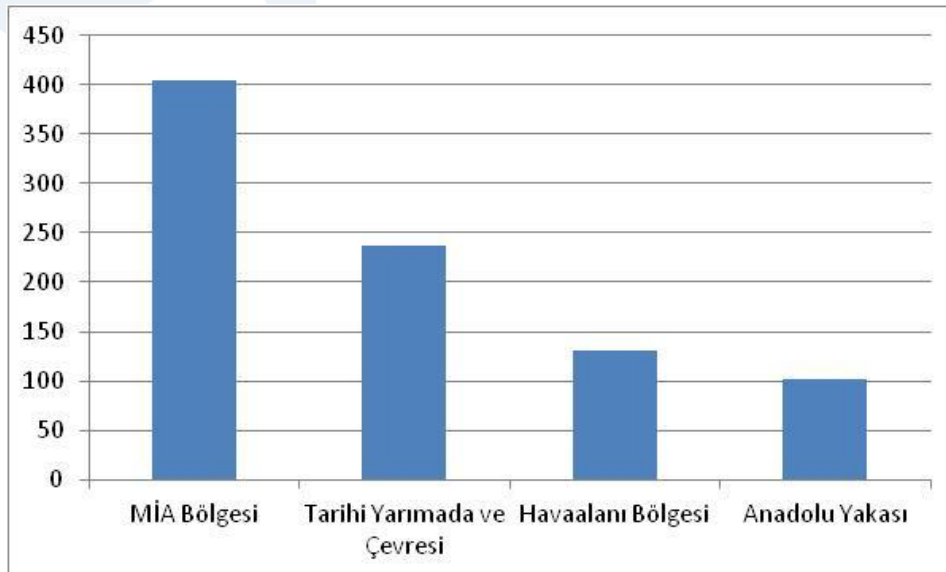
İstanbul 'da 5 Yıldızlı Otellerin Mekansal Dağılımı

Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

Türkiye küresel krizden Batı Avrupalı ülkelere kıyasla daha az etkilendiği için, Türkiye otel piyasasına olan ilgi hala yüksek seyrediyor. Piyasa koşulları, özellikle İstanbul lüks otel pazarı için, 2012 yılının başından itibaren performans bazında iyileşmeye devam ederken, geçtiğimiz yıla göre ise benzer bir eğilim sergiliyor. 2012 yılında İstanbul'daki 5 ve 4 yıldızlı otellerdeki doluluk oranı artarak %80,5 seviyelerine yükselirken aynı döneme kıyasla fiyatlarda geçen seneye göre düşüş görüldü.

❖ 5 Yıldızlı Oteller

İstanbul genelinde incelenen 5 yıldızlı otellerin bölgeler bazında kişi başı geceleme fiyatlarının 2011 yılı itibariyle yıllık ortalaması grafikteki gibidir.



Şekil-10: İstanbul 'da 5 Yıldızlı Otellerde Kişi başı Ortalama Geceleme Fiyatı

Bölgeler bazında incelendiğinde kişi başı geceleme fiyatlarının (kapı fiyatı) yıllık ortalaması değişkenlik göstermektedir. MİA bölgesinde yer alan oteller, uluslararası firmaların müdürlüklerinin bu bölgelerde bulunmasının, iş, eğlence ve sağlık merkezlerine yakın olmalarının avantajını kullanarak yüksek rakamlardan konaklama hizmeti sunmaktadırlar. Tarihi yarımada ve çevresinde yer alan oteller ise, bulunduğu bölgenin tarihi ve turistik dokunun avantajından yararlanarak yüksek bedellerden konuklarını ağırlamaktadırlar. Üçüncü sırada yer alan havaalanı ve çevresindeki oteller ise kongre ve fuar alanları ile havaalanına yakınlıkları itibarıyla avantajlıdır.

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi*		
5* Oteller	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	600-210	795-275
Tarihi Yarımada ve Çevresi	350-125	460-165
Havaalanı Bölgesi	172-90	225-120
Anadolu Yakası	120-83	159-110

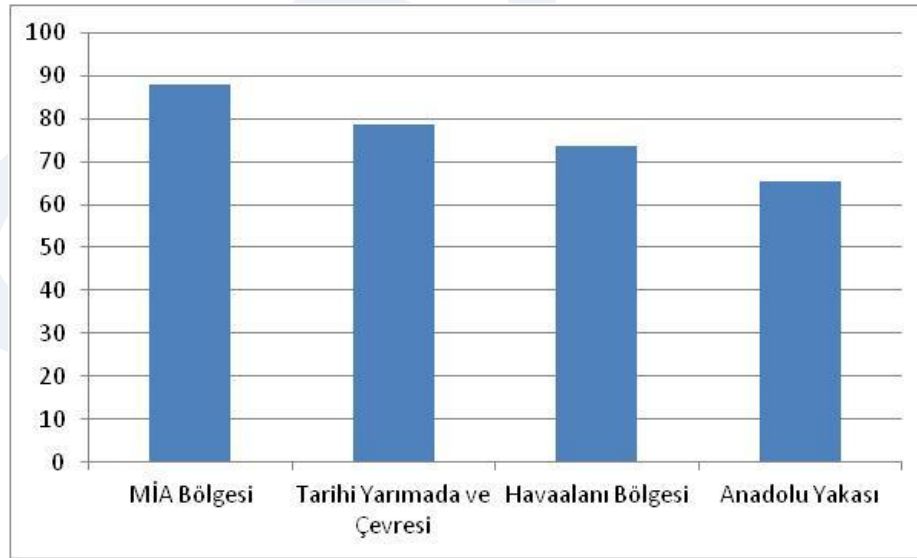
*21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982TL esas alınmıştır.

Yukarıda ki tablo incelendiğinde, 5 yıldızlı otellerin kişi başı ortalama gecelik fiyatlarının konumlarına göre değişkenlik gösterdiği, buna göre;

- MİA'da yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 600-210,-€ aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 350-125,-€ aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 172-90,-€ aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları ise 120-83,-€ aralığında yer almaktadır.

❖ 3-4 Yıldızlı Oteller

İstanbul genelinde incelenen 3 ve 4 yıldızlı otellerin bölgeler bazında kişi başı geceleme fiyatlarının 2011 yılı itibarıyla ortalaması grafikteki gibidir;



Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi		
3-4* oteller	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	117-60	155-80
Tarihi Yarımada ve Çevresi	102-57	135-75
Havaalanı Bölgesi	90-61	120-80
Anadolu Yakası	83-53	110-70

*21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982TL esas alınmıştır.

MİA ve çevresindeki otellerin geceleme fiyatlarının yüksek olduğu, bunu tarihi yarımada bölgesindeki otellerin takip ettiği anlaşılmaktadır. Yukarıda ki tablo incelendiğinde, 3 ve 4 yıldızlı otellerin kişi başı ortalama gecelik fiyatlarının konumlarına göre değişkenlik gösterdiği, buna göre;

- MİA'da yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **117-60,-€** aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **102-57,-€** aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **90-61,-€** aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları ise **83-53,-€** aralığında yer almaktadır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, tapuda; İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesi,

- ✓ 195 ada, 7 parsel numaralı, 54.870,-m² yüzölçümlü "Kargir Köşk Ma Müstemilat İspirto Fabrikası ve Arazi ile Dört Masura Tatlı Su"
- ✓ 200 ada, 3 parsel numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ 209 ada, 3 parsel numaralı, 16.212,-m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

Vasıflı gayrimenkuller ve

- ✓ 3.935,-m² yüzölçümlü iskele⁴ – rıhtım⁵ ve dolgu alanına ilişkin 49 yıl süreli (Başlangıç tarihi: 27.08.2008) "Kullanma İzni Sözleşmesi"dir.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Konu gayrimenkullerin yakın çevresinde, Paşabahçe İskelesi, Paşabahçe İlköğretim Okulu, Paşabahçe Mezarlığı, İBB Beykoz Sosyal Tesisleri, Paşabahçe Merkez Cami, Tevfik Paşa Yalısı, Tahir Paşa Yalısı yer almaktadır.

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri

- **195 ada, 7 numaralı parsel** üzerinde farklı büyüklüklerde ve farklı kullanıma sahip birçok bina yer almaktadır. Müşteriden temin edilen ve Özelleştirme İdaresi'nce hazırlanan Tanıtım Dokümanından alınan bilgiler doğrultusunda parsel üzerinde konumlu yapıların detaylar aşağıda verilmiştir.

