



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

ANKARA İLİ – YENİMAHALLE İLÇESİ

- 43344 ADA – 2 NUMARALI PARSEL
- 43345 ADA – 1 NUMARALI PARSEL

“Ankamall AVM” ve “Crowne Plaza Otel”

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	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
3.5.1. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları	5
3.5.2. Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme	6
3.5.3. Standart 2, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme	8
3.5.4. Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi	10
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	14
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	14
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	15
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	15
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	16
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	17
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	18
4.1. Global Ekonomik Görünüm	18
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	20
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	20
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	23
4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	26
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	27
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	27
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	27
5.1.2. Crowne Plaza Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	28
5.1.3. Ankamall AVM Tanımı ve Yapısal Özellikleri	28
5.1.4. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,	29
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	33
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	33
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	33
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	34
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,	35
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Malik Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler	35
5.3.1. Crowne Plaza Otel 07.05.2009 tarihli Kira Tadil Sözleşmesi	35
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	38
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	38
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	40
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler	40
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	40
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)	41
6.5.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Tespiti	41
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Tespiti	42
6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerinin Tespiti	43
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle Gayrimenkullerin Değerinin Tespiti	44
6.7. Gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedellerinin Tespiti	48
6.7.1. Ankamall AVM için Rayiç Kira Bedellerinin Tespiti	48
6.7.2. Crowne Plaza Otel için Rayiç Kira Bedelinin Tespiti	50
6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi	52
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	53
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	53
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	53
6.8.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	53
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	55
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	55
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	57
7.3. Yasal Gerekerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	58
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	58
8. SONUÇ	60
8.1. Nihai Değer ve Kira Bedeli Takdiri	60
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ Hata! Yer işareti tanımlanmamış.	
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **03.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup, değerlendirme tarihi **31.12.2013**'tür.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_17

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine ve Müşteri'nin iştiraki **Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**'nin aktifinde bulunan ve tapuda; Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

- 43344 ada, **2 parsel** numaralı, 50.000,-m² yüzölçümlü, betonarme 2 adet mağaza, otel ve altında otoparkı bulunan arsa,
- 43345 ada, **1 parsel** numaralı, 50.725,-m² yüzölçümlü, işyeri,

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değeri, rayiç kira bedeli ve Müşteri'nin iştiraki Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** hisselerinin **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış **gayrimenkul değerlendirme raporudur.**

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

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

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

Ayrıca, değerlendirme konusu mülklerden Crowne Plaza olarak tanımlanan "Otel" nitelikli gayrimenkulün mevcut kiralamasının, **tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini taşıması ve bu veriler esas alınarak yapılan çalışmalar sonucu bulunan değerlerin** "pazar değeri esaslı yaklaşım" esaslarına uygun olarak gerçekleştirilen değerlendirme çalışmaları sonuçlarından önemli sapmalar içermesi sebebiyle, **UDES 2'de tanımlanan, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'na, "Pazar Değeri Dışı Değer"** ve ilgili kavramlar ile açıklamalara da yer verilmiştir.

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

Eski Büyükdere Caddesi İz Plaza Giz No:4 Kat:6/18 Maslak – İstanbul
T: 0-212-290 64 93; F: 0-212-290 64 91; W: www.standartgd.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) yetkililerinin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerleri, rayiç kira bedeli ve Malik Şirket **Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** hisselerinin İştirak yoluyla **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, Müşteri'nin yazılı talebi üzerine söz konusu gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri, rayiç kira bedeli ile Malik Şirket **Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** hisselerinin İştirak yoluyla **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İştirak (Malik)	Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
UDES	Uluslar arası Değerleme Standartları
UDU	Uluslar arası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslar arası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslar arası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2043 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi yaklaşık % 6,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Rapor'da kullanılan değerlendirme teknikleri açısından özel önem arz etmesi sebebiyle, "Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi"ne ilişkin açıklamaların yer aldığı Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.9 açıklamalarına da detaylı olarak yer verilmiştir.

3.5.1. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

Ayrıca, değerlendirme konusu mülklerden “Otel” nitelikli ve Crowne Plaza olarak tanımlanmış gayrimenkul ilişkin değerlendirme çalışmalarında, **mevcut pazar katılımcıları tarafından belirlenenlerden farklılaştığı düşünülen Kiralama Sözleşmesi’nin varlığı dikkate alındığında**, tipik olmayan Pazar koşullarını da içeren “Pazar dışı esaslara” göre değerlendirme çalışmaları da gerçekleştirilmiş (Rapor’da **UDES 2’de tanımlanan “Pazar Değeri Dışı Değere”** de yer verilmiş) olduğundan, aşağıda Pazar Değeri Dışı Değere ilişkin değerlendirme esaslarına yer verilmiştir.

3.5.2. Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

- **Pazar Değeri, Pazar Değeri** tanımının gereklerini karşılayan koşullarda değerlemenin yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, **mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir. Pazar Değeri’ni** tahmin etmek için bir Değerleme uzmanı ilk olarak **en verimli ve en iyi kullanımı** veya en olası kullanımı tespit etmelidir (Bkz. Uluslararası Değerleme Standartları [UDES], Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri, paragraflar 6.3, 6.4, 6.5). Bu kullanım, bir mülkün mevcut kullanımının devamı niteliğinde olabileceği gibi bir başka alternatif kullanım da olabilir. Bu tespitler, pazardaki bulgulardan elde edilir.
- **Pazar Değeri**, mülkün niteliğini ve bu mülkün piyasada işlem görebileceği koşulları yansıtan değerlendirme yaklaşımları ve prosedürlerinin uygulanmasıyla tahmin edilir. **Pazar Değeri’ni** tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit akımları analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, **Rapor’un 3.6 Bölümünde** verilmiştir.
- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadaki elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri’nin** ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve **piyasadaki elde edilen geri dönüş oranlarını** esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın **piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.**

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

carî 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.**

3.5.3. Standart 2, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme

Bu Standart, **Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri** bölümünde yer alan temel materyaller ve uygulama kılavuzu bağlamında okunmalıdır.

- Uluslararası Değerleme Standardı 2'nin (UDES 2) iki amacı vardır: ilki, Pazar Değeri dışındaki değer esaslarını belirlemek ve açıklamak ve bunların uygulanmasına yönelik standartları tesis etmek, ikincisi ise bu esasları Pazar Değeri'nden ayırt etmektir. Profesyonel Değerlemelerin, özellikle de Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1) Finansal Raporlama İçin Değerleme'de bahsedilen varlık değerlemelerinin önemli bir kısmı **Pazar Değeri'ni** içerse de **Pazar Değeri dışındaki değerlerin gerekli olduğu durumlar da vardır.** Hem Değerleme Uzmanı hem de değerlemelerin kullanıcılarının Pazar Değeri ve Pazar Değeri Dışı Değer esaslı Değerlemeler arasındaki farkı ve (eğer varsa) bu kavramlar arasındaki farklılıkların değerlemenin uygulanabilirliği üzerindeki etkilerini açıkça anlamaları gerekir.
- Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) pazar değeri dışındaki değerlendirme esaslarının kullanılması ve uygulanmasıyla ilgili olarak ülkeler arasındaki uluslararası yanlış anlamaları ve kavram karmaşalarını önlemeyi amaçlamaktadır. Bu Standartları

uygulamaktan sorumlu olan Değerleme Uzmanları, doğru esasların seçildiğinden, değerlemeyi kullananların onu daha iyi anlamalarını sağlamak için her tür makul yöntemin kullanıldığından, kamuyu yanlış yönlendirebilecek durumlardan kaçınıldığından ve tarafsız olarak desteklenen takdirlerin raporlandığından emin olmalıdır.

Kapsam: UDES 2, mülkün Pazar Değeri dışındaki Değerleme esaslarını sunmakta ve açıklamaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda yer alan tanımlar (kısmen) aşağıda verilmiştir:

3.0 Tanımlar

- **Kullanım Değeri:** Belirli bir mülkün, belirli bir kullanıcı için, belirli bir kullanıma yönelik olarak sahip olduğu değerdir ve bu nedenle de pazar ile ilişkili değildir. **Bu değer tipi, mülkün en verimli ve en iyi kullanımına (EVİK) veya mülkün satılması halinde elde edilecek parasal değere bakılmaksızın, bir parçasını oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır. Kullanım Değeri'nin muhasebedeki tanımı bir varlığın süregelen kullanımından ve kullanım ömrünün sonunda elden çıkartılmasından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değeridir.** (Bkz. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları 5, Ek A, [UFRS 5, Ek A].)
- **Yatırım Değeri:** Bir mülkün belirli bir yatırımcı veya yatırımcılar grubu için, belirlenmiş yatırım hedefleri doğrultusunda ifade ettiği değerdir. Bu sübjektif kavram, bir mülkü, tanımlanabilir yatırım hedefleri ve/veya kriterleri bulunan belirli bir yatırımcı, yatırımcılar grubu veya kurumla ilişkilendirir. Bir varlığın yatırım değeri, o varlığın Pazar Değeri'nden daha fazla veya daha az olabilir. Yatırım Değeri terimi yatırım mülkünün Pazar Değeri ile karıştırılmamalıdır. Bununla birlikte Pazar Değeri, belirli bir mülke birçok kişi tarafından atfedilen yatırım değerlerini yansıtabilir. Yatırım değeri, Özel Değer ile ilişkilidir.
- **Faal İşletme Değeri:** Bir işletmenin bir bütün olarak değeridir. Bu kavram, faaliyetlerini sürdüren bir kuruluşun her biri tek tek ele alındığında Pazar Değeri'ni oluşturan bileşenler olarak görülmemeyen ancak toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. Bu nedenle, "Faal İşletme Değeri" kavramı, sadece bir işin veya kurumun parçasını oluşturan mülklere uygulanabilir.
- **Sigortalabilir Değer:** Bir mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeridir.
- **Vergi Değeri:** Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeridir. Her ne kadar bazı mevzuatlarda Pazar Değeri, Değerlemenin esası olarak belirtilse de bu değer için kullanılan yaklaşımlar, UDES 1'de tanımlanan Pazar Değeri'nden farklı sonuçlara neden olabilir. Bu nedenle Vergi değeri, aksi açık bir şekilde belirtilmediği müddetçe Pazar Değeri ile uyumlu olarak görülemez.
- **Kurtarılabilir Değer:** Arazi dışındaki bir varlığın, özel tamirat veya uyarılama yaparak kullanmaya devam etmekten çok, içerdiği malzeme için elden çıkarılma değeridir. Bu değer, elden çıkarma maliyetlerini içeren brüt veya bu maliyetleri içermeyen net değer olarak verilebilir ve ikinci durumda paraya çevrilebilir net değere eşit olabilir. Her durumda, değere dahil edilen veya dışında tutulan unsurlar belirtilmelidir.
- **Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri:** Pazar Değeri tanımının gerektirdiği pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içerisinde bir mülkün satışından makul olarak elde edilebilecek tutardır. Bazı ülkelerde **Zorunlu Satış Değeri**, gönülsüz bir satıcı ve satıcının bu dezavantajını bilen alıcı veya alıcıların bulunduğu durumları da içerebilir.
- **Özel Değer: Pazar Değeri'nin** üzerinde yer alan olağandışı bir değer unsurunu ifade eder. **Özel Değer**, örneğin, bir mülkün bitişiğindeki mülk gibi başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanabilir. Genelde pazardan ziyade bir mülkün özel bir sahibi veya kullanıcısı ya da potansiyel bir sahibi veya kullanıcıyla ilgili olarak yaşanan bir değer artışıdır ve bu nedenle de özel değer sadece özel bir çıkarı olan alıcıya uygulanabilir. Evlilik (birleştirme) değeri, bir mülkteki iki veya daha fazla sayıdaki hakkın birleşmesinden kaynaklanan değer artışıdır ve özel değerlere bir örnek niteliğindedir. Özel değer, işletme değeri ve yatırım değeri unsurları ile de ilişkili olabilir. Değerleme Uzmanı, bu tür mülklerin değerini takdir etmek için kullanılan kriterlerin **Pazar Değeri**'ni takdir etmek için kullanılanlardan ayrı olduğunu ve kullanılan her tür özel varsayımı açık bir şekilde belirtmelidir.
-

Uluslararası Değerleme Standartları Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda yer alan muhasebe standartlarıyla ilgili paragraflar (kısmen) aşağıda verilmiştir:

4.0. Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

4.1 Uluslararası Değerleme Uygulaması 1, Finansal Raporlama İçin Değerleme, bu standart ile birlikte okunmalıdır.

4.2 Çoğu nedenle, **Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS), makul değer rapor edilmesini istemektedir.** Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1), varlığın pazar değerini raporlayan Değerleme Uzmanı'nın bu şartı çoğunlukla yerine getirdiğini belirtmektedir.

4.3 Ancak, **UFRS'nin pazar değeri dışı değer esaslı değerlemeyi gerekli gördüğü haller vardır.** Bunlar, her ikisi de kuruma özgü olan, UMS 36'ya göre bir varlığın Kullanım Değerinin belirlenmesi veya bazı hallerde UMS 16'ya göre amortisman maksadı ile "Kalıntı Değerin" hesaplanmasını içermektedir. UDU 1, bu konuları daha detaylı olarak ele almaktadır.

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.

Uluslararası Değerleme Standartları Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda yer alan tartışmalar, paragraf başlıkları altında (kısmen) aşağıda verilmiştir:

6.1 Kullanım Değeri (bkz. parag. 3.1), **belirli bir kullanıcının bakış açısına göre ölçülmüş olan bir Pazar Değeri Dışı Değer**'dir. Kullanım değeri bazen 'belirli bir kullanıcı veya sahip açısından değer' olarak da görülür. **El Değiştirme Değeri** (bkz. UDES 1, parag. 1.2 ve devamı) ise bir varlığın mülkiyetinin kuramsal veya varsayım olarak el değiştirdiği bir pazarda kabul edilen değeridir. **Pazar Değeri'nin finansal raporlama için uygun olan UDSK¹ tanımı, Kullanım Değerini değil El Değiştirme Değeri ilkesini esas alır.**

.....

6.5 Bir mülkün **Kullanım Değerinin Pazar Değeri ile eşit olması yalnızca tesadüften ibaret olacaktır.** Bir mülkün **Kullanım Değeri**, eğer bu mülkü kullanmakta olan kurum bu mülkü aynı ürünün veya hizmetin tipik bir üreticisinden daha faydalı ve karlı bir şekilde kullanabilecek bir durumdaysa genelde **Pazar Değeri'nden daha yüksek olma eğiliminde olacaktır.** Diğer yandan **Kullanım Değeri, kurumun bu varlığı maksimum kapasitesi ve verimiyle kullanamaması durumunda Pazar Değeri'nden daha düşük olabilecektir.** Ayrıca bu kurum, özel üretim haklarına, olağanüstü sözleşmelere, benzersiz patentlere ve lisanslara, belirli bir uzmanlığa, özel bir peştemaliye ve bir başka sahabe devredilemeyecek nitelikteki diğer maddi olmayan varlıklara sahipse **Kullanım Değeri, Pazar Değeri'nden daha yüksek** olabilecektir.

3.5.4. Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

Rapor'da kullanılan değerlendirme teknikleri açısından özel önem arz etmesi sebebiyle, "Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi"ne

¹ Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi

ilişkin açıklamaların yer aldığı Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.9 ilgili bulunan açıklamalarına da detaylı olarak yer verilmiştir.

Giriş

1.1 İndirgenmiş nakit akışı (İNA) analizi, bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Bu tür varsayımlar, bugünkü değere indirgenmiş olan para girişi ve çıkışının tutarı, özelliği, değişkenliği, zamanlaması ve süresi ile ilgilidir. İNA analizi, **uygun ve desteklenebilir veri** ve iskonto oranlarıyla birlikte değerlendirilmede kullanılan *gelir indirgeme yaklaşımının* sıkça başvurulan metodolojilerinden biridir.

1.2 İNA değerlemeleri, diğer gelir esaslı değerlemelerde olduğu gibi, geçmişteki verilerin ve arzı, talebi, geliri, giderleri ve risk potansiyelini etkileyen gelecekteki pazar koşulları hakkındaki varsayımların analizine dayanmaktadır. Bu varsayımlar, gelir ve giderlerinin oluşma kalıbı çıkarılan işletme veya mülkün kazanç sağlama yeteneğini belirler.

1.3 Bu Kılavuz Notu'nun amacı, pazar değeri ve pazar değeri dışı esaslı değerlemeler için İNA analizi gerçekleştirirken Değerleme Uzmanları tarafından takip edilmesi gereken Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri'ni (GKDİ), en iyi teamülleri ve özeni belirlemek ve bu iki farklı değerlendirme çalışmasındaki İNA analizinin uygulamaları arasındaki farkı tespit etmektir.

2.0 Kapsam

2.1 Bu Kılavuz Notu, İNA analizi yoluyla geliştirilen pazar ve pazar değeri dışı esaslı değerlemelerde uygulanır. İNA modellerinin yapısını ve bileşenlerini ve İNA analizini esas alan değerlemelerin raporlama şartlarını ele alır.

2.2 Bu Kılavuz Notu'nun kapsamı da İNA analizlerinin esas aldığı varsayımların makul ölçüler içinde olup olmadığına ve desteklenebilir olup olmadığına bağlıdır. Herhangi bir değerlemede yapılan varsayımlar elde edilen değer sonucunu doğrudan etkilemektedir. Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'na göre bir değerlemenin temelini oluşturan tüm varsayımların olası, makul ve desteklenebilir nitelikte olması gerekir.

3.0 Tanımlar

3.1 İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi (İNA). Bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Değerlemeye uygulanan *gelir yaklaşımı* çerçevesinde kabul edilen bir metodoloji olarak İNA analizi, bir işletme mülküne, bir geliştirme mülküne veya bir işletmeye yönelik bir dizi periyodik nakit akışının tahmin edilmesini içerir. Bu tahmin edilen nakit akışı serisine, uygun görülen ve pazardan elde edilen bir indirim oranı da mülk veya işletmeyle ilişkili gelir akışının bugünkü değerinin bir göstergesini temin etmek amacıyla uygulanır. Taşınmaz mülklerin işletilmesi durumunda periyodik nakit akışı, genelde brüt gelirden boş kalma ve tahsilat kayıpları ile işletme masrafları/giderleri çıkarıldıktan sonra kalan miktar şeklinde tahmin edilir. Bu periyodik net işletme gelirleri, son değer tahminiyle birlikte projeksiyon döneminin sonunda tahmin edilir ve sonra da indirgenir. Geliştirme mülkleri söz konusu ise sermaye giderleri, geliştirme maliyetleri ve tahmini satış gelirleri, tahmin edilen geliştirme ve pazarlama dönemleri boyunca indirgenecek olan bir dizi net nakit akışı elde edilecek şekilde tahmin edilir. İşletme söz konusu ise periyodik nakit akışı tahminleri ve projeksiyon döneminin sonundaki işletme değeri indirgenir. İNA analizinin en yaygın uygulaması İç Verim Oranı (İVO) ve Net Bugünkü Değer (NBD)'dir.

3.2 Finansal Modelleme. Bir işletme veya mülkün, üzerinden finansal getiriye ilişkin göstergelerin hesaplanabileceği periyodik gelir veya nakit akışı düzeni projeksiyonu. Gelir veya nakit akışı projeksiyonları, bu değişkenlerin projeksiyonlarının yanı sıra gelir, gider ve sermaye tutarları arasındaki tarihsel ilişkileri göz önüne alan bir finansal modelin kullanımıyla da oluşturulmaktadır. Finansal modelleme ayrıca mülk performansına yönelik beklentileri test etmek, İNA modelinin bütünlüğü ve tutarlılığını ölçmek veya bir yöntem olarak yatırımcıların bir mülkü veya şirketi satın alma, satma veya ellerinde tutma kararlarını alırken attıkları adımları yönlendirmek için bir yönetim aracı şeklinde de kullanılabilir.

3.3 Yatırım Analizi. Geliştirme ve yatırım, yatırım performansının değerlendirilmesi veya yatırım mülklerini içeren bir işlemin analizi amaçları doğrultusunda gerçekleştirilen bir çalışmadır. Yatırım analizleri bazen (ekonomik) fizibilite çalışmaları, pazar veya pazarlanabilirlik analizleri veya finansal projeksiyon çalışmaları olarak da adlandırılmaktadır.

3.4 İskonto Oranı. Gelecekte ödenecek veya alınacak olan parasal bir tutarın bugünkü değerine dönüştürülmesi amacıyla kullanılan bir getiri oranıdır. Teorik olarak bu oran sermayenin alternatif maliyetini, yani sermayenin benzer riskleri içeren diğer alanlara yatırılması halinde kazanabileceği getirinin oranını yansıtmalıdır. Ayrıca buna **getiri oranı** da denir.

3.5 İç Verim Oranı (İVO). Bir projenin net nakit akışlarının bugünkü değerini sermaye yatırımının bugünkü değeriyle eşitleyen indirgeme oranıdır. Net Bugünkü Değer'in (NBD) sıfıra eşit olduğu orandır. İVO hem yatırılan sermayenin getirisini hem de orijinal yatırımın getirisini yansıtmaktadır ve bu getirilerin her ikisi de potansiyel yatırımcıların göz önüne aldıkları temel unsurlardır. Bu nedenle, İVO'nu karşılaştırılabilir gelir yapısına sahip benzer özelliklerdeki pazar işlemlerinin analizinden elde etmek, *Pazar Değeri*'ne ulaşmak için yapılan değerlemelerde kullanılmak üzere pazar iskonto oranları geliştirmenin uygun bir yöntemidir.

3.6 Net Bugünkü Değer (NBD). Bir İNA analizindeki indirgenmiş gelirler veya nakit girişleri ile maliyetler veya nakit çıkışları arasındaki farkın ölçüsüdür. **İndirgenmiş nakit girişleri ve çıkışları ile indirgeme oranının pazardan elde edildiği Pazar Değeri'ne erişmek için yapılan bir değerlemede sonuç olarak elde edilen Net Bugünkü Değer, gelir yaklaşımı ile bulunacak Pazar Değeri'nin bir göstergesi olmalıdır.**

5.0 Kılavuz

5.1 İndirgenmiş nakit akışı modelleri, belirli bir süreye bağlı olarak yapılandırılmaktadır. Taşınmaz mülk analizlerinde her ne kadar kira bedelini gözden geçirme, kira yenileme/yenileme, yeniden geliştirme veya yeniden donatma gibi olaylar analiz süresini etkileyebilecek olsa da bu süre genelde mülk sınıfının veya içinde bulunduğu pazar sektörünün özelliklerini oluşturan pazarın davranışına bağlıdır. Örneğin, yatırım mülkleri için analiz süresi genelde beş ile on yıl arasında değişmektedir.

Nakit girişi ve çıkışlarının sıklığı (aylık, üç aylık, yıllık) da ayrıca pazara göre hareket etmelidir. Diğer kabul edilen yöntemlerde olduğu gibi nakit girişleri ve çıkışları, uygun ve makul bir ölçüde desteklenmelidir.

Bir son değer, İNA analizinin son yılını takip eden yıldaki net gelire veya İNA analizinin son yılının net gelirine dayalı olabilir. Ters/son değer hesaplama yönteminin seçimi ise, pazardaki yatırımcıların teamüllerine dayalı olarak değişmektedir ve Değerleme Uzmanları, bu uygulamaları kendi değerlemelerine yansıtmalı ve seçilen yöntemi de her yönüyle eksiksiz bir şekilde açıklamalıdır.

İNA analizinin diğer bileşenlerinde olduğu şekilde, indirgeme oranı da pazar verilerini yani pazardan elde edilmiş diğer iskonto oranlarını yansıtmalıdır. Bu iskonto oranları, pazardaki karşılaştırılabilir nitelikteki mülklerden veya işletmelerden seçilmelidir. Bu mülklerin karşılaştırılabilir konumda olması için mülklerin gelirleri, giderleri, riski, enflasyon, gerçek getiri oranı ve gelir projeksiyonlarının da değerlendirme konusu mülk ile aynı olması gerekir.

5.2 UDES'in Davranış Kuralları'na uygun olmak kaydıyla, Değerleme Uzmanının aşağıdaki unsurlar da dahil olmak üzere İNA analizinin bileşenlerini tanımlaması gerekir:

5.2.1 Nakit akışının başlangıç tarihi ile dönem sayısı ve sürelerinin belirlendiği bir projeksiyon dönemi;

5.2.2 Kategori bazında gruplara ayrılmış olan nakit girişi ve çıkışı bileşenleri ile bu seçimin arkasındaki nedenler;

5.2.2.1 Taşınmaz mülk değerlemeleri için nakit girişleri, kiralardan ve kiracılara verilen hizmetlerden elde edilen gelirleri ve tamamlanmış veya inşa edilmiş mülklerde boş kalma kaybını ve geliştirme mülklerinde ise satışlardan gelen gelirleri içerir.

5.2.2.2 Taşınmaz mülk değerlemeleri için, nakit çıkışları, sabit ve değişken giderleri, yenisiyle değiştirme tahsisatını/yenileme fonu ve sermaye harcamalarını ve uygun olan durumlarda da geliştirme mülkleri için inşa maliyetleri ve yan maliyetleri içerir.

5.2.2.3 Şirket değerlemeleri için nakit akışı genelde hem işletme niteliğindeki hem de sermaye niteliğindeki tüm nakit girişlerini ve çıkışlarını içermektedir. İndirgenmiş nakit akışı ayrıca bir yatırımcının faaliyetlerini ve büyümesini fonlamaya yeterli miktarda nakit bırakarak bir işletmeden çekebileceği miktarı da temsil etmektedir.

5.2.3 Dönem başına düşen borç finansmanı veya borç servisi (faiz veya anapara ödemesi) ve dönemsel faizin, uygun olması durumunda, hesaplandığı yıllık efektif oran;

5.2.4 Dönem başına düşen net nakit akışları (nakit girişlerinden nakit çıkışlarının çıkartılmasından sonra kalan tutar);

- 5.2.5 Net nakit akışlarına uygulanan indirgeme oranı veya oranları ve bunların arkasındaki nedenler ve bunların seçilmesini destekleyici sebepler;
 5.2.6 Son değeri hesaplamak için uygulanan dönem sonu indirgeme oranı ve bunların seçilmesinin ardındaki nedenler ve
 5.2.7 Analizin temelini oluşturan varsayımların tamamının bir analizi.

5.3 İNA analizi, mevcut pazar kanıtlarını kullanmakta ve genelde de yatırımcıların ve diğer Pazar katılımcılarının düşünme süreçlerini, beklentilerini ve algıladıkları hususları yansıtmaktadır. Bir tahmin tekniği olarak İNA analizi hakkında, belirli bir İNA tahmininin nihai olarak gerçekleşen durumla karşılaştırıldığında isabetli olup olmamasına değil, İNA tahmininin yapıldığı anda pazardaki kabul görme derecesine dayalı bir hükme varılmalıdır.

5.3.1 Bir Pazar Değeri tahmini geliştirmek amacıyla İNA kullanıldığında bu Değerleme, UDES 1'de belirtilen Pazar Değeri tahminlerine yönelik tüm kriterleri karşılamalıdır.

5.4 Bir müşterinin Değerleme Uzmanına değerlendirilen döneme ilişkin Pazar Değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda sonuç olarak elde edilen değer takdiri, Pazar Değeri Dışı Değer olarak kabul edilmelidir. Bu işlemin sonucu, bir Pazar Değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri/ederi tahminidir.

5.5 İNA analizi ayrıca, değişik varsayımların analizi yapılmak suretiyle muhafazakar nitelikteki görüşlerin geçerliliğini test etmek amacıyla da kullanılabilir. Bu tür bir hassaslık analizinin sonucu, yatırım değeri/ederi şeklindedir.

Eğer İNA bu şekilde kullanılırsa, sonuçlar Pazar Değeri Dışı Değer olarak tanımlanmalı ve Değerleme de UDES 2'de belirtilen pazar değeri dışı değer esaslı değerlemelere yönelik kriterlerin tamamını karşılamalıdır.

5.6 Bir Değerleme Uzmanı, İNA modelinin temelini oluşturan nakit akışı projeksiyonlarının ve varsayımların değerlemenin yapıldığı pazar için uygun ve makul olduğundan emin olmak amacıyla yeterli miktarda araştırma yapmalıdır.

5.6.1 Örnek olarak kiralarda gerçekleştirilen ve birden fazla kiracının yer aldığı bir mülkün nakit akışı projeksiyonunu desteklemek amacıyla yapılan analiz, sözleşme kirasını ve pazar kirasını, kira süresinin sona ereceği tarih ile kira gözden geçirme tarihini, kira artırımlarını ve kademeli kiralarda, işletme masrafları/giderlerini, geri kazanılabilir veya kazanılamaz maliyetleri, teşvikleri, sermaye harcamalarını ve uygulanacak diğer her tür hükmü de göz önünde bulundurmalıdır.

5.6.2 Gelirdeki büyümeye veya düşüşe yönelik varsayımlar, ekonomik koşullara ve pazar koşullarına dair yapılan analizi esas almalıdır. Faaliyet giderlerindeki değişiklikler, tüm gider trendlerini ve önemli gider kalemlerindeki belirli trendleri yansıtmalıdır.

5.6.3 Bir İNA analizinin sonuçları, hatalar olup olmadığına ve makul ölçülerde gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğine dair test edilmelidir.

5.7 İskonto ve dönem sonu indirgeme oranını temin edebilmek için bir Değerleme Uzmanının gayrimenkul ve sermaye piyasalarına ilişkin muhtelif veri ve bilgi kaynaklarını kullanması gerekir. Karşılaştırılabilir nitelikteki mülklerin veya şirketlerin gelir akışlarına ve satış fiyatlarına ilişkin verilere ilave olarak söz konusu mülkün dahil olduğu pazar ile araştırmada kendilerine danışılmış yatırımcılar tarafından edinilen mülklerin içinde bulunduğu pazarın tutarlı olması koşulu ile yatırımcı görüşlerine dair anketler ve getiri endekslerinin kullanılması iskonto oranlarının seçilmesinde faydalıdır.