⁴ **İskele:** Deniz taşlarının yanaştığı, çoğu tahta ve betondan yapılmış, denize doğru uzanan yer.

⁵ **Rıhtım:** Bir akarsu veya deniz kıyısında doldurularak yapılmış, gemilerin indirme bindirme veya yükleme boşaltma yapabileceği yer.

Sıra No	Bina Adı	Bina Taban Alanı, m ²	Toplam Bina Alanı, m ²	Kat Adedi
1	Kazan Dairesi	729,21	729,21	1
2	Kazan Dairesi	40,22	40,22	1
3	Ambar	519,51	2.597,56	5
4	Şarap Şişeleme	533,73	1.067,46	2
5	Şarap Şişeleme	368,62	1.474,48	4
6	Rakı Şişeleme	3.507,17	7.014,33	2
7	Votka Üretim	868,78	6.950,26	8
8	Votka Üretim	1.063,11	9.568,00	9
9	Votka Üretim	115,23	460,91	4
10	Votka Üretim	477,72	477,72	1
11	Boş Yapı	59,40	59,40	1
12	Boş Yapı	87,11	87,11	1
13	Lojman	110,91	221,82	2
14	Lojman Müştemilatı	11,54	23,07	2
15	Yemekhane Lokal	779,67	1.559,33	2
16	Boş Yapı	24,53	24,53	1
17	Kart Basım	249,83	249,83	1
18	Çay Ocağı	66,16	66,16	1
19	Ambar	905,96	905,96	1
20	İtfaiye	83,24	83,24	1
21	İtfaiye	128,02	128,02	1
22	İtfaiye	73,44	73,44	1
23	Teknik Şube	758,61	758,61	1
24	Boş Yapı	34,19	34,19	1
25	Garaj	145,85	145,85	1
26	Şoförler Binası	79,69	159,38	2
27	Ambar	607,43	1.214,86	2
28	Ambar	567,44	1.134,87	2
29	Ambar	3.741,71	7.483,42	2
30	Isı Merkezi	373,35	746,69	2
31	Elektrik Atölyesi	184,24	368,48	2
32	Lojman	202,00	121,00	3
33	Boş Yapı	96,31	96,31	1
34	WC	51,32	51,32	1
35	Baraka	12,50	12,50	1
TOPLAM		17.657,72	46.189,53	

Yukarıdaki tabloda detayı verildiği üzere 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde toplam **46.189,53m²** kapalı alanlı yapı yer almaktadır. Ayrıca parsel üzerinde toplam **749,99m²**lik farklı sundurma ve beton alanları da yer almakta olup, aşağıdaki tabloda detayları verilmiştir.

Sıra No	Yapı Adı	Alan, m ²	Toplam Alan, m ²	Yapı Adedi
1	Kantar	13,66	13,66	1
2	Ambar Çıkması	140,07	140,07	1
3	Sundurma	157,30	157,30	1
4	Beton Alan	97,70	97,70	1
5	Beton Alan	191,48	191,48	1
6	Sundurma	149,79	149,79	1
TOPLAM		749,99	749,99	

195 ada, 7 numaralı parsel üzerindeki yapıların birçoğu için inşa edildikleri tarihlerde kaçak yapılmış olmaları nedeni ile Yapı Tatil Tutanakları düzenlenmiştir. Ancak, değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere, 1937 yılında vergiye tabi tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanununun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı" hükmüne dayanılarak, yapılar için iskan talep edilmiştir. Yapılar için henüz iskan (Yapı Kullanımı İzin Belgesi) verilmemiş olup, yapıların söz konusu belgeler doğrultusunda iskan alacağı düşünülmektedir.

Ancak, Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda konu yapıların yıkılarak değerlendirme konusu parseller üzerinde farklı yapılar inşa edileceğinin öğrenilmiş ve yerinde yapılan incelemelerde yapıların yıkılmaya başladığı görülmüştür. Bu nedenlerle yapılar (yapı değerleri) değerlendirme dışı tutulmuş, herhangi bir değer atfedilmemiştir.

- **200 ada, 3 numaralı parsel** üzerinde Müşteriden temin edilen ve Özelleştirme İdaresince hazırlanan Tanıtım Dokümanından alınan bilgiler doğrultusunda **97,25m²** alanlı su deposu bulunduğu tespit edilmiştir.
- **209 ada, 3 numaralı parsel** üzerinde ise Müşteriden temin edilen ve Özelleştirme İdaresince hazırlanan Tanıtım Dokümanından alınan bilgiler doğrultusunda farklı büyüklüklerde ve farklı kullanıma sahip toplam **2.693,09m²** alanlı yapı yer aldığı tespit edilmiş ve detayları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Sıra No	Bina Adı	Bina Taban Alanı, m ²	Toplam Bina Alanı, m ²	Kat Adedi
1	Ambar	823,29	1.646,58	2
2	Kreş	381,11	762,22	2
3	Su Deposu	283,30	283,30	1
TOPLAM		1.487,69	2.692,09	

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

İLİ	:	İstanbul		
İLÇESİ	:	Beykoz		
MAHALLESİ	:	Paşabahçe		
MEVKİİ	:	Paşabahçe Çubuklu Yolu	E. Çubuklu Cad. Y Çubuklu Paşabahçe	Paşabahçe Çubuklu Yolu
PAFTA NO.	:	-	39	
ADA NO.	:	195	200	209
PARSEL NO.	:	7	3	3
PARSEL YÜZÖLÇÜMÜ, m²	:	54.870	827	16.212
NİTELİĞİ	:	Kargir Köşk Ma Müştemilat İspirto Fabrikası ve Arazi ile Dört Masura Tatlı Su	Kargir Su Deposu	Kargir Depo ve Meyva Bahçesi
CİLT NO./ SAHİFE NO.	:	1/7	1/64	2/133
EDİNME TARİHİ VE YEVMİYE NO.	:	19.09.2012/5415	19.09.2012/5415	19.09.2012/5415
MALİKLER	:	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.		

(EK: 2: Gayrimenkullere Ait Tapu Belgesi)

5.2. Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

18.12.2012 tarih itibari ile Beykoz Tapu Sicil Müdürlüğü ile Boğaziçi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü arşivinde yapılan inceleme sonuçları ve alınan yazılı tapu takyidatı bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu **195 ada, 7 numaralı parselin** tamamı 06.05.1954 tarih ve 0 yevmiye numarası ile Tekel Genel Müdürlüğü adına kayıtlı iken 19.09.2012 tarih ve 5415 yevmiye numarası ile **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına satış işleminden tescil edilmiştir.

Değerleme konusu **200 ada, 3 numaralı parselin** tamamı 18.12.1952 tarih ve 0 yevmiye numarası ile Tekel Genel Müdürlüğü adına kayıtlı iken 19.09.2012 tarih ve 5415 yevmiye numarası ile **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına satış işleminden tescil edilmiştir.

Değerleme konusu **209 ada, 3 numaralı parselin** tamamı 06.05.1954 tarih ve 0 yevmiye numarası ile Tekel Genel Müdürlüğü adına kayıtlı iken 19.09.2012 tarih ve 5415 yevmiye numarası ile **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına satış işleminden tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde;

İrtifaklar Hanesi: Beyannamesinde gösterilen 16,-m²'lik sahada inşa edilen deniz feneri, Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 11.09.1998, Bitiş Tarihi:11.09.1998, Süre: -) (11.09.1998/2219 Yev.)

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 347.900.000,00TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel ve 200 ada, 3 parseller ile müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 200 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

Beyanlar Hanesi: Bu parsel için su deposu yola tecavüzlen inşa edilmiştir.

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 347.900.000,-TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel ve 195 ada, 7 parseller ile müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 209 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.Ş. lehine, 347.900.000,-TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **195 ada, 7 parsel ve 200 ada, 3 parseller ile müşterek ipotek.**

(EK: 3: Gayrimenkullere Ait Tapu Takyidat Yazısı)

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

195 ada, 7 numaralı parselin, 22.07.1983 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli **Boğaziçi Öngörünüm Bölgesi Uygulama İmar Planına** göre ~54.720,-m²'lik kısmı "**Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı**"nda, 150,-m²'lik kısmı "Yol Alanı"nda kalmaktadır. Yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

- KAKS:0,50
- H_{max}: 9,50 m
- KAKS parselin %70'i üzerinden hesaplanacaktır.
- Avan Projede Büyükşehir Belediye Başkanlığı'nın olumlu görüşü ve Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Kurulu'nun kararı ile uygulama yapılabilir.
- Asgari bahçe mesafesi 10 m'dir.
- Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Kurulu'nun görüşünü almak şartıyla zemin altı otopark yapılabilir.
- Parsel bütününde 2634 sayılı Turizmi Teşvik Kanunu'nun ilgili yönetmeliğindeki fonksiyonlar için bahçe mesafeleri içinde maksimum 2 adet bodrum kat yapılabilir. Bu bodrum katların kullanım fonksiyonlarına göre yüksekliklerini belirlemede Boğaziçi İmar Müdürlüğü yetkilidir.
- Bunun dışında Kültür ve Tabiat Varlıklarına zarar vermeyecek şekilde diğer bodrum katlarda otopark yapılabilir.