5.8 Kontrol amaçlı kullanılan verilerin pazar kanıtları ile ve hakim pazar görünümüyle tutarlı olmasını sağlamak Değerleme Uzmanının sorumluluğundadır. Ayrıca, İNA modelinin oluşturulmasında veya özel bir modelin seçilmesinde denetim görevini üstlenen Değerleme Uzmanının da teorik ve matematiksel doğruluk, nakit akışlarının büyüklüğü ve tüm veri girişlerinin uygunluğu açısından bu modelin bütünlüğüne ilişkin bir sorumluluğu vardır. Bir Değerleme Uzmanı, nakit akışlarını yapılandırmak ve modele diğer veri girişlerini sağlamak için uygun bir deneyime ve pazar bilgisine sahip olmalıdır.

5.9 Bir İNA analizinin sonuçları rapor edilirken Değerleme Uzmanı, UDES Davranış Kuralları ve Değerleme Raporu'na ilişkin UDES 3'ün şartlarını uygulayacaktır.

5.9.1 UDES 3'ün 5.1.10, 7.0 ve 8.2.3 paragraflarında açıklanan durumlar çerçevesinde gerekli açıklama yapılmalıdır.

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

Özetle, analiz, yıllar itibariyle gayrimenkulün veya projenin geliştirilmesi ve kiralama ve/veya satış yoluyla elde edilmesi planlanan amortisman öncesi serbest net nakit akımlarının, (Nakit giriş ve çıkış farkları) ıskontolanarak 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 kullanılacak bir hak olabilir. Değişik tipteki potansiyel en üst düzey ve en iyi kullanımların belirlenebilir olduğu diğer durumlarda Değerleme Uzmanı bu gibi alternatif kullanımları ve beklenen ilerideki gelir ve harcama düzeylerini tartışır. Değişim sürecindeki arazi kullanımı ve bölgelendirme mülkün, en verimli ve en iyi kullanımı geçici bir kullanım olabilir.

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

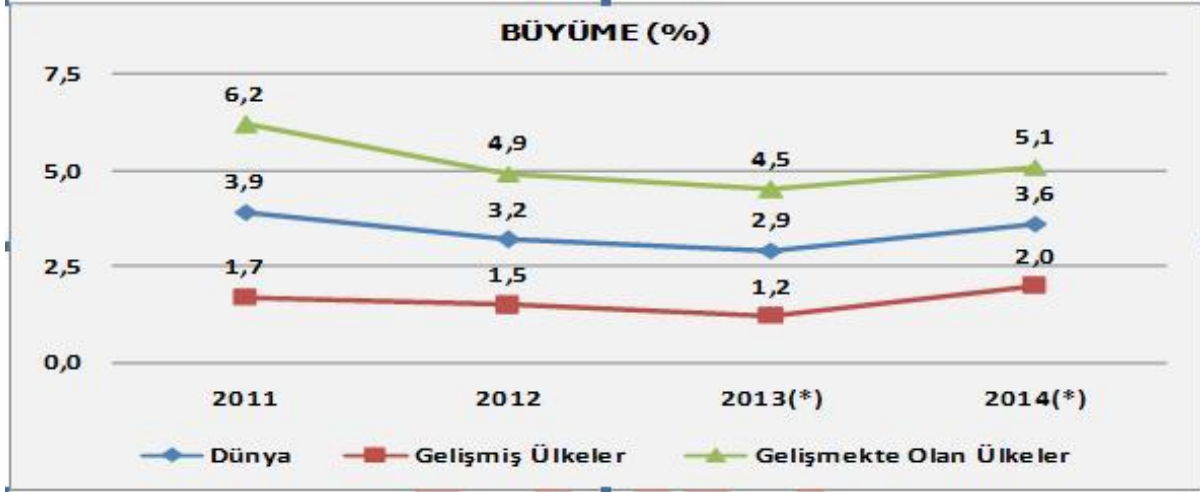
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

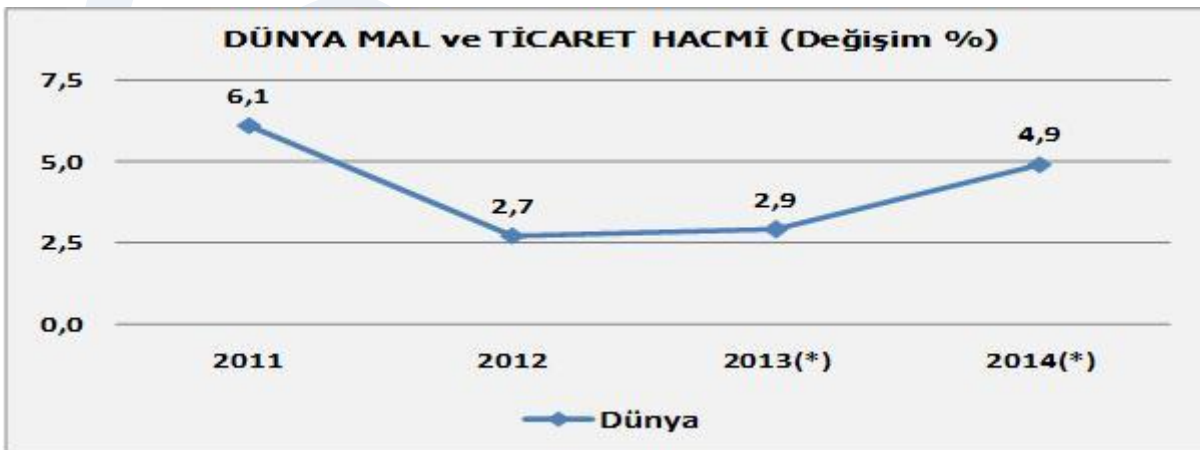
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

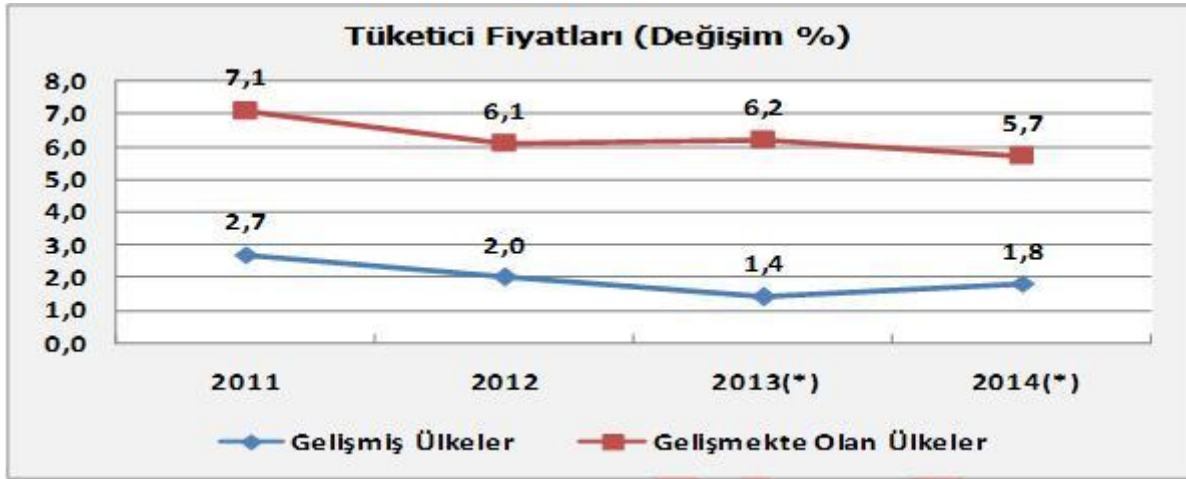
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



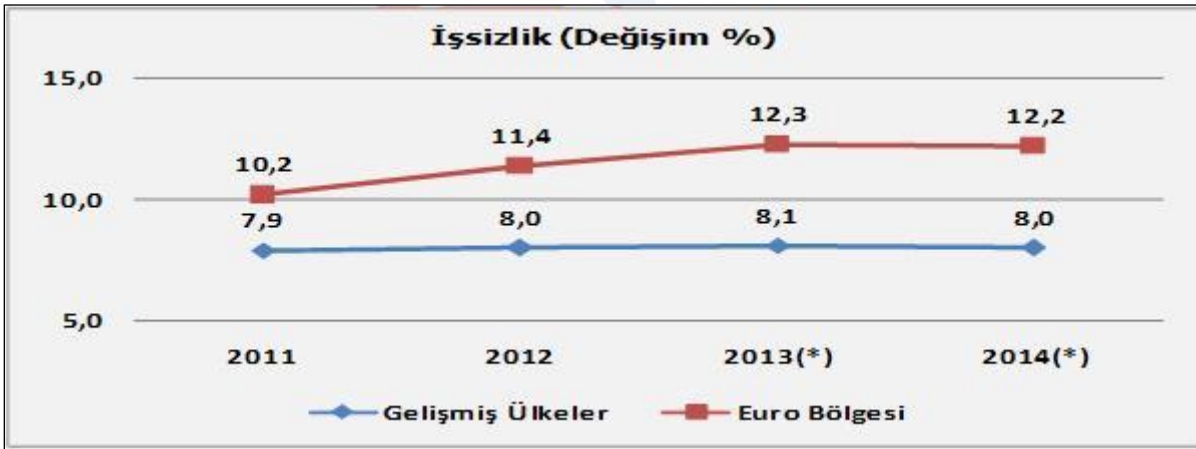
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

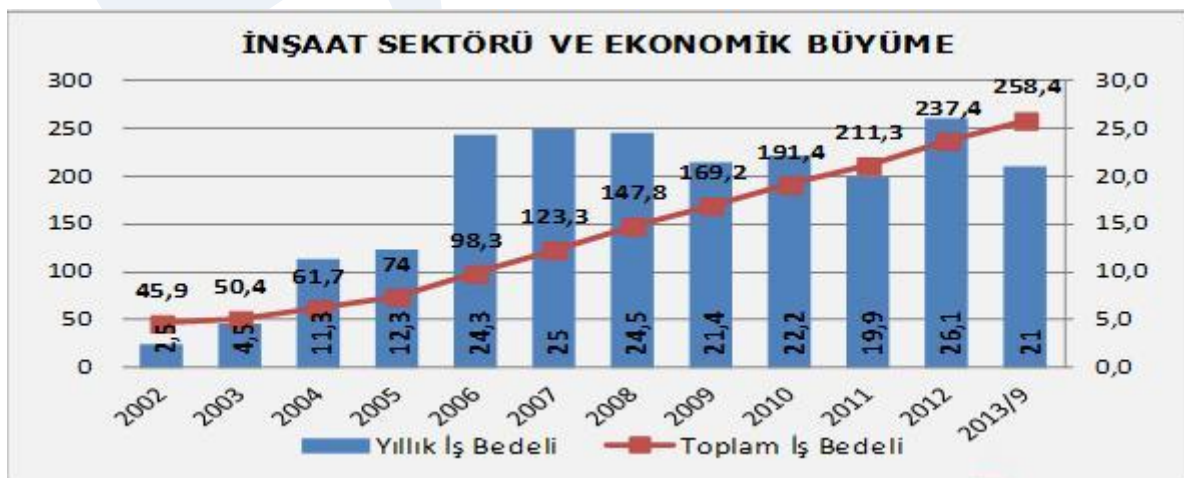
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler²

Ankara: İç Anadolu Bölgesi'nde yer alan Türkiye Cumhuriyeti'nin başkenti Ankara, doğuda Kırşehir ve Kırıkkale; batıda Eskişehir; kuzeyde Çankırı; kuzeybatıda Bolu ve güneyde Konya ve Aksaray illeri ile çevrilidir. Ankara, Orta Anadolu'nun kuzeybatısında bulunan Kızılırmak ve Sakarya nehirlerinin kollarının oluşturduğu ovalarla kaplı bir bölgedir. Güneyinde Tuz Gölü havzası ile Cihanbeyli Yaylası bu platoyu tamamlamaktadır. Bu bölgede orman alanları ile step ve bozkır alanlarının çevresi plato üzerinde yükselen dağlarla çevrilidir.

Yüzölçümü ile Türkiye'nin ikinci büyük ili olan Ankara, 24.521 km²'lik bir alanı kapsamaktadır. Ankara'da tipik karasal İklim hüküm sürmekte olup, yazlar sıcak ve kurak, kışlar ise soğuk ve kar yağışlı geçer.

Ankara Türkiye'nin Konya'dan sonra ikinci önemli tarım ilidir. Topraklarının 1/3'ünde ekim yapılmaktadır. Çayır, mera ve ormanlar bunlara eklendiğinde tarım alanlarının il toprakları içerisinde oranı 2/3'e yükselir.



Yenimahalle: İç Anadolu Bölgesi'nde, Ankara İline bağlı bir ilçe olan Yenimahalle, kuzeyinde Kazan, Çubuk, kuzeydoğusunda Keçiören, güneyinde Polatlı, Gölbaşı, batısında Etimesgut ilçeleri ile çevrilidir. İlçe engebeli bir arazide kurulmuştur.

Ankara'ya 5 km. uzaklıktaki Yenimahalle ilçesinin deniz seviyesinden yüksekliği 830 metre olup, ilçenin yüzölçümü 419 km²'dir.

Yenimahalle İlçesi, Ankara İli Deprem Haritasına göre 4. Derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

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

	Toplam	Erkek	Kadın
Yenimahalle	687.042	335.924	351.118
Ankara	4.965.542	2.474.456	2.491.086

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkuller tapuda, Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

- **43344 ada, 2 parsel** numarasında kayıtlı 50.000,-m² yüzölçümlü arsa üzerinde konumlandırılan, "betonarme 2 adet mağaza, otel ve altında otoparkı bulunan arsa"
- **43345 ada, 1 parsel** numarasında kayıtlı 50.725,-m² yüzölçümlü arsa üzerinde konumlandırılan İşyeri,

vasıflı gayrimenkullerdir.



(EK: 1: Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkuller (Ankamall AVM ve Crowne Plaza Otel), Fatih Sultan Mehmet Bulvarı ile Mevlana Bulvarının kesişim noktasında yer almaktadır. Gayrimenkullerin yan cephelerinde Ankara Emniyet Müdürlüğü, arka cephelerinde Toptancı Hali ve yakın çevrelerinde ise İtfaiye Müdürlüğü, Büyükşehir Belediyesi, Fen İşleri Daire Başkanlığı, Karayolları Genel Müdürlüğü, Ziraat Bankası Bankacılık Okulu, TEİAŞ Akköprü Tesisleri, Hipodrom, Atatürk Kültür Sarayı, Atatürk Orman Çiftliği, Gazi Üniversitesi ve ile Ankara Üniversitesi Kampüs binaları yer almaktadır.

Gayrimenkullerin yakın çevresinde bulunan önemli noktalara uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

Atatürk Orman Çiftliği	:	~ 1,0km
Gazi Üniversitesi	:	~ 1,5km
Altındağ	:	~ 4,0km
Kızılay	:	~ 5,0km

5.1.2. Crowne Plaza Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Mayıs 2008 tarihinde açılan **Crowne Plaza Otel**, betonarme karkas sistemde inşa edilmiş olup, Yapı Kullanma İzin belgesine göre **27.650,-m²** kapalı alanlıdır.

Crowne Plaza Otel, 2 bodrum kat, zemin kat, asma kat, 1'inci normal kat, asma kat, 14 normal kat ve teras kat olmak üzere toplam 21 katlıdır. Binanın dış cephesi granit kaplı ve reflekte giydirme cam cepheli olup, pencere doğramaları alüminyum ve çift camlıdır. Binanın çatısı teras tipi çatıdır.

Crowne Plaza Otel'in

- **2. bodrum katında;** kazan dairesi, teknik hacimler, su deposu, pompa odası, tesisat atölyesi, marangoz atölyesi, teknik müdür odası, 2 adet ofis, bilgi-işlem odası, 2 adet depo, GSM odası, pano odası, UPS odası, bilgisayar ve telekom odası,
- **1. bodrum katında;** servis alanı (mal kabul), personel soyunma odaları ve WC'leri, doktor ve hemşire odası, personel kafeterya, satın alma ve personel büroları, çamaşırhane ve otoparka bağlantı alanı, zemin katta; ana mutfak, resepsiyon, ön büro, teknik odalar, genel WC, bagaj odası, 2 adet dükkan, restoran, özel yemek salonu, ara mutfak alanı ve bar,
- **Asma katında;** bay-bayan WC'ler, 5 adet toplantı salonu, genel müdür odası ve yardımcı ofisler,
- **1. normal katında;** sağlık ve spa alanları, kuaför ve toplantı salonları
- **Normal katlarında;** konaklama odaları ve WC'ler
- **14. Normal katında** ise clup lounge odaları, clup restoran ve kiralık ofis odaları, teras katta ise; teras restoran, toplantı salonu ve teknik ekipman odası,

yer almaktadır.

Konaklama ünitelerinin yer aldığı kat iç mekânları, inşaat özellikleri bakımından aynı olup, koridor zeminleri halı kaplama, duvarları kağıt kaplama ve plastik boyalı, tavanlar ise alçıpan asma tavanıdır.

Ortak alanlarda zeminler mermer kaplı, duvarlar plastik boyalı, tavanlar ise alçıpan asma tavanıdır. Teknik odaların zeminleri seramik kaplama, duvarları kısmen plastik boyalı kısmen fayans kaplama, tavanlar ise alçıpan asma tavanıdır.

Crowne Plaza Otel;

- 220 adet standart oda,
- 20 adet club oda,
- 22 adet junior suit oda ve
- 1 adet kral dairesi

olmak üzere toplam 263 oda ve 575 yatak kapasitelidir. Odalarda mini bar, merkezi sistem klima, TV, uydu yayın sistemi, telefon, saç kurutma makinesi, elektronik kasa standart olarak mevcuttur.

5.1.3. Ankamall AVM Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Ankamall AVM, betonarme karkas ve çelik konstrüksiyon sistemde inşa edilmiş ve A, B, D ve E blokları

- A Blok: 129.168,-m² kapalı alanlı olup bodrum kat, zemin kat ve 2 normal kat olmak üzere dört katlı,
- B Blok: 703,-m² kapalı alanlı olup, bodrum kat, zemin kat ve 2 normal kat olmak üzere dört katlı,
- D Blok: 81.228,-m² kapalı alanlı olup, 2 bodrum kat, zemin kat, 2 normal kat ve ofis katı olmak üzere 6 katlı,
- E Blok: 60.628,-m² kapalı alanlı olup, 2 bodrum kat, zemin kat, 1 normal kat olmak üzere 4 katlı,

olmak üzere 271.727,-m² kapalı alana sahiptir. Ayrıca, söz konusu yapı 5.600 adet araçlık otopark alanına sahiptir.

Değerleme konusu yapının dış cephesi alüminyum panel ve granit kaplamalı olup çatı kısmı teras tipi ve çelik konstrüksiyon/kompozit döşemelidir.

Ankamall AVM'yi oluşturan blokların iç mekan inşaat özellikleri aynı olup, ortak kullanım alanlarında (kat koridorlarında) zeminler granit ve seramik kaplı, duvarlar saten boyalı, kolon yüzeyleri ahşap, metal ve cam giydirme, tavanlar alçı asma tavan veya taş yünü asma tavanlıdır. Müşteri WC'lerinde zeminler seramik, duvarlar fayans kaplı ve kısmen saten boyalı, tavanlar metal asma tavanlıdır. Kapı doğramaları ahşap ve alüminyumdur.

Ortak kullanım alanlarında tavanlarda spot ışıklandırma, havalandırma tünelleri, sprinkler sistem, duman dedektörleri ve ses yayın tesisatı mevcuttur. Kiralanan hacimler kullanıcı firmaların kendi zevk ve ticari faaliyetlerine uygun şekilde tefriş edilmiştir. Bu hacimlerin tavanlarında havalandırma kanalları ve menfezleri ile yangın sprink (yağmurlama) sistemi mevcut olup asma tavan imalatı yapılmıştır.

Teknik hacimler ve personel kullanımındaki alanlarda zeminler seramik, epoksi, karo mozaik veya halı kaplı, duvarlar fayans kaplı veya plastik boyalı, tavanlar ise asma tavanlı veya plastik boyalıdır.

Kapalı otoparkların zeminleri sertleştirilmiş şap kaplı, duvarları ve tavanları plastik boyalıdır.

A ve B blokların;

- bodrum katlarında, kapalı otopark ve mağazalar,
- zemin ve 1'inci normal katlarında mağazalar,
- 2. normal katlarında ise mağazalar, sinema ve tiyatro salonları ile food - court (yeme-içme) bölümü,

yer almaktadır.

D Blok'un;

- 2. ve 1. bodrum katlarında; kapalı otopark ve mağazalar,
- Zemin kat, 1'inci normal ve 2'nci normal katlarında mağazalar, ofis katında ise ofisler ve mescit bulunmaktadır.

E Blok'un içerisinde yapı market yer almakta olup bu bölümün

- Zemin katında Koçtaş,
- 1. normal katında ise Tepe Mobilya Mağazası

bulunmaktadır. Koçtaş'ın girişi alışveriş merkezinin Konya Devlet Karayolu'na olan cephesinden olup, Tepe Mobilya'nın girişi ise alışveriş merkezinin içerisinden sağlanmaktadır.

5.1.4. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

	43344 ada, 2 parsel	43345 ada, 1 parsel
SAHİBİ	Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.³	
İLİ	Ankara	
İLÇESİ	Yenimahalle	
BUCAĞI	2. Bölge	
MAHALLESİ	Gazi	
PAFTA NO	---	
ADA NO	43344	43345
PARSEL NO	2	1
NİTELİĞİ	Betonarme 2 adet mağaza, otel ve altında otoparkı bulunan arsa	İşyeri – mağaza (*)
ARSA ALANI	50.000 m ²	50.725 m ²
ARSA PAYI	Tamamı	1692763/50725000
KAT NO	---	Bodrum
BAĞIMSIZ BÖLÜM	---	1
YEVİMİYE NO	279	2877 (**)
CİLT NO	17	19
SAYFA NO	1630	1867
TAPU TARİHİ	16.01.2006	24.05.2002 (**)

(*)Arsa üzerindeki alışveriş merkezi için kat mülkiyeti kurulmuştur. Değerleme tarihi itibari ile yapı toplam 129 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. 11, 12, 13, 14, 15, 17, 18, 19, 20, 21, 26, 41, 61, 62, 68, 71 ve 74 no'lu bağımsız bölümler (toplam 17 adet bağımsız bölüm) Migros Türk Ticaret A.Ş. adına kayıtlı olup Migros Türk Ticaret A.Ş.'nin alışveriş merkezindeki hissesi 15349385/50725000'dir. Diğer bağımsız bölümlerin tamamı (toplam 112 adet bağımsız bölüm) Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına kayıtlı olup, Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin alışveriş merkezindeki hissesi ise 35375615/50725000'dir.

³ Şirket GYO statüsü kazanmış ve Ticaret Unvanı, Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

BAĞIMSIZ BÖLÜM LİSTESİ								
SIRA NO	BAĞIMSIZ BÖLÜM NO	KAT NO	NİTELİĞİ	ARSA PAYI		CİLT NO	SAHİFE NO	EDİNME TARİHİ VE YEVMİYE NO
1	1	Bodrum	İşyeri Mağaza	1692763	50725000	19	1867	24.05.2002/2877
2	2	Bodrum	İşyeri Mağaza	192569	50725000	19	1868	24.05.2002/2877
3	3	Bodrum	İşyeri Mağaza	333406	50725000	19	1869	24.05.2002/2877
4	4	Bodrum	İşyeri Mağaza	47474	50725000	19	1870	24.05.2002/2877
5	5	Bodrum	İşyeri Mağaza	23014	50725000	19	1871	24.05.2002/2877
6	6	Bodrum	İşyeri Mağaza	168523	50725000	19	1872	24.05.2002/2877
7	7	Bodrum	İşyeri Mağaza	493361	50725000	19	1873	24.05.2002/2877
8	8	Bodrum	İşyeri Mağaza	43826	50725000	19	1874	24.05.2002/2877
9	9	Bodrum	İşyeri Mağaza	116829	50725000	19	1875	24.05.2002/2877
10	10	Bodrum+Zemin	İşyeri Mağaza	992677	50725000	19	1876	24.05.2002/2877
11	16	Bodrum+Zemin+1	İşyeri Mağaza	4851385	50725000	19	1882	24.05.2002/2877
12	22	Bodrum	İşyeri Mağaza	82198	50725000	20	1888	24.05.2002/2877
13	23	Bodrum	İşyeri Mağaza	117492	50725000	20	1889	24.05.2002/2877
14	24	Bodrum	İşyeri Mağaza	129018	50725000	20	1890	24.05.2002/2877
15	25	Bodrum	İşyeri Mağaza	141658	50725000	20	1891	24.05.2002/2877
16	27	Zemin + 1. Kat	İşyeri Mağaza	3380930	50725000	20	1893	24.05.2002/2877
17	28	Zemin	İşyeri Mağaza	256902	50725000	20	1894	24.05.2002/2877
18	29	Zemin	İşyeri Mağaza	467556	50725000	20	1895	24.05.2002/2877
19	30	Zemin	İşyeri Mağaza	137973	50725000	20	1896	24.05.2002/2877
20	31	Zemin	İşyeri Mağaza	125268	50725000	20	1897	24.05.2002/2877
21	32	Zemin	İşyeri Mağaza	58880	50725000	20	1898	24.05.2002/2877
22	33	Zemin	İşyeri Mağaza	115258	50725000	20	1899	24.05.2002/2877
23	34	Zemin	İşyeri Mağaza	119925	50725000	20	1900	24.05.2002/2877
24	35	Zemin	İşyeri Mağaza	119925	50725000	20	1901	24.05.2002/2877
25	36	Zemin	İşyeri Mağaza	115258	50725000	20	1902	24.05.2002/2877
26	37	Zemin	İşyeri Mağaza	113816	50725000	20	1903	24.05.2002/2877
27	38	Zemin	İşyeri Mağaza	125019	50725000	20	1904	24.05.2002/2877
28	39	Zemin	İşyeri Mağaza	111744	50725000	20	1905	24.05.2002/2877
29	40	Zemin	İşyeri Mağaza	119786	50725000	20	1906	24.05.2002/2877
30	42	1. Kat	İşyeri Mağaza	98634	50725000	20	1908	24.05.2002/2877
31	43	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1909	24.05.2002/2877
32	44	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1910	24.05.2002/2877
33	45	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1911	24.05.2002/2877
34	46	1. Kat	İşyeri Mağaza	107939	50725000	20	1912	24.05.2002/2877
35	47	1. Kat	İşyeri Mağaza	107939	50725000	20	1913	24.05.2002/2877
36	48	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1914	24.05.2002/2877
37	49	1. Kat	İşyeri Mağaza	408022	50725000	20	1915	24.05.2002/2877
38	50	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1916	24.05.2002/2877
39	51	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1917	24.05.2002/2877
40	52	1. Kat	İşyeri Mağaza	107708	50725000	20	1918	24.05.2002/2877
41	53	1. Kat	İşyeri Mağaza	108169	50725000	20	1919	24.05.2002/2877
42	54	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1920	24.05.2002/2877
43	55	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1921	24.05.2002/2877
44	56	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1922	24.05.2002/2877
45	57	1. Kat	İşyeri Mağaza	109035	50725000	20	1923	24.05.2002/2877
46	58	1. Kat	İşyeri Mağaza	108178	50725000	20	1924	24.05.2002/2877
47	59	1. Kat	İşyeri Mağaza	107708	50725000	20	1925	24.05.2002/2877
48	60	1. Kat	İşyeri Mağaza	218061	50725000	20	1926	24.05.2002/2877
49	63	1. Kat	İşyeri Mağaza	107985	50725000	20	1929	24.05.2002/2877
50	64	1. Kat	İşyeri Mağaza	107985	50725000	20	1930	24.05.2002/2877
51	65	1. Kat	İşyeri Mağaza	109090	50725000	20	1931	24.05.2002/2877
52	66	1. Kat	İşyeri Mağaza	109090	50725000	20	1932	24.05.2002/2877
53	67	1. Kat	İşyeri Mağaza	208055	50725000	20	1933	24.05.2002/2877
54	69	1. Kat	İşyeri Mağaza	201358	50725000	20	1935	24.05.2002/2877
55	70	1. Kat	İşyeri Mağaza	408722	50725000	20	1936	24.05.2002/2877
56	72	1. Kat	İşyeri Mağaza	131892	50725000	20	1938	24.05.2002/2877
57	73	1. Kat	İşyeri Mağaza	98505	50725000	20	1939	24.05.2002/2877
58	75	1. Kat	İşyeri Mağaza	251734	50725000	20	1941	24.05.2002/2877
59	76	1. Kat	İşyeri Mağaza	612153	50725000	20	1942	24.05.2002/2877
60	77	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1943	24.05.2002/2877
61	78	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1944	24.05.2002/2877
62	79	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1945	24.05.2002/2877