200 ada, 3 numaralı parsel, 22.07.1983 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli Boğaziçi Öngörünüm Bölgesi Uygulama İmar Planına göre "Konut Alanı"nda kalmaktadır. Ancak 27.02.2004 onaylı plan hükümlerinin 1.7. maddesine göre; 2960 Sayılı Boğaziçi Kanunu'nun geçici 4. Maddesi uyarınca konut kullanımına ayrılmış ancak yapı yapılmamış yerlerde **yeşil alan statüsü uygulanır ve uygulama yapılamaz.**

209 ada, 3 numaralı parselin, 22.07.1983 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli Boğaziçi Öngörünüm Bölgesi Uygulama İmar Planına göre ~180,-m²'lik kısmı "Yol Alanı"nda, 16.032,-m²'lik kısmı ise "**Rekreasyon Alanı**"nda kalmakta olup, yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

- Bu alanlarda, Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu'nun görüşü alınarak İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı'nca onaylanacak Avan Projeye göre uygulama yapılabilir.
- TAKS:0,05
- H_{max}:4,50

- İnşaat alanları toplamı en çok 250,-m² olan bir adet yapı yapılabilir.
- Asgari bahçe mesafesi 10 m'dir.
- Gerekli bakım ve servis için normal kat yüksekliğini geçmeyen 1 bodrum kat yapılabilir.
- Yapılacak binaların niteliği Turizm Yatırım ve İşletmelerinin Niteliklerine Ait Yönetmelikte belirtilen fonksiyonlardan günübirlik tesisler, kampingler, lokanta ve temalı parkları içerecektir.

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parselde konumlu Lojman Binası için 14.10.1964 tarih ve 1012 sayılı Tadilat Mimari Projesi mevcuttur.

Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapılara ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesine rastlanmamıştır.

Boğaziçi İmar Müdürlüğü'nde yapılan incelemelerde, değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere 1937 yılında vergiye tabi tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanunun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı" hükmüne dayanılarak, yapılar için iskan talep edilmiştir. Yapılar için henüz iskan verilmemiştir.

Yerinde yapılan incelemelerde yapıların yıkılmaya başlandığı görülmüştür.

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

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu gayrimenkuller üzerinde konumlu yapılar 4708 sayılı Yapı Denetimi Hakkında Kanun'un yürürlüğe girdiği 13.07.2001 tarihinden önce inşa edildiği için yapı denetimi yapılmamıştır.

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

5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi

Taraflar: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı & Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

İhale Konusu: İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesi'nde bulunan (eski İçki Fabrikası) ve tapunun;

- 195 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı 58.870,-m²
- 200 ada, 3 parsel numarasında kayıtlı 16.212,-m²
- 209 ada, 3 parsel numarasında kayıtlı 827,-m²

Yüzölçümlü gayrimenkuller ile bu gayrimenkuller üzerinde bulunan binaların "**Satış**"

- 3.935,-m² yüzölçümlü iskele-rihtim ve dolgu alanına ilişkin olarak TTA (Tütün, Tütün Mamülleri Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş.) lehine Maliye Bakanlığı tarafından 27.08.2008 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere **49** yıl süre ile tesis edilen "**Kullanma İzninin Devri**"

Yöntemleri ile bir bütün halinde 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde "Pazarlık Usulü" uygulanarak özelleştirilmesidir.

Taraflar arasında satış işlemi için mutabakata varılmış olup, 19.09.2012 tarihinde satış işlemi gerçekleştirilmiştir.

5.3.2. Rihtim ve İskele Alanı Kullanımına İlişkin Kullanma İzni Sözleşmesi

Taraflar: Milli Emlak Dairesi Başkanlığı & Tütün Mamülleri Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş.

Kullanma İzni Verilen Gayrimenkul: İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesi, 3.935,-m² alanlı İskele ve rihtim.

Kullanma İzininin Amacı ve Süresi: Yukarıda belirtilen taşınmazların onaylı imar planı ve uygulama projesine uygun olarak İskele ve Rıhtım olarak kullanılmak üzere Kullanma İzni verilmiştir.

Kullanma İzni süresince, idarece izin verilmedikçe, izin sahibi kullanma izninin ve taşınmazın kullanım amacını değiştiremez ve amaç dışı kullanamaz. Taşınmazın sınırları genişletilemez ve değiştirilemez.

Kullanma İzin Süresi: 49 Yıl

Kullanma İzni Bedeli: Bu hak BEDELSİZ olarak verilecektir.

Yukarıda detayları verilen İhale Şartnamesinde belirtildiği üzere; 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel numaralı gayrimenkuller ile 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın "Kullanım İzni" bir bütün halinde özelleştirilecektir.

Söz konusu gayrimenkuller özelleştirilerek, Mülkiyeti Rapor tarihi itibariyle Malik Şirkete geçmiş, ancak 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın Kullanım İzininin Devri henüz gerçekleştirilmemiştir. Bu amaçla, Milli Emlak Dairesi Başkanlığı ile Malik Şirket arasında kullanım sözleşmesi imzalanması ve Tapu'ya şerhi gerekmektedir.⁶ İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtımın Kullanım İzininin devredileceği bilgisi edinilmiş, ancak devir henüz gerçekleştirilmemiştir.

⁶ Parsellerin coğrafik konumları dikkate alındığında, kullanım hakkının 195 ada, 7 parsel olarak tesis edilebileceği anlaşılmaktadır.

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 muhasebeleştirilmesini gerektirir.

Bu Standart, örneğin "**TMS 16 Maddi Duran Varlıklar**" Standardında yer alan değerlendirme yöntemi gibi diğer Standartlara uygun olarak değerlendirilmiş tutarlardan (diğer bir deyişle **gerçeğe uygun değerden**) izlenen varlıklara uygulanır. Değerlenmiş bir varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığının tespiti, **gerçeğe uygun 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 varlığın, satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri ile kullanım değerinden yüksek olanıdır. **Satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değer**, bir varlık veya nakit yaratan birimin karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında gerçekleştirilen **satış sonucu elde edilmesi gereken tutardan, elden çıkarma maliyetlerinin düşülmesi suretiyle bulunan değerdir**.

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS:16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, Raporda verilen değer "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir.
- **TMS:16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmaların ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37** 'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS:16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir**.

- **UMS:36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır**. Değer tespit çalışmalarında, belirlene değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" olup, konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir**. Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) **özellikle vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması önerilmektedir**.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

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

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

Şartnamesinde belirtildiği üzere; 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel numaralı gayrimenkuller ile 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın "Kullanım İzni" bir bütün halinde özelleştirildiğinden, konu parsellerin kullanımına tahsis edilen İskele ve Rıhtım alanının;

- **Proje değerini artırıcı bir nitelik oluşturduğu,**
- **Değerleme konusu gayrimenkullere bağlı olarak kullanılacağı,**
- **Ancak fiilen ancak değerlendirme konusu parsellerle bağlantısı olması halinde kullanım fonksiyonuna sahip olabileceği**
- **Parseller üzerinde geliştirilmesi öngörülen yapılara kullanım faydası sağlayabileceği dikkate alınarak,**

ayrı bir varlık olarak değerlendirilmemiş ve değerlendirme konusu edilmemiştir.

Değerleme çalışmaları, yukarıdaki açıklamalarımız gereği "rıhtım-iskele ve dolgu alanı"na ilişkin faydalar da dikkate alınarak 195 ada, 7 numaralı parsel, 200 ada, 3 numaralı parsel ve 209 ada, 3 numaralı parsel ile ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir.

Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmaları sonucunda, gayrimenkullerin **arsa değeri⁷ tespit** edilmeye çalışılmıştır.