63	80	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1946	24.05.2002/2877
64	81	1. Kat	İşyeri Mağaza	149645	50725000	20	1947	24.05.2002/2877
65	82	1. Kat	İşyeri Mağaza	95133	50725000	20	1948	24.05.2002/2877
66	83	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1949	24.05.2002/2877
67	84	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1950	24.05.2002/2877
68	85	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1951	24.05.2002/2877
69	86	1. Kat	İşyeri Mağaza	371880	50725000	20	1952	24.05.2002/2877
70	87	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1953	24.05.2002/2877
71	88	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1954	24.05.2002/2877
72	89	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1955	24.05.2002/2877
73	90	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1956	24.05.2002/2877
74	91	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1957	24.05.2002/2877
75	92	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1958	24.05.2002/2877
76	93	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1959	24.05.2002/2877
77	94	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1960	24.05.2002/2877
78	95	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1961	24.05.2002/2877
79	96	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1962	24.05.2002/2877
80	97	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1963	24.05.2002/2877
81	98	1. Kat	İşyeri Mağaza	251734	50725000	20	1964	24.05.2002/2877
82	99	2+1, 2, 3.AS	Sosyal Tesis - Sinema	5815001	50725000	20	1965	24.05.2002/2877
83	100	2. Kat	İşyeri Mağaza	251393	50725000	20	1966	24.05.2002/2877
84	101	2. Kat	İşyeri Mağaza	56144	50725000	20	1967	24.05.2002/2877
85	102	2. Kat	İşyeri Mağaza	205467	50725000	20	1968	24.05.2002/2877
86	103	2. Kat	İşyeri Mağaza	290428	50725000	20	1969	24.05.2002/2877
87	104	2. Kat	İşyeri Mağaza	251236	50725000	20	1970	24.05.2002/2877
88	105	2. Kat	İşyeri Mağaza	61874	50725000	20	1971	24.05.2002/2877
89	106	2. Kat	İşyeri Mağaza	99168	50725000	20	1972	24.05.2002/2877
90	107	2. Kat	İşyeri Mağaza	124522	50725000	20	1973	24.05.2002/2877
91	108	2. Kat	İşyeri Mağaza	131713	50725000	20	1974	24.05.2002/2877
92	109	2. Kat	İşyeri Mağaza	534446	50725000	20	1975	24.05.2002/2877
93	110	2. Kat	İşyeri Mağaza	790680	50725000	20	1976	24.05.2002/2877
94	111	2. Kat	İşyeri Mağaza	412278	50725000	20	1977	24.05.2002/2877
95	112	2. Kat	İşyeri Mağaza	72091	50725000	20	1978	24.05.2002/2877
96	113	2. Kat	İşyeri Mağaza	72607	50725000	20	1979	24.05.2002/2877
97	114	2. Kat	İşyeri Mağaza	65900	50725000	20	1980	24.05.2002/2877
98	115	2. Kat	İşyeri Mağaza	78476	50725000	20	1981	24.05.2002/2877
99	116	2. Kat	İşyeri Mağaza	123066	50725000	20	1982	24.05.2002/2877
100	117	2. Kat	İşyeri Mağaza	252931	50725000	21	1983	24.05.2002/2877
101	118	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1984	24.05.2002/2877
102	119	2. Kat	İşyeri Mağaza	299669	50725000	21	1985	24.05.2002/2877
103	120	2. Kat	İşyeri Mağaza	219820	50725000	21	1986	24.05.2002/2877
104	121	2. Kat + ASMA	Çok Amaçlı Gösteri Salonu	1228128	50725000	21	1987	24.05.2002/2877
105	122	2. Kat	İşyeri Mağaza	218540	50725000	21	1988	24.05.2002/2877
106	123	2. Kat	İşyeri Mağaza	247966	50725000	21	1989	24.05.2002/2877
107	124	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1990	24.05.2002/2877
108	125	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1991	24.05.2002/2877
109	126	2. Kat	İşyeri Mağaza	454473	50725000	21	1992	24.05.2002/2877
110	127	2. Kat	İşyeri Mağaza	65909	50725000	21	1993	24.05.2002/2877
111	128	2. Kat	İşyeri Mağaza	72635	50725000	21	1994	24.05.2002/2877
112	129	2. Kat	İşyeri Mağaza	72064	50725000	21	1995	24.05.2002/2877
GAYRİMENKULLERİN EDİNME NEDENİ				KAT MÜLKİYETİNİN TESİSİ				

(EK: 2: Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel için Yenimahalle Tapu Müdürlüğünde yapılan incelemelerde, parsel üzerinde konumlu olan yapılar için 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi doğrultusunda kat mülkiyetinin kurulduğu ve 129 bağımsız bölümden oluştuğu tespit edilmiştir. Bu yapılarda yer alan 129 bağımsız bölümün 112 adedi, Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına, 17 adedi ise Migros Türk Ticaret A.Ş. adına kayıtlıdır.

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel üzerinde konumlu olan Ankamall AVM içerisinde yer alan Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. mülkiyetindeki 112 adet bağımsız bölüm için 634 Sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun ilgili maddeleri doğrultusunda "KAT MÜLKİYETİ" tesis edilmiştir. Kat mülkiyeti tesisi, aşağıda tam metni verilen 634 Sayılı Kat Mülkiyeti

Kanunu'nun "Sözleşme ve Tescil" Başlıklı maddesinde ve izleyen hükümlerinde de belirtildiği üzere, gerekli belgelerin düzenlenmesinin ardından "**ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu tapu kütüğü sayfasındaki mülkiyet hanesine "Bu gayrimenkulün mülkiyeti kat mülkiyetine çevrilmiştir." ibaresi yazılarak,**" kat mülkiyeti tesis edilmiş olmaktadır.

634 Sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun ilgili maddeleri aşağıda sunulmuştur.

"KAT MÜLKİYETİNİN KURULMASI:

I - İSTEM VE BELGELER:

Madde 12 - (Değişik madde: 13/04/1983 - 2814/4 md.;Değişik madde: 14/11/2007-5711 S.K./5.mad.)

Kat mülkiyetinin kurulması için, ana gayrimenkulün kat mülkiyetine çevrilmesi hususunda o gayrimenkulün maliki veya bütün paydaşlarının aşağıda yazılı belgeler ile birlikte tapu idaresinde istemde bulunması gerekir:

a) (Değişik bent: 23/06/2009 - 5912 S.K./2.mad) Ana gayrimenkulde, yapı veya yapıların dış cepheler ve iç taksimatı bağımsız bölüm, eklenti, ortak yerlerinin ölçüleri ve bağımsız bölümlerin konum ve büyüklüklerine göre hesaplanan değerleriyle oranlı arsa payları, kat, daire, iş bürosu gibi nevi ile bunların birden başlayıp sırayla giden numarası ve bağımsız bölümlerin yapı inşaat alanı da açıkça gösterilmek suretiyle, proje müellifi mimar tarafından yapılan ve ana gayrimenkulün maliki veya bütün paydaşları tarafından imzalanan, yetkili kamu kurum ve kuruluşlarınca onaylanan mimarî proje ile yapı kullanma izin belgesi.

b) Bağımsız bölümlerin kullanılış tarzına, birden çok yapının varlığı halinde bu yapıların özelliğine göre 28 inci maddedeki esaslar çerçevesinde hazırlanmış, kat mülkiyetini kuran malik veya malikler tarafından imzalanmış bir yönetim plânı.

II - SÖZLEŞME VE TESCİL:

Madde 13 - (Değişik fıkra: 13.04.1983 - 2814/5 md.) Tapu memuru kendisine verilen belgelerin tamam ve usulüne uygun ve dilekçeyi verenlerin veya istemde bulunanların yetkili olduklarına kanaat getirdikten sonra, kat mülkiyeti veya kat irtifakı kurulmasına dair resmi sözleşmeyi düzenler. Bu sözleşme aynı zamanda tescil istemi sayılır.

*(Değişik fıkra: 14.11.2007-5711 S.K./6.mad.) Sözleşme düzenlenince kat irtifakının kat mülkiyetine çevrilmesinde kat irtifakının kayıtlı olduğu kat mülkiyeti kütüğü sayfasındaki, **doğrudan doğruya kat mülkiyetinin kurulması halinde ise ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu tapu kütüğü sayfasındaki mülkiyet hanesine "Bu gayrimenkulün mülkiyeti kat mülkiyetine çevrilmiştir." ibaresi yazılarak, sayfa ana gayrimenkulün leh ve aleyhine tesis edilecek irtifak hakları dışındaki işlemlere kapatılır ve kat mülkiyetine konu olan her bağımsız bölüm, kat mülkiyeti kütüğünün ayrı bir sayfasına o bölüme bağlı arsa payı ve ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu genel kütükteki pafta, ada, parsel, defter ve sayfa numaraları gösterilmek suretiyle tescil edilir; ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu genel kütük sayfasına da, bağımsız bölümlerin kat mülkiyeti kütüğündeki defter ve sayfa numaraları işlenmek suretiyle, kütükler arasında bağlantı sağlanır."***

Yenimahalle Belediyesi'nde yapılan incelemelerde 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 129 olan bağımsız bölüm sayısının 51'e düşürüldüğü, Ek Bina olarak ilave edilen B Bloktaki 8 adet bağımsız bölümle birlikte A ve B Bloklarda toplamda 59 adet bağımsız bölüm bulunduğu görülmektedir.

Sonrasında, 05.08.2013 tasdik tarihli tadilat mimari projesi ve 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatı ile A Blok'ta 51 olan toplam bağımsız bölüm sayısı, 41 olarak değiştirilmiştir. Tadilat Mimari Proje ve Tadilat Yapı Ruhsatı incelendiğinde bağımsız bölüm sayısı azalırken kapalı alanın arttığı tespit edilmiştir. 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatı'na göre A Blok kapalı alanı 129.168,-m² olmuştur.

Ancak bu durumun henüz tapu kütüğüne işlenmemiş olması nedeni ile değerlendirme tarihi itibarıyla tapu kayıtlarında gayrimenkul 129 adet bağımsız bölümlü olarak görülmektedir. Mevcut Tapu kayıtları dikkate alınarak takyidat incelemeleri 129 bağımsız bölüm için gerçekleştirilmiştir.

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

03.12.2013 tarihi itibari ile Yenimahalle Tapu Müdürlüğü ve 04.12.2013 tarihi itibari ile Yenimahalle Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu **43344 ada, 2 parsel ve üzerinde konumlu olan yapı** 16.01.2006 tarih ve 279 yevmiye numarası ile Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.⁴ adına "İmar" işleminden tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde herhangi bir alım satım işlemine konu olmamıştır.

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel üzerinde konumlu olan Ankamall AVM içerisinde yer alan 112 adet bağımsız bölüm 24.05.2002 tarih ve 2877 yevmiye numarası ile Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. adına "**Kat Mülkiyetinin Tesisi**" işleminden tescil edilmiş olup, son üç yıl içerisinde herhangi bir alım satım işlemine konu olmamıştır.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

Değerleme konusu **43344 ada, 2 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İrtifak Bölümü:

- ✓ Bu parsel aleyhine 7783 ada, 1 nolu parsel lehine 18,-m²'lik kumda (A) pis su kanalı geçirme hakkı vardır. (01.02.1983 tarih, 193 Yev.)
- ✓ 2 metre genişliğinde 10 metre uzunluğunda 13 parsel lehine geçme hakkı vardır. (04.02.1961 tarih, 1044 Yev.)
- ✓ Geçit hakkı vardır. (Özel Koşullar: a) A – B harfi gösterilen 181,92m²'lik alanda 43344 ada, 2 parsel lehine 43345 ada, 1 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı. b) A Harfi ile gösterilen 1.707,13m²'lik alanda 43345 ada 1 parsel lehine 43344 ada, 2 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı.) (Başlama Tarihi: 18.05.2006, Bitiş Tarihi: 18.05.2006, Süre:) (22.05.2006 tarih, 7084 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- ✓ TEDAŞ Genel Müdürlüğü lehine yıllığı 12,-YTL'den 99 yıl müddetle trafo yeri için kira şerhi vardır. (Başlama Tarihi: 03.03.2006, Süre: 99 Yıl) (03.03.2006 tarih, 2843 Yev.)

Değerleme konusu **43345 ada, 1 numaralı parselde** konumlu bütün bağımsız bölümler üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İrtifak Bölümü:

- ✓ Bu parsel aleyhine 7783 ada, 1 nolu parsel lehine 18,-m²'lik kumda (A) pis su kanalı geçirme hakkı vardır. (01.02.1983 tarih, 193 Yev.)
- ✓ 2 metre genişliğinde 10 metre uzunluğunda 13 parsel lehine geçme hakkı vardır. (04.02.1961 tarih, 1044 Yev.)
- ✓ Geçit hakkı vardır. (Özel Koşullar: a) A – B harfi gösterilen 181,92m²'lik alanda 43344 ada, 2 parsel lehine 43345 ada, 1 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı. b) A Harfi ile gösterilen 1.707,13m²'lik alanda 43345 ada 1 parsel lehine 43344 ada, 2 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı.) (Başlama Tarihi: 18.05.2006, Süre:) (22.05.2006 tarih, 7084 Yev.)

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 23.05.2002

Değerleme konusu **43345 ada, 1 numaralı parselde konumlu, 76 numaralı** bağımsız bölüm için yukarıdaki takyidatlara ek olarak;

Şerhler Hanesi: Kamu Haczi: Yenimahalle Belediyesi Mali Hizmetler Müdürlüğü'nün 17.06.2008 tarih 4407 sayılı Haciz Yazısı sayılı yazıları ile. 24.06.2008 tarih/12115 yevmiye.

(EK: 3: Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

⁴ Şirket GYO statüsü kazanmış ve Ticaret Unvanı, Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

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

Değerleme konusu gayrimenkuller, 1/1000 ölçekli, Kentsel Servis Alanı Revizyon Uygulama İmar Planı'na göre, "**Kentsel Servis Alanı**"nda kalmakta olup, yapılaşma koşulları aşağıdaki gibidir.

43344 ada, 2 no'lu parsel;

- **Emsal (E) : 2.00**
- Bina yüksekliği (h_{max}) : Serbest

43345 ada, 1 no'lu parsel;

- **Emsal (E) : 1.50**
- Bina yüksekliği (h_{max}) : Serbest

Genel Plan Notları;

- Kitleler şematiktir.
- Bir parselde birden fazla yapı yapılabilir.
- Kentsel servis alanında min. Parsel büyüklüğü 10.000,-m² dir. Toplam inşaat alanı aşılmamak kaydıyla inşaat alanı parseller arasında imar planı değişikliği yapılmak suretiyle aktarılabilir.
- Yeşil alanlar ve park alanları üzerinde hiçbir şekilde ticari kullanım büfe, gazete bayı, vs. yapılamaz.
- Kentsel servis alanlarında, kamu kuruluşları, ticari büro servisleri, otel, motel, turizm tesisleri, ticaret merkezleri, sergi satış tesisleri, kültür eğlence tesisleri birlikte veya ayrı ayrı yer alabilir.

Yenimahalle Belediyesi İmar Müdürlüğü'nde rapora konu gayrimenkullere ait arşiv dosyası üzerinde yapılan incelemelerde aşağıdaki tespitlerde bulunulmuştur.

- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu yapı için 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 126.610,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **A Blok'a** ait 26.09.2007 tarih ve 741/A no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 127.973,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **A Blok'a** ait 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu **yenileme Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 127.973,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **A Blok'a** ait 05.09.2013 tarih ve 696 no'lu **Tadilat Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 129.168,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **B Blok'a** ait 26.09.2007 tarih ve 741/B no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 703,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **B Blok'a** ait 12.11.2008 tarih ve 547 belge numaralı **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 703,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **D Blok'a** ait 07.09.2007 tarih ve 674/D no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 81.228,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **D Blok'a** ait 01.05.2008 tarih ve 249-1 no'lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 81.228,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **E Blok'a** ait 07.09.2007 tarih ve 674/E no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 60.628,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **E Blok'a** ait 01.05.2008 tarih ve 249-2 no.lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 60.628,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **F Blok'a** (Crowne Plaza Otel) ait 07.09.2007 tarih ve 674-F no'lu **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 27.650,-m² olduğu görülmüştür.

- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **F Blok'a** (Crowne Plaza Otel) ait 01.05.2008 tarih ve 249-3 no'lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 27.650,-m² olduğu görülmüştür.

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel için Yenimahalle Tapu Müdürlüğünde yapılan incelemelerde, parsel üzerinde konumlu olan ve mevcut durumda A ve B Blok olarak tanımlanan yapının 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi doğrultusunda kat mülkiyetinin kurulduğu ve 129 bağımsız bölümden oluştuğu tespit edilmiştir. Bu yapıda yer alan 129 bağımsız bölümün 112 adedi Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına kayıtlı olup, hissesi 35375615/50725000, 17 adedi ise Migros Türk Ticaret A.Ş. adına kayıtlı olup, hissesi 15349385/50725000'dir.

Yenimahalle Belediyesinde yapılan incelemelerde 05.06.2007 tasdik tarihli Tadilat Mimari Projesi ile 1 parsel üzerindeki yapının toplam da 129 olan bağımsız bölüm sayısının toplamda 59 adede düşürüldüğü, yapının A ve B blok olarak iki ayrı blok olarak tanımlandığı, A Bloкта 51 adet ve B Bloкта 8 adet bağımsız bölüm bulunduğu tespit edilmiştir. Sonrasında 05.08.2013 tasdik tarihli tadilat mimari projesi ve 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatı ile A Blok'ta 51 olan toplam bağımsız bölüm sayısı, 41 olarak değiştirilmiştir. Bağımsız bölüm sayısının tadilat projesi ile değiştirilmesine karşın maliklerin hisse oranlarının değişmediği yani, Migros Türk Ticaret A.Ş. hissesinin 15349385/50725000 (%30,26), Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. hissesinin ise 35375615/50725000 (%69,74) olarak kaldığı tespit edilmiştir.

Hisseli durumda olan 43345 ada 1 parselde, 05.08.2013 tasdik tarihli tadilat mimari projesi ve 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatına göre kurulan 49 adet bağımsız bölüm (41 adet A bloкта ve 8 adet B bloкта) için Migros Türk A.Ş. ve Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. arasında T.C. Ankara 51. Noterliği'nde 02.08.2013 tarih ve 44694 no.lu "Ankara İmarlı 43345 Ada 1 Parsele Ait Paylaşım Cetveli"nde mutabık kalınarak imzalanmış olmasına rağmen tapu kütüğüne henüz tescil ettirilmediği görülmüştür.

Sonuç olarak,

- **43345 ada, 1 parsel numaralı parsel üzerinde yer alan mevcuttaki A ve B blok olarak tanımlanan 129 adet bağımsız bölüm bulunan yapı için 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi ile kurulan kat mülkiyetinin iptal edilerek,**
- **Yeni hazırlanan tadilat mimari projesi ve tadilat yapı ruhsatı doğrultusunda, binada yapılmakta olan tadilat işlerinin tamamlanmasının ardından Yeni Yapı Kullanma İzin Belgesinin alınarak A Bloктаki 41 adet ve ve B Blok'ta 8 adet olmak üzere toplam 49 adet bağımsız bölüm için Kat mülkiyetinin kurulması gerekmektedir.**

Yerinde yapılan incelemelerde, inşai faaliyetlerin devam ettiği ve 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatının geçerliliğini koruduğu görülmüş olup, gayrimenkulün bu işlemlerin ardından Yapı Kullanma İzin Belgesini alınması ile ilgili herhangi bir sorun olmadığı tespit edilmiştir.

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

(EK: 5: Gayrimenkullere Ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(EK: 6: Gayrimenkullere Ait Tadilat Projesi Ve Bağımsız Bölüm Listesi)

(EK: 7: 43345 Ada, 1 Parsel İçin Tadilat Projesine Göre Hazırlanmış Noter Onaylı Paylaşım Cetveli)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu parseller üzerinde yer alan binaların yapı denetimi **Beton Yapı Denetim A.Ş.** tarafından yapılmıştır.

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

5.3.1. Crowne Plaza Otel 07.05.2009 tarihli Kira Tadil Sözleşmesi

Taraflar: Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. (Kiralayan) ile Laledan Turizm ve Ticaret A.Ş. (Kıracı)

Sözleşmenin Konusu: Otel'in sözleşme süresi müddetince "Kiraya verenin onayı ile akdedilen lisans sözleşmesi veya Kiraya verenin onayı ile akdedilecek olan lisans sözleşmesi standartlarına uygun" olarak kullanılması/işletilmesi karşılığında ödeyeceği kira bedeline ilişkin esas ve usullerle, Tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesine yönelik kuralların tayin ve tespitinden ibarettir.

Sözleşmenin Süresi: İş bu sözleşme, 31 Mart 2036 tarihinde sona erecektir.

Otel'in Teslimi: Otel'in teslim tarihi 07.09.2008 tarihidir. Otelin teslim tarihi aynı zamanda işletme ve kira döneminin başlangıç tarihidir.

Kiraya Veren'in hak ve Yükümlülükleri: Kiraya veren, Otel'i, iş bu sözleşme hükümleri çerçevesinde 5 yıldızlı otel ve turizm tesisi standartlarında inşa ve tefriş ederek, "Yapı Kullanım İzin Belgesi"ni almış ve kiracı tarafından alınması gereken "5 Yıldızlı Otel Turizm İşletme Belgesi" almaya engel teşkil etmeyecek şekilde, projesine uygun şekilde demirbaş listesi ile sınırlı olarak işletmeye hazır olarak, Sözleşme ve lisans Sözleşmesi hükümleri uyarınca işletilmesi maksadıyla Kiracıya Teslim etmiştir.

Kiraya Veren, iş bu Sözleşme'nin uygulanışı ile ilgili olarak Otel nezdinde denetleme hakkına haizdir.

Kiraya veren, Kiracının her türlü masraf ve ödemeleri Kiracıya ait olmak kaydı ile iş bu sözleşmeyi tek taraflı olarak ilgili Tapu Sicil Müdürlüğü'ne şerh ettirebileceğini kabul ve buna muvafakat etmiştir.

Kiraya Veren, Otel ile ilgili emlak vergisi ve mer'î mevzuat çerçevesinde gayrimenkul maliki tarafından ödenmesi öngörülen sair her türlü resmi vergi, harç, resimler ve benzeri ödemelerden sorumludur.

Kiracı'nın Hak ve Yükümlülükleri: Kiracı, Lisans Sözleşmesini 30 Eylül 2006 tarihinde akdetmiş ve bir örneğini kiraya verene takdim etmiştir. Kiraya Veren'in lisans sözleşmesi ile ilgili herhangi bir bedel ödeme yükümlülüğü yoktur.

Kiracı, Otelin işletilmesine ilişkin, "Turizm İşletme Belgesi" ve mevzuat gereğince istihsalı gereken diğer her türlü izin ve ruhsatı ilgili mercilerden alacağını kabul ve taahhüt eder.

Kiracı, her biri için önce Kiraya Verene bilgi vermek ve Kiraya Veren'in yazılı onayını almış olmak koşuluyla, Otele ait sağlık kulübü, market, kuaför, gece kulübü, business center ve otopark gibi bölümleri konularında profesyonel firmalara alt kiraya verebilir.

Kiracı, Otele ilişkin her türlü işletme ve kullanma giderlerinden ve çevre temizlik vergisi dahil olmak üzere Otelin kullanım ve işletilmesine ilişkin olarak mer'î mevzuat hükümleri çerçevesinde tahakkuk edecek her türlü vergi ve sair ödemelerden sorumludur.

Kiracı, sadece Kiraya Veren'in yazılı onayını almak koşuluyla ve bu sözleşme hükümlerine uygun olarak, oteli başka kişi ve kurumlara devredebilir, işlettirebilir, ortak alabilir, başka kişi ve kurumların istifadesine sunabilir.

Lisans Sözleşmesinin, sözleşme süresi boyunca devamlılığının sağlanması Kiracının sorumluluğundadır.

Kira Bedeli ve Ödemeler: 01.04.2009 tarihinden itibaren Yıllık Kira Bedeli 2.000.000,- USD+KDV'dir.

Kira dönemi 01.04.2009 tarihinde başlar ve 31.03.2036 tarihinde biter.

Sözleşme Süresince ödenecek yıllık kira bedeli şöyledir:

01.04.2010 – 31.03.2011 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.000.000,-USD + KDV

01.04.2011 – 31.03.2012 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.000.000,-USD + KDV

01.04.2012 – 31.03.2013 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.060.000,-USD + KDV

01.04.2013 – 31.03.2014 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.121.800,-USD + KDV

01.04.2014 – 31.03.2015 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.185.454,-USD + KDV

.....

01.04.2035 – 31.03.2036 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 4.065.588,-USD + KDV

Olarak ödenecektir.

Kiracı tarafından Kiraya verenin hesabına 04-5.04.2006 tarihinde 1.000.000,-USD avans, 1.000.000,-USD teminat olmak üzere toplam 2.000.000,-USD ödenmiştir.⁵

Ayrıca, Türkiye Vakıflar Bankası Yenimahalle Şubesi tarafından verilen F serisine ait, 26.10.2007 tarih ve 1992 nolu 2.000.000,-USD tutarlı teminat mektubu olmak üzere Kiraya Verene tevdi ve teslim edilmiştir.

Yıllık Kira Bedelinin 1/12'si her ayın 1. Günü TCMB tarafından saat 15.00'den sonra ilan edilen döviz satış kuru üzerinden Türk Lirasına çevrilerek düzenlenecek fatura mukabilinde ayın ilk beş günü içerisinde Kiraya Veren'in bildireceği banka hesabına nakden yatırılacaktır.

Tamirat, Bakım ve Onarımlara ilişkin Hükümler:

Ana taşınmazın ana taşıyıcı sistemleri, dış cephe ve çatısının bakım, onarım ve yenileme ücretleri Kiraya Verene aittir. Bunların dışında kalan kısımların tamir, bakım ve yenilemeleri Kiracının sorumluluğundadır.

Sözleşmenin Sona Ermesi: *Taraflardan herhangi biri, Sözleşme süresinin sona ermesinden 6 ay önce iş bu Sözleşmeyi sona erdirmek istediğini diğer tarafa yazılı olarak bildirmediği, Sözleşme 1 (Bir) yıllık yeni bir dönem için aynı şartlar çerçevesinde yenilenecektir.*

Kiracı, 12 ay önceden Kiraya Veren'e yazılı bildirimde bulunmak sureti ile sözleşmeyi süresinden önce tazminatsız ve bedelsiz olarak sona erdirebilir. Bu hak iş bu Sözleşmenin yürürlük tarihinden itibaren en erken 3 yıldan sonraki dönemler için kullanılabilir.

Sözleşmenin sona ermesi veya herhangi bir nedenden dolayı feshedilmesi halinde, Kiracı, Otel'i, Otel bünyesindeki tesislere herhangi bir zarar vermeksizin tahliye etmek ve Otel'i mutad yıpranma ve aşınma haricinde teslim aldığı şekilde ve teslim aldığı tüm malzeme ve ekipmanı sayarak eksiksiz ve tam olarak Kiraya Veren'e teslim etmekle yükümlüdür.

⁵ 2006 tarihli ilk kira sözleşmesine dayalı olarak alınan 2.000.000,-USD teminat iade edilmiştir.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS: 16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme 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**" yanında **Crowne Plaza Otel** için UDES 2 Pazar Değeri Dışı Esaslı Değerleme ilkelerine uygun şekilde

"kullanım değeri" olarak tanımlanan "Pazar değeri dışı değer" de belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır.**

- Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar yanında Pazar değeri dışı esaslı yaklaşımlar da** dikkate alınmış olup, "gerçeğe uygun piyasa değeri" olarak herhangi bir değer atfedilmemiştir.
- 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).
- Bu Raporu konu gayrimenkullere ilişkin olarak gerçekleştirilen değerlendirme çalışmalarında **varlıkların 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.

Değerleme konusu mülklerden Crowne Plaza Otel'in değerlemesine ilişkin olarak, UDES 1 Pazar Değeri Esaslı Standartlara uygun olarak "Pazar Değeri", UDES 2 Pazar Değeri Dışı Esaslı verilerinden (Şirket'in piyasa verilerinden farklılaşmış olduğu anlaşılan mevcut kira gelirlerinden) faydalanılmak suretiyle de "Kullanım Değeri"ne ulaşılmış olup, değerlerin kullanıcının amacına uygun olarak dikkate alınması gerekmektedir.

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.

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı'na gayrimenkullerin arsa değerinin tespiti amacıyla yer verilmiş olup, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak, piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarından yola çıkılarak **arsa değeri** belirlenmiştir.

Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel (arsa) değerine, değerlendirme konusu parseller üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak Maliyet Yaklaşımı esaslarına uygun olarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek ve yapı yıpranma tutarları düşülmek suretiyle, **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmıştır.

Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi (Parsel değeri için emsal yaklaşımı, yapı değerleri için ise maliyet yaklaşımı) kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacına yönelik olarak

Müşteri'den temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Gayrimenkuller için, Müşteri'den temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi doğrultusunda, Rapor'un "Değerleme Kılavuz Notu, No.9, Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi"** ne ilişkin düzenlemelere yer verilen 3.5.4 bölümündeki ilkeler ve Rapor'un analiz sonuçlarının değerlendirildiği 7'nci bölümünde de gerekçeleri verildiği üzere, Gayrimenkulün Pazar değeri dışındaki değerini temsil eden, "**Kullanım değeri**" tespit edilmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkullerin adil (rayiç) kira bedellerinin belirlenmesine yönelik çalışmalarda, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/Kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiş, bulunan bu bedel gayrimenkullerin mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır.

6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)

Ayırıştırma Yöntemi doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin **Arsa Değeri** ve **Yapı Değeri** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkullerin toplam değeri tespit edilmiştir. Bu yöntemde;

- **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu parsellerin özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satıma konu olmuş arsa emsal araştırmaları doğrultusunda parsel değeri belirlenmektedir.
- **Maliyet Yaklaşımı** ile yapının özellikleri ve yıpranma payı dikkate alınarak ile **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi yapılan **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.5.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Tespiti

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile değerlendirme konusu "**Ankamall AVM**" ve "**Crowne Plaza Otel**"in konumlandırıldığı parsellerin değerinin tespiti amacıyla bölgede yapılan araştırma sonuçlarına yer verilmiştir.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Arsa Yüzölçümü, m ²	EMSAL BEDELİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal 1	Eskişehir Yolu'na cepheli, Eczacıbaşı deposu bitişiği, 10.660,-m ² yüzölçümlü, E:1,50 olan ticari imarlı arsa satılıktır.	10.660	22.000.000	2.064	10.811.342	1.014
Emsal 2	Eskişehir Yoluna cepheli, Başkent üniversitesi karşısı, ticari imarlı, E:1,50, 28.000,-m ² arsa satılıktır.	28.000	85.465.800	3.052	42.000.000	1.500
Emsal 3	Eskişehir Yoluna cepheli, Konutkent 2 girişinde, ticari imarlı, E:1,00, 5.000,-m ² arsa satılıktır.	5.000	12.209.400	2.442	6.000.000	1.200
Emsal 4	Eskişehir Yoluna yakın, CEPA AVM yakını, ticari imarlı, E:1,50, 2.800,-m ² arsa satılıktır.	2.800	10.000.000	3.571	4.914.246	1.755
Emsal 5	Çetin Emeç Bulvarı'nda, ticari imarlı, E:1,50, 4.150,-m ² arsa satılıktır.	4.150	13.000.000	3.133	6.388.520	1.539

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- Eskişehir Yoluna cepheli ticari imarlı arsaların m² emsal bedellerinin **2.064,-TL ile 3.571,-TL** aralığında olduğu,
- Değerleme konusu gayrimenkuller gibi AVM ve 5 Yıldızlı otel projelerinin Eskişehir Yolu üzerinde yoğunlaştığı,
- Ankara şehir merkezine yaklaştıkça arsa m² emsal bedellerinin yükseldiği,
- Emsal 1, 2 ve 3'de yer alan gayrimenkullerin 1 yıldan uzun süredir satışta oldukları,

- Emsal 3, 4 ve 5'de yer alan arsaların değerlendirme konusu parsellere göre daha küçük yüzölçümüne sahip oldukları,
- Konu parsellerin özelliklerine sahip, o konumda yer alan arsa arzının kısıtlı olduğu, tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin

- Köşe konumu,
- Ana arterlere yakınlığı,
- Büyük yüzölçümü ve
- Yapılaşma haklarının yüksek olması,

göz önünde bulundurulurak

- **43345 ada, 1 numaralı parselin** yapılaşma hakkının **E:1,50** m² emsal değeri **4.500,-TL** olarak belirlenmiştir.
- **43344 ada, 2 numaralı parselin** ise yapılaşma hakkının **E:2,00** olması nedeni ile m² emsal değeri aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi düzeltilerek **6.000,-TL** olarak tespit edilmiştir.