⁷ Değerleme konusu gayrimenkuller üzerinde yer alan yapılar fiili kullanım fonksiyonunu yitirmiş ve gayrimenkullerin satın alındığı Özelleştirme ihalesinde belirtilen amaçlara uygun olarak geliştirilmesi yıkılmalarını zorunlu kıldığından, bu yapılara herhangi bir değer atfedilmemiştir.

En Etkin Verimli Kullanım Analizi çerçevesinde; değerlendirme konusu parsellerin, Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörülmüş olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışma, Rapor'un 3.6.5. Bölümünde detayları verilen UDES Kılavuz Notları 1 (Taşınmaz mülk değerlemesi)'de tanımlanan arazi değerlemesine ilişkin olarak 5.25.5.paragraf no'suyla yapılan açıklamalar dikkate alınarak yapılmıştır.⁸

- ✓ Konu parseller üzerinde, **toplam 86.612,-m²** kapalı alanlı 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villalar) fonksiyonlu proje geliştirileceği öngörülmüş ve Müşteri Şirket'in "avan proje" bilgileri kullanılmıştır.
 - Proje gelirin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan 5 yıldızlı Otel oda fiyatları ve satılık villa emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmış,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.

Yukarıda bahsi geçen Proje için oluşturulan varsayımlar esas alınarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiş ve Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen verilere dayanarak proje gelirleri belirlenmiş, Maliyet yaklaşımı çerçevesinde projenin geliştirme maliyeti belirlenmiş ve bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları, gerekli yatırımın finansal getirisini içerecek şekilde belirlenen oranla iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri (arazi kalıntı değeri) hesaplanmıştır.**

6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı

Değerleme konusu gayrimenkullerin imar durumları dikkate alınarak, Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde konut/turizm imarlı arsa araştırmaları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal 1 Paşabahçe, Boğaz manzaralı, 896,-m ² yüzölçümlü, içerisinde 130,-m ² + 100,-m ² + 30,-m ² müstakil evler bulunan konut imarlı arsa satılıktır.	896,0	1.600.000,0	1.785,7	889.778,7	993,1	
Emsal 2 Paşabahçe, deniz manzaralı, Konu gayrimenkullere yakın konumlu, 1.595,-m ² yüzölçümlü konut imarlı arsa satılıktır.	1.595,0	2.390.000,0	1.498,4	1.329.106,9	833,3	
Emsal 3 Paşabahçe, kapanmaz boğaz ve deniz manzaralı, 455,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	455,0	1.100.000,0	2.417,6	611.722,8	1.344,4	
Emsal 4 Çubuklu'da, deniz manzaralı, 600,-m ² yüzölçümlü konut imarlı arsa satılıktır.	600,0	2.697.300,0	4.495,5	1.500.000,0	2.500,0	
Emsal 5 Taşınmaza 50 m mesafede, 936,-m ² yüzölçümlü, Boğaziçi Öngörünüm de bulunan içerisinde 2 adet 2'şer katlı eski ev bulunan arsa satılıktır.	936,0	1.750.000,0	1.869,7	973.195,4	1.039,7	

Tabloda yer alan arsaların irdelenmesi sonucunda,

- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde satılık Turizm imarlı arsa bulunmadığı, konut imarlı arsa arzının ise kısıtlı olduğu,
- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde yer alan Konut imarlı arsaların ise konum, deniz manzarası, yüzölçümü gibi özellikleri doğrultusunda m² emsal bedellerinin 1.500,-TL ile 4.500,-TL aralığında değişiklik gösterdiği,
- ✓ Emsal 1 ve 2'de yer alan arsaların daha iç kısımlarda konumlandığı,
- ✓ Emsal 5'in taşınmazın 50 m arkasında konumlu olduğu,

⁸ 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.

- ✓ Emsal gayrimenkuller arasında, konu gayrimenkuller gibi denize cephesi olan (yaklaşık 500 m sahil mevcut) parsel bulunmadığı,
- ✓ Bölgede,
 - 195 ada, 7 parselin sahip olduğu Turizm Konaklama Alanı imarına, gayrimenkule bağlı olan iskele-rihtim ve dolgu alanı kullanımına
 - 209 ada, 3 parselin sahip olduğu Rekreasyon Alanı imarına sahip satılık arsa bulunmadığı,

Tespitleri yapılmıştır.

İnternet ve gazete haberlerinden detayları öğrenildiği üzere; değerlendirme konusu parseller ve iskele rihtim alanı, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından "Pazarlık usulü" ihale olarak ihaleye çıkarılmıştır. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nda yapılan ihaleye Özyazıcı İnşaat, Torunlar Gayrimenkul, Fernas İnşaat, Asitane Gayrimenkul ve Siyahkalem Mühendislik'in katıldığı ve birinci elemeli turun sonunda Fernas AŞ'nin elendiği, bu turda en yüksek teklifin 300 milyon TL olduğu, ikinci elemeli turun sonucunda Özyazıcı İnşaat'ın elendiği ve açık artırmaya geçildiği bilgisi medyaya yansıyan bilgilerden derlenmiştir.

Açık artırma'ya 320 milyon TL ile başladığı ve şirketlere en az 100 bin TL'lik dilimlerde artırma yapabileceği uyarısının yapıldığı, Asitane Gayrimenkul'un 331 milyon TL'lik teklifinden sonra ihaleden çekildiği, ihale'nin Siyahkalem ile Torunlar arasında geçtiği ve ihale sonunda Torunlar Gayrimenkul'ün 355 milyon TL ile ihaleyi kazandığı bilgileri edinilmiştir.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu,

- ✓ **195 ada, 7 numaralı parselin**
 - Turizm Konaklama Alanı imarına sahip olması,
 - Denize sıfır konumu,
 - ~500 m sahil şeridi ve iskele-rihtim-dolgu alanı kullanım izni
 - Yapılaşma hakları
- Göz önünde bulundurularak m² emsal bedelinin **3.000,-ABD\$** olarak
- ✓ **200 ada, 3 numaralı parselin**
 - Barbaros Caddesine Cephesi,
 - Köşe konumu,
 - Konut Alanı imarlı olmasına karşın yapılaşma hakkının olmaması,
- Göz nünde bulundurularak m² emsal bedelinin **1.000,-ABD\$** olarak
- ✓ **209 ada, 3 numaralı parselin**
 - Rekreasyon Alanı imarı,
 - Barbaros Caddesine Cephesi,
 - Köşe konumu,
 - Düşük yapılaşma hakkı,

Göz önünde bulundurularak değerlemeye esas m² emsal bedelinin **2.000,-ABD\$** olarak

Alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmış olup, bu birim değerler esas alınmak suretiyle hesaplanan parsel değerleri aşağıda verilmiştir.

Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda değerlendirme konusu parseller üzerinde konumlu olan atıl durumdaki yapıların yıkılacağı öğrenilmiş ve yerinde yapılan incelemelerde yapıların yıkılmaya başlandığı tespit edilmiştir. Bu nedenle değer tespiti sadece arsalar için yapılmıştır.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI			
Parsel No	195/7	200/3	209/3
Parsel Yüzölçümü, m ²	54.870	827	16.212
m ² Emsal Değeri, ABD \$	3.000	1.000	2.000
Parsel Değeri, ABD\$	164.610.000	827.000	32.424.000
Parsel Değeri, TL	296.001.702	1.487.111	58.304.837
Σ Parsel Değeri, TL	355.793.650		

Sonuç olarak Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu;

- **195 ada, 7 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 296.001.702,-TL**
- **200 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 1.487.111,-TL**
- **209 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 58.304.837,-TL**
- **Gayrimenkullerin toplam Pazar değerinin ise 355.793.650,-TL**

Olacağı kanaatine varılmıştır.

Değerleme konusu 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtım kullanım hakkı için, 195 ada, 7 numaralı parselin tamamlayıcı unsuru olması nedeni ile ayrıca bir değer takdir edilmemiştir. Ancak konu gayrimenkule değer takdir edilirken özel iskele ve rıhtım alanına sahip olduğu göz önünde bulundurulmuştur.

6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi

Müşteri Şirket tarafından, değerlendirme konusu;

- ❖ **195 ada, 7 numaralı parsel** üzerinde "Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı" imarına uygun olarak 5 yıldızlı otel ve Apart Otel (Villa) kullanım fonksiyonlu proje geliştirileceği,
- ❖ **200 ada, 3 numaralı parselin** "Konut Alanı"nda kalmakta olduğu, ancak, "27.02.2004 onaylı plan hükümlerinin 1.7. maddesine göre; 2960 Sayılı Boğaziçi Kanunu'nun geçici 4. Maddesi uyarınca konut kullanımına ayrılmış ancak yapı yapılmamış yerlerde yeşil alan statüsü uygulanır ve uygulama yapılamaz." hükmü gereği **parsel üzerinde herhangi bir proje geliştirilemeyeceği,**
- ❖ **209 ada, 3 numaralı parselin** ise "Rekreasyon Alanı"nda kalmakta olduğu ve "TAKS:0,05, H:4,50 m, inşaat alanları toplamı en çok 250,-m² olan bir adet yapı yapılabilir." Şeklinde kısıtlı yapılaşma şartlarına sahip olması nedeni ile parsel üzerinde herhangi bir proje geliştirilemeyeceği, parselin 195/7 parselde geliştirilecek **otel projesinin tamamlayıcısı** olarak kullanılacağı,

Öngörülmüştür.

Müşteri Şirketten alınan bilgi doğrultusunda değerlendirme konusu 195 ada,7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu olan yapıların yıkılacağı öğrenilmiş ve yerinde yapılan incelemelerde yapıların yıkılmaya başlandığı tespit edilmiştir. Proje geliştirme aşamalarında mevcut yapıların bir kısmının şantiye binası, depo v.b amaçlarla kullanılabilmesi, bu yolla sağlanacak faydaların yıkım maliyetlerini karşılayabileceği hususu dikkate alınarak, yıkım maliyeti proje maliyetine dâhil edilmemiştir.

Proje Özeti:

195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde imarına uygun olarak 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villa) geliştirilmesi öngörülmektedir.

200 ada, 3 numaralı parselin yapılaşma hakkının olmaması nedeni ile bu parsel üzerinde herhangi bir yapı geliştirilmesi öngörülmemiştir.

209 ada, 3 numaralı parselin ise kısıtlı yapılaşma hakkı nedeni ile geliştirilecek Otel projesinin tamamlayıcı unsurları olan yeşil alanlar, yürüme yolları, kamelyalar (oturma alanları), açık alanlı kafe ve barlar, vb olarak geliştirileceği varsayılmıştır.

Parseller üzerinde geliştirilecek proje detayı aşağıda verilecektir.

- Değerleme konusu **195 ada, 7 numaralı parsel** üzerinde **Müşteri'den alınan bilgiler doğrultusunda** ve "Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı" lejantına uygun olarak, E:0,50 yapılaşma şartı doğrultusunda 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villa) kullanım amaçlı toplam **86.612,-m²** brüt alanlı proje geliştirilecektir.
- **Projenin gerçekleştirileceği parsellerin kullanımına tahsis edilen İskele ve Rıhtım alanının;**
 - **Proje değerini artırıcı bir nitelik oluşturduğu,**

- Değerleme konusu gayrimenkullere bağlı olarak kullanılacağı,
- Fiilen ancak değerlendirme konusu 195 ada, 7 No'lu parselle bağlantısı olması halinde kullanım fonksiyonuna sahip olabileceği,
- Ancak parseller üzerinde geliştirilmesi öngörülen yapılara kullanım faydası sağlayabileceği dikkate alınarak,

ayrı bir varlık olarak değerlendirme konusu edilmemiştir.

- Müşteri Şirket tarafından tarafımıza bildirilen Avan Projeye göre, **195 ada, 7 parsel** üzerinde
 - **73.512,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 4 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan 5 Yıldızlı Otel ve
 - **13.100,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 1 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan Apart Otel (Villalar)

inşa edileceği öngörülmüştür.

- **5 Yıldızlı Otel** taban alanı 4.500,-m² olacak ve bodrum katlarla birlikte 7 kattan oluşacaktır.
- 5 Yıldızlı Otelin, 180 adet standart, 15 adet delux suit ve 5 adet king suit olmak üzere toplam 200 odalı olması planlanmaktadır.
- Standart odaların ~50,-m², double suitlerin ~75,-m², king suitlerin ise ~100,-m² brüt kapalı alanlı olacağı öngörülmüştür.
- 5 Yıldızlı otelin;
 - zemin kat + 1 normal kat + 2 normal katında otel odaları ve lobi alanı,
 - 1. ve 2 Bodrum katlarında restaurant, balo ve düğün salonu, konferans salonu, ticari üniteler, SPA, Fitnes Center, Türk Hamamı, Sauna vb, alanlar,
 - 3 ve 4. Bodrum katlarında ise otopark ve teknik alanlar
 Konumlandırılması planlanmıştır.
- **Apart Otel (Villalar)** ise;
 - parselin bir bölümünde konumlanacak olup, villa projesinin 15 adet Villadan oluşması düşünülmektedir.
 - Her bir Villanın 1 bodrum kat + zemin kat + 1 normal kat ve 2 normal kattan oluşacağı ve ~874,-m² brüt kapalı alanlı olacağı öngörülmüştür.
 - Villalar, birbirinden ve otelden bağımsız olacak ancak otelin tüm sosyal olanaklarından faydalanacaktır.
- Diğer Parsel alanları ve açık alanlar için peyzaj düzenlemeleri yapılacak olup, otopark ihtiyacının bir kısmı bu alandan karşılanacaktır.

i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI: Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulan imar bilgileri ve Müşteri'den edinilen bilgiler ışığında, konu parseller üzerinde; 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villalar) kullanım fonksiyonlu **toplam 86.612,-m²** kapalı alanlı yapılardan oluşan proje geliştirileceği varsayılmış ve proje kapalı alan varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Proje Kapalı Alan Varsayımı	
195 ada, 7 Parsel Yüzölçümü, m ²	54.870
*Yol Alanı, m ²	150
Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı, m ²	54.720
Yapılaşabilir Parsel Büyüklüğü	38.304
Emsal	0,5

*195 ada, 7 numaralı parselin 150,-m²'lik kısmı yola terk edilecektir.

Müşteri Şirket'ten temin edilen varsayımsal kapalı alan bilgileri aşağıdaki tabloda detaylı olarak sunulmuş ve bu bilgiler doğrultusunda proje geliştirilmiştir.

OTEL		Alan, m ²
Emsale Dahil	2.Normal Kat	3.300
	1.Normal Kat	3.300
	Zemin Kat	4.500
Emsal Dışı	1.Bodrum kat	13.836
	2.Bodrum kat	16.192
	3.Bodrum kat	16.192
	4.Bodrum kat	16.192
TOPLAM		73.512

VİLLA		Alan, m ²
Emsale Dahil	2.Normal Kat	180
	1.Normal Kat	180
	Zemin Kat	180
Emsal Dışı	1.Bodrum kat	334
1 Adet Villa TOPLAM		874
15 Adet Villa Toplam		13.103

ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:

- A. Proje Geliştirme Maliyeti:** Değerleme konusu **195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villalar)** kullanım amaçlı proje geliştirilmesi halinde tespit edilen olası proje geliştirme maliyeti aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılan 2013 yılı bina metrekare inşaat maliyetlerinin henüz yayınlanmamış olması nedeni ile Proje Geliştirme Maliyeti, 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre öngörülmüştür.

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel Yapı Maliyeti;** 60 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Betonarme Karkas, Otel Binaları için Lüks inşaat birim maliyeti olan **1.365,22TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark Yapı Maliyeti;** 60 Seri Nolu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2013 yılı İçin Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Betonarme Karkas, Yer altı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **480,74 TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen Yapı Maliyeti birim değerlerine Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre Düzenlemesi maliyeti, arazi yapısı da dikkate alınarak toplam yapı maliyetinin **%3'ü** oranında varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

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

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, geliştirilmesi öngörülen projeye göre gayrimenkullerin yapı maliyetleri hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ	
Otel Kapalı Alanı, m²	41.128,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	1.365,22
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	40,96
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	42,19
Diğer Maliyetler, TL	43,45
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.491,81
Otel Yapı Maliyeti, TL	61.355.275
Otel Otopark Kapalı Alanı, m²	32.384,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	480,74
Otel Otopark Alan Yapı Maliyeti, TL	15.568.284
1 - Σ Otel Yapı Maliyeti, TL	76.923.559
Villa Kapalı Alanı, m²	8.100,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	1.365,22
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	40,96
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	42,19

Diğer Maliyetler, TL	43,45
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.491,81
Villa Yapı Maliyeti, TL	12.083.683
Villa Ortak Alan+ Otopark Kapalı Alanı, m²	5.000,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	480,74
Villa Ortak Alan+Otopark Yapı Maliyeti, TL	2.403.700
2 - Σ Villa Yapı Maliyeti, TL	14.487.383
Σ Proje Yapı Maliyeti (1+2)	91.410.942
3 - Çevre Düzeni Maliyeti, TL	2.742.328
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, TL (1+2+3)	94.153.271
Σ Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$	52.359.732

Projede yer alacak 5 yıldızlı otelin 200 odalı olacağı varsayılmıştır. Otel de, 180 standart oda, 15 Delux oda ve 5 King Suit yer alacaktır. Villalar, satılacak olup, tefrişat maliyeti öngörülmemiştir.