Emsal Değer, ABD \$/m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		2,0 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
4.500	2.211,41	1,5	3.000	1.474	6.000	2.949
Düzeltilmiş Parsel Değeri, TL					6.000	2.949

Crowne Plaza Otel, 43344 ada, 2 numaralı parselin bir kısmı üzerinde, **Ankamall AVM** ise 43344 ada, 2 parselin bir kısmı ve 43345 ada, 1 numaralı parsel üzerinde konumlanmıştır. Parseller üzerinde konumlu yapıların kullandıkları arsa yüzölçümleri ve arsa değerleri aşağıdaki tabloda ayrıştılarak verilmiştir.

EMSALE KARŞILAŞTIRMA (PİYASA) YAKLAŞIMI (Arsa Değeri)					
Ada No. / Parsel No.	43344 / 2	43345 / 1	Crowne Plaza	Ankamall AVM	Migros
Yüzölçümü, m ²	50.000	50.725(*)	8.156(**)	77.220	15.349
m ² Satış Bedeli, TL	6.000	4.500	6.000	-	4.500
Parsel Değeri, TL	300.000.000	228.262.500	48.936.321	410.253.947	69.072.233
Toplam Değer, TL	528.262.500		528.262.500		

(*) 43345 ada, 1 numaralı parsel üzerinde konumlu 129 bağımsız bölümlü yapının, 17 adet bağımsız bölümü (15349385/50725000 arsa paylı) Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye aittir. Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye ait bağımsız bölümlerin arsa paylarından yola çıkarak sahip olduğu arsa payı yüzölçümü 15.349,-m² olarak hesaplanmıştır. **05.08.2013 tasdik tarihli Tadilat Mimari Projesi'ne göre bağımsız bölüm sayısı değişmiş olmasına karşın Maliklerin Hisse oranları (Arsa Payları) değişmemiştir.**

(**) Crowne Plaza Otel ve kısmen Ankamall AVM'nin konumlandığı 43344 ada, 2 numaralı parsel üzerinde toplam 169.605,-m² kapalı alanlı yapı yer almaktadır. Bu yapıların 27.650,-m²'lik bölümü Crowne Plaza Otel, 141.856,-m²'lik kısmı ise Ankamall AVM tarafından kullanılmaktadır. Yapıların kapalı alanları, toplam kapalı alana orantılanarak, toplam alan içerisindeki oranları bulunmuş olup, bulunan bu oran arsa alanı ile çarpılarak her bir yapının kullandığı arsa alanı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak piyasa yaklaşımı esaslarıyla gerçekleştirilen analizler sonucunda;

- **Ankamall AVM**'nin üzerinde konumlandırıldığı 43345 ada, 1 numaralı parsel ve 43344 ada, 2 parseldeki toplam 77.220,-m² yüzölçümlü arsa değerinin **410.253.947,-TL**
- **Crowne Plaza Otel**'in üzerinde konumlandırıldığı 43344 ada, 2 numaralı parseldeki toplam 8.156,-m² yüzölçümlü arsa değerinin **48.936.321,-TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Tespiti

Çalışmanın bu bölümünde, Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu parseller üzerinde konumlandırılan, **299.377,-m²** kapalı alanlı ve hali hazırda alış-veriş merkezi ve otel kullanım fonksiyonlu olarak kullanılan betonarme karkas ve betonarme karkas – çelik konstrüksiyon sistemde inşa edilmiş yapıların yapım maliyeti hesaplanmıştır.

- **AVM + Otel Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina, Diğer Ticarethane ve İşyerleri için Lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** esas alınarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.

- **Çevre Düzeni + Peyzaj Maliyeti**, toplam yapı değerinin %2'si olarak varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Gayrimenkulün bugünkü değerine ulaşılırken, yapının yapım yılı ve fiziksel/ fonksiyonel yıpranmaya tabi oldukları dikkate alınmış ve fiili değerlendirme tarihi itibari ile 02.12.1982 tarih ve 17886 sayılı Resmi Gazete yayımlanan "Aşınma Paylarına İlişkin Oranları Gösteren Cetvel"e göre, belirlenen yıpranma bedelleri düşülerek gayrimenkullerin bugünkü bedeli hesaplanmıştır.

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 verilen varsayımlar sonucu konu gayrimenkulün bugünkü yapı değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Ankamall AVM Yapı Değeri (*)	
Σ Kapalı Alanı, m²	232.428,04
Birim Maliyet, TL	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049,25
Ankamall AVM Yeniden Yapım Maliyeti, TL	476.302.124
Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti, TL	9.526.042
Yıpranma Oranı	0,06
Yıpranma Bedeli, TL	29.149.690
Ankamall Bugünkü Yapı Değeri, TL	456.678.477

(*) Ankamall AVM toplam 271.727,-m² kapalı alanıdır. Bu alanın 232.428,04m²'lik kısmı Yeni Gimat'a, 39.299,-m²'lik kısmı ise Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye aittir. Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye ait olan alan değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Crowne Plaza Otel Yapı Değeri	
Σ Kapalı Alanı, m²	27.650,00
Birim Maliyet, TL	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049,25
Crowne Plaza Yeniden Yapım Maliyeti, TL	56.661.640
Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti, TL	1.133.233
Yıpranma Oranı	0,06
Yıpranma Bedeli, TL	3.467.692
Crowne Plaza Otel Bugünkü Yapı Değeri, TL	54.327.181

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı esaslarıyla gerçekleştirilen analizler sonucunda;

- Ankamall AVM'nin bugünkü yapı adil piyasa değerinin **456.678.477,-TL**
- Crowne Plaza Otel'in bugünkü yapı adil piyasa değerinin **54.327.181,-TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerinin Tespiti

Değerleme konusu gayrimenkullerin, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile hesaplanan arsa değerine, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan yapı değerinin ilave edilmesi suretiyle hesaplanan toplam rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	Ankamall AVM	Crowne Plaza
Arsa Yüzölçümü, m²	77.220	8.156
Σ Arsa Değeri, TL	410.253.947	48.936.321
Σ Yapı Değeri, TL	456.678.477	54.327.181

Σ Gayrimenkul Değeri, TL	866.932.423	103.263.502
---------------------------------	--------------------	--------------------

Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi esasları çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımıyla hesaplanan parsel değerine, Maliyet Yaklaşımıyla hesaplanan yapı değerleri eklenmek suretiyle;

- ✓ **Ankamall AVM**'nin toplam adil piyasa değeri **866.932.423,-TL** ve
- ✓ **Crowne Plaza Otel**'in toplam adil piyasa değeri **103.263.502,-TL**

olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle Gayrimenkullerin Değerinin Tespiti

Uluslararası Değerleme Kılavuz Notu, No.9'da detaylı olarak yer verildiği üzere;

1.1 İndirgenmiş nakit akışı (İNA) analizi, bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Bu tür varsayımlar, bugünkü değere indirgenmiş olan para girişi ve çıkışının tutarı, özelliği, değişkenliği, zamanlaması ve süresi ile ilgilidir. İNA analizi, **uygun ve desteklenebilir veri** ve iskonto oranlarıyla birlikte değerlemede kullanılan *gelir indirgeme yaklaşımının* sıkça başvurulan metodolojilerinden biridir.

2.1 Bu Kılavuz Notu, İNA Analizi yoluyla geliştirilen pazar ve pazar değeri dışı esaslı değerlemelerde uygulanır.

Rapor'un bu bölümünde, gayrimenkullerin değerinin mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı net nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup, bu bağlamda, değerlendirme konusu;

- **Ankamall AVM** (Malik Şirkete ait olan kısım dikkate alınmıştır) ve
- **Crowne Plaza Otel**

kullanım fonksiyonlarına göre yaratacağı net nakit akımları öngörölmüş ve yapılan tespitler esas alınarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analiz gerçekleştirilmiştir.

i. Ankamall AVM için Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'na göre bir değerlemenin temelini oluşturan tüm varsayımların olası, makul ve desteklenebilir nitelikte olması gerekir.

Yapılan analizlerde değerlendirme konusu gayrimenkulün yarattığı kira gelirleri tespit edilmiş ve 2013 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler bazında gerçekleşen gelirler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

1'inci Etap	Kiralabilir Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, ABD\$	Aylık Kira Getirisi, ABD\$
Dükkan	29.428,59	47,42	1.395.456,61
Depo	882,61	19,38	17.101,95
Stand / Kiosk	414,00	75,33	31.185,17
Anten			2.148,34
Reklam / Pano			9.288,54
ATM			4.072,24
Toplam	30.725,20	47,49	1.459.253
2'nci Etap	Kiralabilir Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, ABD\$	Aylık Kira Getirisi, ABD\$
Dükkan	51.169,95	40,09	2.051.169
Depo	3.146,62	11,96	37.648
Stand / Kiosk	325,94	160,65	52.360,67
Taksi			6.134,80
Anten			237,10
Reklam / Pano			12.213,71
ATM			1.925,53
Toplam	54.642,51	39,56	2.161.689
GENEL TOPLAM	85.367,71		3.620.942

Yapılan İncelemeler sonucunda;

- Kiraya konu alanların **85.367,71m²** olduğu,
- 2013 yılı itibariyle **aylık kira** gelirinin **~3.620.942,-ABD\$, yıllık kira** gelirinin **~43.451.301,-ABD\$** (Değerleme tarihi itibari ile **88.419.052,-TL**) civarında gerçekleşeceği,
- Mevcut kira kontratlarında çoğunlukla ABD \$ bazlı yapılan kiralamalarda yıllık kira artış oranının yaklaşık %3 olarak belirlenmiş olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca, tarafımıza sunulan tip **Kira Sözleşmelerinde belirtildiği üzere;**

- "Yasal olarak kullanıcı tarafından ödenmesi gereken su, elektrik, kalorifer, yakıt, vs gibi bu kiralanan yerin faaliyeti ile ilgili vergi ve harçlar, özellikle çevre vergisi, **Kiracı tarafından ödenecektir.**"
- "Ortak alan giderleri, örneğin alışveriş merkezinin genel temizliği, güvenliği, güzelleştirilmesi ve yönetimi ile ilgili giderler ve her türlü enerji, yakıt, elektrik, su giderleri, ortak tesislerin ve park yerlerinin bakım ve onarım giderleri Kiralanan Yer'in alanının Alışveriş Merkezinin toplam kiralanan alanına oranı çerçevesinde tüm **kiraçılar tarafından ödenir.**"
- "Ortak alan giderleri, aynı zamanda aşağıdaki giderleri de kapsamaktadır:
 - o Girişler, cam çatılar, dış cephelerdeki metal/cam unsurlar, çarşı koridoru, Kiralanan yer içerisinde yer almayan tüm tuvalet ve sıhhi tesisatlar, yürüyen merdivenler, asansörler, fiske gibi yapısal ve teknik diğer ortak tesis ve tertibatların işletim, temizlik, muhafaza, bakım ve onarımı ile,
 - o Ortak tesis ve tertibatların elektrik beslemesi, çöp imhası, su ve atık su uzaklaştırma giderleri,

kiraçılar tarafından ödenir." hükümleri gereği **İNA Analizinde herhangi bir gider kalemine yer verilmemiştir.**

Bu tespitler ve 2013 yılı Ekim gerçekleşmeleri ışığında, 2014 yılı gelirleri öngörülmüş olup⁶ (herhani bir artış öngörülmemiştir), 2015 yılı ve ilerleyen yıllarda kira gelirleri her yıl %3 oranında arttırılarak Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinde kullanılan diğer varsayımlar aşağıda sunulmuştur.

- **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. Bu çalışmada, Yıllık Kira Gelirlerin artış oranı, mevcut sözleşmeler gereği %3 ve DED'in hesaplanmasında ise %3 oranında kabul edilmiştir.

İskonto Oranı	9,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

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

AVM'lerde kiralamalar,

- ✓ bağımsız bölümlerin kullanım amacı (Anchor, depo, yeme içme, hazır giyim, vb.),
- ✓ mevcut doluluk / boşluk oranı
- ✓ kapalı alan büyüklüğü,
- ✓ kiralayanın marka değeri,
- ✓ kiralayanın müşteri potansiyeli,
- ✓ kapalı alan yanında kullanılan ortak alan (hol, teras, vb.)

⁶ 2013 yıl sonu itibariyle ABD Doları/TL kurunda yaşanan hızlı artışın, kira kontratlarına rağmen 2014 yılı **kira gelirlerine aynı oranda yansımayaacağı** öngörüsüyle büyüme varsayılmamıştır.

- ✓ AVM içerisinde konum,
- ✓ Ciro oranı,
- ✓ Kiralama sözleşme tarihi,
- ✓ AVM müşteri profili,

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

Yaygın uygulama, AVM'lerin anchor olarak adlandırılan, marka değeri ve müşteri potansiyeli yüksek firmalarla çok düşük kira bedelleri (hatta belirli süreler için bedelsiz) ile sözleşmeler yapması, oluşturulan AVM prestiji ile yeni kiralama Malik lehine daha iyi koşullarla yapmalarıdır. Bu nedenle İNA Analizi doğrultusunda gayrimenkul değeri belirlenirken, sapmaları engelleyebilmek adına bağımsız bölüm m² kira bedelleri ortalama bir değer üzerinden hesaplanmaktadır.

Ankamall AVM'nin 2013 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler (Dükkan, Depo, KİOSK, ATM, STAND, vb.) bazında **gerçekleşen gelirler** üzerinden İNA Analizi hazırlanmıştır.