- ✓ Standart odaların tefrişat bedeli olarak **15.000,-TL**,
- ✓ Delux odaların tefrişat bedeli olarak **17.500,-TL**,
- ✓ King Suit tefrişat bedeli olarak ise **20.000,-TL**
- ✓ Ortak alanlar tefrişat bedeli olarak ise m² başına **500,-TL**, öngörülmüştür.

Otel toplam tefrişatı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	TL	ABD\$
Σ Tefrişat Bedeli, TL	9.980.500	5.596.647
Standart Oda Adedi	180	180
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	15.000	8.411
Σ Standart Oda Tefrişat Bedeli, TL	2.700.000	1.514.047
Delux Suit Adedi	15	15
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	17.500	9.813
Σ Delux Suit Tefrişat Bedeli, TL	262.500	147.199
King Suit Adedi	5	5
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	20.000	11.215
Σ King Suit Tefrişat Bedeli, TL	100.000	56.076
Ortak Alan, m ²	13.836	13.836
Ortak Alan m ² Tefrişat Bedeli, TL	500	280
Σ Ortak Alan Tefrişat Bedeli, TL	6.918.000	3.879.325

Otel toplam maliyeti aşağıdaki tabloda verilmiştir.

	TL	ABD\$
Σ Proje İnşaat Maliyeti	94.153.271	52.359.732
Σ Proje Tefrişat Bedeli	9.980.500	5.550.272
Σ Proje Geliştirme Maliyeti	104.133.771	57.910.005

Yukarıda detayları verilen maliyet kalemleri doğrultusunda 5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar) Projesinin **104.133.771,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 57.910.005,-ABD\$)** bedelle tamamlanması planlanmaktadır. Proje inşa çalışmalarının 2013 yılı başında başlayacağı ve 2 yıl içerisinde, 2014 yılsonunda tamamlanacağı öngörülmüştür. Projenin, toplam geliştirme maliyeti ve yıllar itibarıyla tamamlanma oranlarına ilişkin varsayımlar aşağıda verilmiştir. Yapı maliyetleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2013	2014	TOPLAM
Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$	\$26.059.502	\$32.806.018	\$58.865.520
Proje Tamamlanma Oranı, %	45%	55%	100%

iii. PROJE GELİR VARSAYIMLARI: 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde konumlandırılması planlanan 5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar) projesinin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal veriler aşağıda sunulmuştur.

5 Yıldızlı Otel Geliri: 5 yıldızlı lüks otel, 200 odalı olacaktır. Otele gelen ziyaretçilerin park sorunu yaşamaması adına kapalı otopark alanı ve ziyaretçilerin yeme içme ihtiyacını karşılamak için restoran

alanları yer alacaktır. Otopark için herhangi bir ücret öngörülmemiş olup, Restoran geliri oda ücretinin %25'i olarak varsayılmıştır.

Rapor'un 4.6.2'nci bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere 5 yıldızlı otel fiyatları İstanbul içinde konumlandıkları bölgeye göre farklılıklar göstermektedir. MİA bölgesinde yer alan oteller, uluslararası firmaların müdürlüklerinin bu bölgelerde bulunmasının avantajını kullanarak yüksek rakamlardan konaklama hizmeti sunmaktadırlar. Tarihi yarımada ve çevresinde yer alan oteller ise, bulunduğu bölgenin tarihi ve turistik dokunun avantajından yararlanarak yüksek bedellerden konuklarını ağırlamaktadırlar. Üçüncü sırada yer alan havaalanı ve çevresindeki oteller ise kongre ve fuar alanları ile havaalanına yakınlıkları itibariyle avantajlıdırlar. Bölgelere göre gecelik ortalama kişi başı oda ücret tarifesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	600-210	795-275
Tarihi Yarımada ve Çevresi	350-125	460-165
Havaalanı Bölgesi	172-90	225-120
Anadolu Yakası	120-83	159-110

*21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982TL esas alınmıştır.

Yukarıda yer alan bilgiler ve bölgede yapılan araştırmalar doğrultusunda, proje içerisinde yer alacak olan 5 yıldızlı otelin gecelik ortalama oda fiyatının **250,-ABD\$** olacağı kanaatine varılmıştır.

5 yıldızlı otel inşaa çalışmaları 2013 yılı başında başlayacak olup, 2015 yıl ortasında tamamlanarak 2015 yılı üçüncü çeyrek başında faaliyete geçecektir. Otel'in gayrimenkul kira bedeline eşdeğer alınabilecek **yıllık net gelirinin, piyasa gerçekleştirmeleri doğrultusunda otel yıllık cirosunun %35'i oranında** olacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 5 yıldızlı otelin 2013 yılına ait, %100 doluluk halinde yıllık geliri (varsayımsal) verilmiştir.

	2013
5 Yıldızlı Otel Oda Net Geliri, ABD\$	6.300.000
Otel Oda Sayısı	200
Oda Günlük Geliri, ABD\$	250
Oda Yıllık Cirosu, ABD\$	\$18.000.000
Otel Gelir Oranı	35%

Restoran Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan Restoranın proje inşasının bitmesinin ardından 2015 yılı 3. çeyreğinde faaliyete geçeceği ve **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında kiraya eşdeğer gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Restoranın 2013 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

	2013
Restoran Geliri, ABD\$	\$4.500.000
Restoran Gelir Oranı,%	25%

Diğer Alanlar Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan diğer alanlar (Balo – Düşün Salonu, Konferans Salonu, Ticari üniteler, SPA, Fitness Center, Türk Hamamı, Sauna vb.) proje inşasının bitmesinin ardından 2015 yılı üçüncü çeyreği başında faaliyete geçeceği ve **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında kira gelirine eşdeğer gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Diğer Alanların 2013 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

	2013
Diğer Alan Geliri, ABD\$	\$4.500.000
Diğer Alan Gelir Oranı,%	25%

Apart Otel (Villalar) Satış Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan Apart Otelin (Villalar) 15 adet villadan oluşacağı öngörülmüştür. Bu Villalar ise, otel konseptinde kullanılmayacak, bağımsız bölümler oluşturularak satışa sunulacaktır. Projenin konumlandığı bölgede yapılan araştırmalar sonucu tespit edilmiş olan satılık villa emsalleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

SATILIK VİLLA/YALI EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal 1 Beykoz, Paşabahçe'de, 750,-m ² arsa üzerinde konumlu, 600,-m ² kapalı alanlı, geniş rihtımı olan tarihi eser, tadilat gerektiren, restorasyon projesi hazırlanmış yalı satılıktır.	600,0	10.699.800,0	17.833,0	6.000.000,0	10.000,0	
Emsal 2 Beykoz, Paşabahçe'de, 200,-m ² kapalı alanlı, 200,-m ² bahçesi bulunan, denize sıfır, dubleks, içi tamamen yenilenmiş yalı satılıktır.	200,0	4.458.250,0	22.291,3	2.500.000,0	12.500,0	
Emsal 3 Beykoz, Paşabahçe'de, 1.000,-m ² arsa üzerinde konumlu, 90,-m ² taban oturumlu, 380,-m ² kapalı alanlı, 2 araçlık kapalı otoparkı olan, bahçesinde ayrıca 1+1 müstemilatı bulunan, kapanmaz boğaz manzaralı, 20 yıllık villa satılıktır.	380,0	8.916.500,0	23.464,5	5.000.000,0	13.157,9	
Emsal 4 Beykoz, Paşabahçe'de, 475,-m ² arsa üzerinde konumlu, 220,-m ² kapalı alanlı, 2 katlı, 40 yıllık, kapanmaz boğaz manzaralı villa satılıktır. (Tadilat gerektiriyor.)	220,0	1.961.630,0	8.916,5	1.100.000,0	5.000,0	
Emsal 5 Beykoz, Paşabahçe'de, 600,-m ² bahçe alanına sahip, 250,-m ² kapalı alanlı, 5+2, şömineli, kapalı otoparklı, panoramik boğaz manzaralı villa satılıktır.	250,0	2.674.950,0	10.699,8	1.500.000,0	6.000,0	

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- Bölgede konumlu yalı/villa kullanım fonksiyonlu emsallerin konumları, denize yakınlıkları, özel rihtım alanları, kapalı alanları, vb. göz önünde bulundurularak m² satış bedellerinin
 - o **Yalılar için 10.000,-ABD\$ ile 12.500,-ABD\$**
 - o **Villalar için 5.000,-ABD\$ ile 13.158,-ABD\$**
- Aralığında olduğu,
- Emsal 1'de konumlu yalının, tarihi eser ve tadilat gerektiren bir yapı olduğu,
- Emsal 3, 4 ve 5'de konumlu villaların deniz manzaralı olduğu,
- Emsal 3'de konumlu villanın büyük arsa alanı nedeni ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,

Tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, proje içerisinde konumlandırılacak villaların,

- ❖ Kapalı alanı,
- ❖ Yapısal özellikleri,
- ❖ Aynı parselde konumlu 5 Yıldızlı Otelin sosyal olanaklarından yararlanabilecek olması,
- ❖ Kapalı otopark alanları,
- ❖ Denize sıfır konumu,
- ❖ Özel rihtımdan yararlanma hakkı

Göz önünde bulundurularak m² satış bedellerinin, emsallerin ortalaması olan **9.300,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Geliştirilecek Villaların inşaatına otel ile birlikte 2013 yılı başında başlanacağı ve 2014 yılsonunda tamamlanacağı varsayılmıştır. 2013 yılı verilerine göre villaların tamamının satılması halinde elde edilecek geliri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2013
Satılabilir Villa Kapalı Alanı, m ²	13.100
m ² Satış Bedeli, ABD\$	9.300
Satış Geliri, ABD\$	121.830.000

Villaların, 2014 yılında, proje inşa aşamasındayken satışa sunulacağı varsayılmış olup, 2017 yılında satışlarının tamamlanacağı öngörülmüştür. Villaların yıllara göre satış oranlarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir. Satış bedeli her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017
Villa Satış Oranı, %	0%	20%	30%	35%	15%

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR;

Bu analizde iki husus önem arz etmektedir.

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

Mevcut durum itibariyle ABD Doları bazlı yıllık **%10,75** iskonto oranı, emsal kira bedelleri ile piyasa verileri ve kira artış oranı **% 3** olarak alınmak suretiyle yıllık reel getiri beklentileri hesaplanmıştır.

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

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

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

İNA ANALİZİ:

Yukarıda verilen varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İNA analizi aşağıda sunulmuştur.

	İNA ANALİZİ					DED
	2013	2014	2015	2016	2017	
Proje Geliştirme Harcamaları, ABD\$	-26.059.502	-32.806.018				
Proje Yıllık Gelirleri, ABD\$	25.096.980	45.267.542	60.805.340	36.066.367	16.850.049	
Otel Yıllık Net Geliri, ABD \$		-	2.673.468	5.851.553	6.381.635	6.938.255
Restoran Geliri, ABD \$		-	1.909.620	4.179.681	4.558.311	4.955.897
Diğer Alan Geliri, ABD \$		-	1.909.620	4.179.681	4.558.311	4.955.897
Villa Satış Geliri, ABD \$		25.096.980	38.774.834	46.594.426	20.568.111	
Net Nakit Akımı	-26.059.502	-7.709.038	45.267.542	60.805.340	36.066.367	217.419.983
İskonto Oranı	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075	0,1075
İskonto Faktörü	1,108	1,227	1,358	1,504	1,666	1,845
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60	0,54
Nakit Akımlarının NBD	-26.059.502	-6.285.107	33.323.891	40.417.252	21.646.303	117.824.891
Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$						180.867.728
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0524
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$						190.341.264
Nakit Akımlarının Toplam NBD,TL						342.271.662

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen İNA analizi sonucunda, 195 ada, 7 numaralı parselin 5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar) olarak geliştirilmesi halinde net bugünkü değeri (arazi kalıntı değeri) 342.271.662,-TL (değerleme tarihi itibariyle 190.341.264,-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 **195 ada, 7 parsel ve 209 ada, 3 numaralı parseller** üzerinde Meri imar planları doğrultusunda "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmiştir.

200 ada, 3 parselin İmar Planı doğrultusunda yapılaşma izni olmaması nedeni ile, "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilememiş, bu parsel, diğer parsel değerlerini artırıcı bir unsur olarak düşünülmüştür.

Değerleme çalışmaları ve diğer analizler, iskele-rıhtım kullanım hakkını içerecek şekilde (bu husus dikkate alınarak gerçekleştirildiğinden) hakka ayrıca değer atfedilmemiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değerinin tespit edilmesinde, En Etkin Verimli Kullanım Analizinde müşterek ve 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 parseller üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde;

İrtifaklar Hanesi: Beyannamesinde gösterilen 16,-m²lik sahada inşa edilen deniz feneri Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 11.09.1998, Bitiş Tarihi:11.09.1998, Süre: -) (11.09.1998/2219 Yev.)

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.ş. lehine, 347.900.000,00TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel ve 200 ada, 3 parseller** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 200 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

Beyanlar Hanesi: Bu parselde ait su deposu yola tecavüzten inşa edilmiştir.

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.ş. lehine, 347.900.000,-TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel ve 195 ada, 7 parseller** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 209 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

Rehinler Hanesi: Türkiye İş Bankası A.ş. lehine, 347.900.000,-TL bedelle, yıllık %15 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 24.09.2012 tarih ve 5497 yevmiye ile **195 ada, 7 parsel ve 200 ada, 3 parseller** ile **müşterek ipotek.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

Şartnamesinde belirtildiği üzere; 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel numaralı gayrimenkuller ile 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın “Kullanım İzni” bir bütün halinde özelleştirildiğinden, konu parsellerin kullanımına tahsis edilen İskele ve Rıhtım alanının;

- **Proje değerini artırıcı bir nitelik oluşturduğu,**
- **Değerleme konusu gayrimenkullere bağlı olarak kullanılacağı,**
- **Uygulamada, ancak değerlendirme konusu parsellerle bağlantısı olması halinde kullanım fonksiyonuna sahip olabileceği**
- **Parseller üzerinde geliştirilmesi öngörülen yapılara kullanım faydası sağlayabileceği dikkate alınarak,**

ayrı bir varlık olarak değerlendirilmemiş ve değerlendirme konusu edilmemiştir.

Değerleme çalışmaları, yukarıdaki açıklamalarımız gereği “rıhtım-iskele ve dolgu alanı”na ilişkin faydalar da dikkate alınarak 195 ada, 7 numaralı parsel, 200 ada, 3 numaralı parsel ve 209 ada, 3 numaralı parsel ile ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir.

Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmaları sonucunda, gayrimenkullerin **arsa değeri tespit** edilmeye çalışılmıştır.

En Etkin Verimli Kullanım Analizi çerçevesinde; değerlendirme konusu parsellerin, Mer’i imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörülmüş olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışma, Rapor’un 3.6.5. Bölümünde detayları verilen UDES Kılavuz Notları 1 (Taşınmaz mülk değerlemesi)’de tanımlanan arazi değerlemesine ilişkin olarak 5.25.5.paragraf no’suyla yapılan açıklamalar dikkate alınarak yapılmıştır.

- ✓ Konu parseller üzerinde, **toplam 86.612,-m²** kapalı alanlı 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villalar) fonksiyonlu proje geliştirileceği öngörülmüş ve Müşteri Şirket’in “avan proje” bilgileri kullanılmıştır.
 - Proje gelirinin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan 5 yıldızlı Otel oda fiyatları ve satılık villa emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmış,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.

Yukarıda bahsi geçen Proje için oluşturulan varsayımlar esas alınarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiş ve Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen verilere dayanarak proje gelirleri belirlenmiş, Maliyet yaklaşımı çerçevesinde projenin geliştirme maliyeti belirlenmiş ve bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları, gerekli yatırımın finansal getirisini içerecek şekilde belirlenen oranla iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri (arazi kalıntı değeri) hesaplanmıştır.**

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO				
Ada No. / Parsel No.	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı		Gelirlerin Kapitalizasyonu -İNA Analizi	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
195/7	296.001.702	164.610.000	342.271.662	190.341.264
209/3	58.304.837	32.424.000		
200/3	1.487.111	827.000	-	-
TOPLAM	355.793.650	197.861.000	342.271.662	190.341.264

Sonuç olarak; değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 numaralı parsellerin;

- Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan değerlerinin birbirleri ile tutarlı olduğu,
- **200 ada, 3 numaralı parselin** (İmar Planında belirtildiği üzere) yapılaşma izninin olmadığı,
- **209 ada, 3 numaralı parselin** ise, sınırlı yapılaşma izni göz önünde bulundurularak 195 ada, 7 numaralı parselde geliştirilen projenin tamamlayıcısı olarak değerlendirildiği,
- Değerleme konusu gayrimenkullerin En Etkin ve Verimli kullanımı dikkate alınarak, parsel geliştirme esaslarına uygun olarak gerçekleştirilen İNA analizi sonucunda bulunan değerlerin bir çok varsayıma dayandığı ve projenin henüz gelir yaratmaya başlamamış olması sebebiyle öngörülerin daha yüksek hata payı içerebileceği, Hususları da dikkate alınarak;

- Piyasa dinamiklerini daha iyi yansıtmayı beklenen **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** sonucu bulunan,
 - **195 ada, 7 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 296.001.702,-TL**
 - **200 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 1.487.111,-TL**
 - **209 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 58.304.837,-TL**
 - **Konu gayrimenkullerin toplam Pazar değerinin ise 355.793.650,-TL**

olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

Bu değerlendirme çalışmasında, Rapor'un giriş bölümünde belirtilen hususlar dışında, raporda yer verilmeyen herhangi bir husus bulunmamaktadır.

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere;

Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere 1937 yılında vergiye tabi tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanunun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskânlı sayıldığı" maddesine dayanarak, yapılar için iskan talep edilmiştir.

Yapılar için henüz iskân verilmemiş olup, ilgili yasa maddesi ve söz konusu belgeler doğrultusunda iskan alacağı öngörülmekte iken Müşteri Şirket'ten alınan bilgiler ve yerinde yapılan incelemeler doğrultusunda parsel üzerindeki yapıların, parsel üzerinde yeni bir proje geliştirilebilmesi için yıkılmaya başlandığı tespit edilmiş olduğundan mevcut Yasal Belgelerin geçerliliğini yitirdiği anlaşılmaktadır.

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

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

- ✓ **Özelleştirme İdaresi Başkanlığı İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın Kullanım İzininin de Müşteri Şirkete devredileceğinin anlaşıldığı ancak;**

- **Devre ilişkin olarak henüz bir sözleşme yapılmadığı ve yapılması gerektiği,**

- ✓ **Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanmış bulunan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ)"nin;**

- **Mutlak hakların tesisi**

Madde 28 – (Seri: VI, No: 33 sayılı Tebliğ ile Değişik:) Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir. İrtifak haklarından tapuya tescil edilmesi şartıyla yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tesis ettirilebilir. Üst hakkı ve devre mülk hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakları doğuran sözleşmelerde herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.

- **Tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler**

Madde 29 – (Değişik: Seri: VI, No: 26 sayılı Tebliğ ile) Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirak haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur

Hükümleri gereği,

- **Söz konusu kullanım hakkının Tapu'ya şerhinin gerektiği,**

- ✓ **Mevcut parseller üzerinde yer alan yapılara ilişkin olarak Yapı Kullanım İzin Belgeleri'nin bulunmadığı, ancak;**

- Boğaziçi İmar Müdürlüğü'nde yapılan incelemelerde, değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere 1937 yılında vergiye tabi tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanunun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı" hükmüne dayanılarak, yapılar için iskan talep edildiği, Yapılar için henüz iskan verilmediğinin anlaşıldığı,

- **Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde yer alan yapıların yerinde görüldüğü üzere yıkılmaya başlanmış olması ve Özelleştirmeye ilişkin Şartname'de yer alan hususlara uygun olarak geliştirileceği,**

- **Mevcut Gayrimenkullerin vasıfları, tapu kayıtlarında İspirto fabrikası, Köşk ve Müştemilat, su deposu, depo ve meyve bahçesi olarak yer aldığı**

Hususları dikkate alınarak;

- **Mevcuttaki yıkımına başlanılmış yapılara ilişkin iskan talebine gerek olmadığı,**
- **Gayrimenkullerin mevcut durumlarına uygun olarak "Yapılı İken Yapısız Hale Gelme" nedeni ile cins değişikliğinin⁹ yapılmasının, kamuyu aydınlatma açısından faydalı olacağı,**

⁹ 2010/4 sayılı Genelgede; 1) Yapısız iken yapılı hale gelme,2)Yapılı iken yapısız hale gelme,3)Diğer cins değişiklikleri, olarak sınıflanan **Cins değişikliği**; "Bir taşınmaz malın cinsinin, yapısız iken yapılı veya yapılı iken yapısız hale; bağ, bahçe, tarla vb. iken arsa veya arazi iken bağ, bahçe, tarla vb. duruma dönüştürmek için paftasında ve tapu sicilinde yapılan işlemi" İfade eder,

- ✓ Tebliğ'in, Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik, "Teminat Verebilme" başlıklı 34. maddesinde;
- Kat karşılığı ve hasılat paylaşımı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arsaların sahiplerince ortaklığa, bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi veya arsanın devredilmesi halinde, projenin teminatı olarak arsa sahibi lehine ortaklık portföyünde bulunan gayrimenkuller üzerine ipotek veya sınırlı aynı haklar tesis edilmesi mümkündür. **Ayrıca gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu madde kapsamında temin edilecek krediler de 35'inci madde kapsamında değerlendirilir.**

Hükmü gereği, Parseller üzerinde yer alan 347.900.000,00TL bedelli müşterek ipoteğin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:5) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan ilgili mevzuat hükümlerine aykırılık teşkil etmeyeceği,

Kanaatine varılmıştır.

Yukarıdaki tespit ve değerlendirmelerimiz çerçevesinde, Özetle;

Söz konusu gayrimenkuller ile Kullanım Hakkının GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı, ancak Tebliğ hükümlerine uygun olarak;

- **Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca açıklanan İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtım Kullanım İzninin, mülklerle birlikte bedelsiz olarak devredileceği bildirilmiş olup, Malik Şirket ile Millî Emlak Dairesi Başkanlığı & Tütün Mamulleri Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş. arasında henüz sözleşme alınarak Müşteri Şirkete devredileceğinin anlaşıldığı, ancak devre ilişkin olarak henüz bir sözleşme yapılmadığı,**

tapuya şerhinin gerektiği kanaatine varılmıştır.

Diğer taraftan, Tebliğ'in Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik "Borçlanma Sınırı" başlıklı 35'inci maddesinin ilk bendinde,

- **Ortaklıklar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan konsolide olmayan öz sermayesinin beş katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayri nakdi kredileri de dikkate alınır.**

hükmü yer almaktadır.

Ancak değerlendirmelerimiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteğe ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen genel borçlanma sınırı, toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamaları dikkate alınmamıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin talebi üzerine, tapuda; İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesi,

- ✓ **195 ada, 7 parsel** numaralı, 54.870,-m² yüzölçümlü "Kargir Köşk Ma Müstemilat İspirto Fabrikası ve Arazi ile Dört Masura Tatlı Su"
- ✓ **200 ada, 3 parsel** numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ **209 ada, 3 parsel** numaralı, 16.212,-m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

Vasıflı gayrimenkuller ile

- ✓ 3.935,-m² yüzölçümlü iskele – rıhtım ve dolgu alanına ilişkin 49 yıl süreli (Başlangıç tarihi: 27.08.2008) "Kullanma İzni Sözleşmesi"nin

yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik yapılan çalışmalar sonucunda,

I. Değerleme konusu gayrimenkuller ve Kullanım İzni Sözleşmesinin Rapor'un 7.4'üncü bölümünde detayları verildiği üzere GYO portföyünde yer almasında bir sakınca olmadığı, ancak;

- a. **Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca açıklanan İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtım ve Dolgu Alanı Kullanım İzni'nin, mülklerle birlikte bedelsiz olarak devredileceği bildirildiğinden, devre ilişkin olarak sözleşme yapılması ve bu hususun tapuya şerhinin gerektiği,**

II. Gayrimenkullerin, varlık bazında detayları Rapor'un 7.1. bölümünde verildiği üzere, iskele-rıhtım ve dolgu alanı kullanım hakkını da içeren toplam adil piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;

- **KDV hariç 355.793.650,-TL**
- **KDV dahil 419.836.507,-TL**

Olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,


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


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

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