Bağımsız Bölümlere ait kira bedelleri, kira artış oranları, kira başlangıç – bitiş tarihleri Malik Şirket Yetkililerinden temin edilmiş olup, Malik Şirket ve Kiracıları arasında imzalanmış olan sözleşmelerin ticari sır niteliğinde olması nedeni ile detayları raporda sunulamamıştır.

Değerleme konusu Ankamall AVM'ye ilişkin olarak gerçekleştirilen İNA Analizinde, gayrimenkulün mevcut kira sözleşmeleri (süreleri dahil) dikkate alınmış, mevcut kiralanan alanların izleyen yıllarda da korunacağı, diğer bir ifadeyle mevcut doluluk oranının artmayacağı (korunacağı) varsayımı yapılmış, analiz kira sözleşmelerinde belirtilen sürelerle sınırlı tutulmamış, kiralama sürelerinin sonuza kadar devam edeceği varsayımı ile gerçekleştirilmiştir.

"Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'na göre bir değerlemenin temelini oluşturan tüm varsayımların olası, makul ve desteklenebilir nitelikte olması gerekir." hükmünden yola çıkılarak,

- ✓ **Ankamall AVM kiralama sürelerinin, birbirinden bağımsız yüzlerce kiracıya yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralınması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralama süreleriyle bu sayı artmaktadır),**
- ✓ **Dolayısıyla, analizlere esas alınan kira gelirlerinin, örneklem sayısının, istatistik olarak üst aralıkta ve güvenilir olduğu,**
- ✓ **Yaratılan kira gelirlerinin, anlamlı bir öngörülebilir geçmiş dönemler gerçekleşmelerine dayanmakta olduğu,**
- ✓ **Dolayısıyla, bu veriler esas alınarak yapılacak öngörülerin güvenilirliğinin çok yüksek düzeyde olduğu,**

Düşünülmektedir.

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

ANKAMALL, 1000 \$	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	DED
1'inci Etap	17.511	18.036	18.577	19.135	19.709	20.300	20.909	21.536	22.182	22.848	23.533
Dükkan	16.745	17.248	17.765	18.298	18.847	19.413	19.995	20.595	21.213	21.849	22.505
Depo	205	211	218	224	231	238	245	252	260	268	276
Stand / Kiosk	374	385	397	409	421	434	447	460	474	488	503
Anten	26	27	27	28	29	30	31	32	33	34	35
Reklam / Pano	111	115	118	122	125	129	133	137	141	145	150
ATM	49	50	52	53	55	57	58	60	62	64	66
2'nci Etap	25.940	26.718	27.520	28.346	29.196	30.072	30.974	31.903	32.860	33.846	34.862
Dükkan	24.614	25.352	26.113	26.896	27.703	28.534	29.390	30.272	31.180	32.116	33.079
Depo	452	465	479	494	508	524	539	556	572	589	607
Stand / Kiosk	628	647	667	687	707	728	750	773	796	820	844
Taksi	74	76	78	80	83	85	88	91	93	96	99
Anten	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4
Reklam / Pano	147	151	155	160	165	170	175	180	186	191	197
ATM	23	24	25	25	26	27	28	28	29	30	31

Ankamall Kira Geliri	43.451	44.755	46.097	47.480	48.905	50.372	51.883	53.440	55.043	56.694	58.395
Nakit Akımları	43.451	44.755	46.097	47.480	48.905	50.372	51.883	53.440	55.043	56.694	865.110
Iskonto Oranı	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975
Iskonto Faktörü	1,098	1,205	1,322	1,451	1,592	1,748	1,918	2,105	2,310	2,535	2,78
1 / Iskonto Faktörü	0,911	0,830	0,756	0,689	0,628	0,572	0,521	0,475	0,433	0,394	0,36
Nakit Akımlarının BD	39.591	37.156	34.871	32.726	30.713	28.824	27.052	25.388	23.826	22.361	310.901

Nakit Akımları BD Toplamı	613.410
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü	1,048
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$	642.619
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL	1.307.664

Sonuç olarak; yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi** çerçevesinde, **Ankamall AVM'nin Malik Şirkete ait kısmının toplam (parsel+yapı) adil piyasa değeri 1.307.664.435,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **642.618.524,-ABD \$**) olarak hesaplanmıştır.

İNA analiziyle bulunan bu değer hesaplanmasına esas alınan kira gelirlerinin mevcut sözleşmelere dayalı gelirler olmasına rağmen,

- ✓ **Ankamall AVM'de kiralama alanlarının, birbirinden bağımsız yüzlerce kiracıyla yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralanması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralama alanlarıyla bu sayı artmaktadır), bu sebeple etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği,** herhangi bir kiracının özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,
- ✓ Dolayısıyla, İNA analizi hesaplamalarına esas alınan kira bedellerinin **Pazar verilerine dayalı olduğu,** (Pazar verileri ile uyumlu olduğu şeklinde yorumlanması gerektiği),
- ✓ Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, Şirket mevcut kira sözleşmelerine dayalı kira bedelleri esas alınarak gerçekleştirilen **İNA Analiziyle bulunan değer**in, Şirkete özel durum ve koşullarını içermeyip, **UDES 1'de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlara** uygun olarak belirlenen **"Pazar Değeri"** olduğu,

Kanaatine varılmıştır.

ii. Crowne Plaza Otel için Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

Değerleme konusu **Crowne Plaza Otel**'in 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesinde her dönem için kira bedeli belirtilmiş olup, **"01.04.2014 – 31.03.2015 tarihleri arasında yıllık kira bedeli 2.185.454,-USD + KDV"** olacağı belirtilmiştir. İleriki yıllarda kira bedeli %3 büyütülerek tespit edilmiştir.

05.07.2009 tarihli Tadilli Kira Sözleşmesi esas alınarak hesaplanan gayrimenkul değeri aşağıda sunulmuştur.

Mevcut kira sözleşmesi hükümlerine göre belirlenen kira bedelleri "net" olarak tanımlanmış olduğundan, analizler bu net değerler üzerinden gerçekleştirilmiştir.

CROWNE PLAZA OTEL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Crowne Plaza Otel Kira Geliri	2.185	2.251	2.319	2.388	2.460	2.534	2.610	2.688	2.768	2.852	2.937
Nakit Akımı	2.185	2.251	2.319	2.388	2.460	2.534	2.610	2.688	2.768	2.852	43.512
Iskonto Oranı	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
Iskonto Faktörü	1,098	1,205	1,322	1,451	1,592	1,748	1,918	2,105	2,310	2,535	2,783
1 / Iskonto Oranı	0,911	0,830	0,756	0,689	0,628	0,572	0,521	0,475	0,433	0,394	0,359
Nakit Akımı BD	1.991	1.869	1.754	1.646	1.545	1.450	1.361	1.277	1.198	1.125	15.637
Nakit Akımı BD Toplamı											30.852
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü											1,048

Sonuç olarak, yukarıdaki varsayımlar altında gerçekleştirilen İNA Analizi çerçevesinde, Crowne Plaza Otel'in kira gelirinden oluşan nakit akımlarının net bugünkü (parsel + yapı) değeri 65.771.114,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 32.321.546,-ABD \$) olarak hesaplanmıştır.

Bu değer, aşağıdaki gibi, aşağıdaki gibi,

- ✓ **Müşteri'den temin edilen (ve mevcut pazar katılımcıları tarafından belirlenenlerden farklılaştığı düşünülen) 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesinde belirtilen kira bedeli ve artış oranları doğrultusunda belirlenmiş olması ve bu kira bedellerinin piyasada mevcut kira bedeli/değer ilişkisinden yola çıkılarak hesaplanan adil (rayiç) kira bedellerinden piyasa toleranslarını aşan şekillerde farklılaşmış olması,**
- ✓ **İNA analizine esas alınan Kira gelirlerinin dayanağını oluşturan sözleşmenin;**
 - Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımadığı,
 - Geçmişte olduğu gibi taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,
 - Birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,
 - Piyasa koşullarından verileri ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,
 - Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerinden yola çıkılarak gerçekleştirilen İNA Analiziyle ulaşılan değer, diğer bir yöntem (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) ile bulunan değerden aşağı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, Maliyet Yaklaşımına ilişkin verilerin ise Şirket kayıtlarını gibi öznel değerlerin değil, Pazar değerini yansıtan veriler esas alınarak belirlenmiş olduğu,
 - Maliyet yaklaşımının ana ilkesi olan "her hangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz" ilkesi gereği, piyasa verilerine dayalı olarak bu yöntemle hesaplanmış olan değer, gayrimenkulün adil Pazar değerinin belirlenmesine esas alınmasının uygun olacağı,
 - Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, UDES 1' de belirtildiği üzere⁷, İNA analiziyle ulaşılan değer, Pazar değerini değil UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "*Kullanım Değeri*"ni ifade ettiği,

kanaatine varılmıştır.

6.7. Gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedellerinin Tespiti

6.7.1. Ankamall AVM için Rayiç Kira Bedellerinin Tespiti

6.7.1.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Rapor'un 6.6. başlıklı bölümünde detayları açıklandığı üzere değerlendirme konusu Ankamall AVM'de konumlu olan bağımsız bölümlerin kira bedelleri Müşteri Şirket'ten temin edilmiş olup, aşağıda detaylı olarak sunulmuştur.

1'inci Etap	Kiralabilir Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, ABD\$	Aylık Kira Getirisi, ABD\$
Dükkan	29.428,59	47,42	1.395.456,61
Depo	882,61	19,38	17.101,95

⁷ Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

Tüm Pazar Değeri ölçüm yöntemleri, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde **piyasadan elde edilen kriterleri esas aldıklarında** Pazar Değeri'nin ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini** de içeren gelir indirgeme yaklaşımı **piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve piyasadan 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 piyasadan elde edilen verileri esas alması durumunda Pazar Değeri olmalıdır.

Stand / Kiosk	414,00	75,33	31.185,17
Anten			2.148,34
Reklam / Pano			9.288,54
ATM			4.072,24
Toplam	30.725,20	47,49	1.459.252,84
2'nci Etap	Kiralalanabilir Alan, m²	Ortalama Aylık Kira Geliri, ABD\$	Aylık Kira Getirisi, ABD\$
Dükkan	51.169,95	40,09	2.051.169
Depo	3.146,62	11,96	37.648
Stand / Kiosk	325,94	160,65	52.360,67
Taksi			6.134,80
Anten			237,10
Reklam / Pano			12.213,71
ATM			1.925,53
Toplam	54.642,51	39,56	2.161.689
GENEL TOPLAM	85.367,71		3.620.942

Bu bilgiler doğrultusunda Ankamall AVM içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin aylık rayiç kira bedeli toplamı **7.368.254,-TL** (Değerleme tarihi itibari ile **3.620.942,-ABD\$**) olarak tespit edilmiştir.

AVM'lerde kiralamalar,

- ✓ bağımsız bölümlerin kullanım amacı (Anchor, depo, yeme içme, hazır giyim, vb.),
- ✓ mevcut doluluk / boşluk oranı
- ✓ kapalı alan büyüklüğü,
- ✓ kiralayanın marka değeri,
- ✓ kiralayanın müşteri potansiyeli,
- ✓ kapalı alan yanında kullanılan ortak alan (hol, teras, vb.)
- ✓ AVM içerisinde konum,
- ✓ Ciro oranı,
- ✓ Kiralama sözleşme tarihi,
- ✓ AVM müşteri profili,

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

Yaygın uygulama, AVM'lerin anchor olarak adlandırılan, marka değeri ve müşteri potansiyeli yüksek firmalarla çok düşük kira bedelleri (hatta belirli süreler için bedelsiz) ile sözleşmeler yapması, oluşturulan AVM prestiji ile yeni kiralamaları Malik lehine daha iyi koşullarla yapmalarıdır. Bu nedenle İNA Analizi doğrultusunda gayrimenkul değeri belirlenirken, sapmaları engelleyebilmek adına bağımsız bölüm m² kira bedelleri ortalama bir değer üzerinden hesaplanmaktadır.

Ankamall AVM'nin 2013 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler (Dükkan, Depo, KİOSK, ATM, STAND, vb.) bazında **gerçekleşen gelirler** üzerinden İNA Analizi hazırlanmıştır.

Bağımsız Bölümlere ait kira bedelleri, kira artış oranları, kira başlangıç – bitiş tarihleri Müşteri Şirket Yetkililerinden temin edilmiş olup, Müşteri Şirket ve Kiracıları arasında imzalanmış olan sözleşmelerin ticari sır niteliğinde olması nedeni ile detayları raporda sunulmamıştır.

Analize esas kira gelirlerinin, Malik Şirket'in müşterilerle yapmış olduğu sözleşmelere dayalı (fiili) kira gelirleri olmasına rağmen, bu değerlerin;

- **Yaklaşık 200 sözleşmeye dayalı kira gelirleri dikkate alınarak belirlenmiş olması sebebiyle**, diğer bir ifadeyle, her bir münferit katılımcının (tarafın) fiyatı bedeli belirleyemeyeceği, **etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği**, her hangi bir kiralayanın özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,
- **İNA Analizi dışı yöntemle** (parsel değeri için emsal yaklaşımı, yapı değeri için maliyet yaklaşımı) **bulunan** ve genelde gayrimenkul değeri için en alt gösterge olarak alınabilecek **değerden türetilen değerden beklenildiği üzere yukarı yönde farklılaştığı ancak uyumlu olduğu**,
- Dolayısıyla, mevcut kira verileri esas alınarak gerçekleştirilen İNA analiziyle hesaplanan değer, Pazar verilerine dayalı yöntemle gerçekleştirilen çalışmalar sonucu bulunan değer ile uyumlu/tutarlı görüldüğü,
- Bu hususun da, **İNA analizine esas alınan kira bedellerinin Pazar verileri ile uyumlu olduğu şeklinde yorumlanması gerektiği**,

Kanaatine varılmıştır.

6.7.1.2 Değerden Türetme Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen 426.031.954,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 866.932.423,-TL) olup, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiştir.

Ticari mülklerde, **mevcut piyasa risk ve getiri oranlarında**, gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının ABD Doları bazlı net bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı, Rapor'da gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde de belirtildiği üzere, konu gayrimenkul için aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

İskonto Oranı	% 9,75
Risksiz Getiri Oranı(*)	% 6,00
Piyasa Risk Primi	% 2,50
Sektör Risk Primi	%1,25
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mülklerin geri dönüş süresi ~14,81 yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu sebeple gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan **426.031.954,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 866.932.423,-TL)** değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD \$	426.031.954
İskonto Oranı	0,098
Büyüme Oranı	0,030
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	28.757.157
Yıllık Kira Bedeli, TL	58.517.939
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	2.396.430
Aylık Kira Bedeli, TL	4.876.495

Sonuç olarak, yukarıda da varsayıldığı üzere, 2014 yılı sonrası için yıllık olarak ABD doları karşılığı ve %3 artış oranı ile belirlenmek suretiyle, kira bedeli tespitine konu Ankamall AVM'de konumlu olan bağımsız bölümlerin değerleme tarihi itibarıyla adil (rayiç) kira bedelleri, gayrimenkullerin Ayrıştırma Yöntemi ile tespit edilen rayiç (adil) piyasa değerinden⁸ yola çıkılarak;

- ✓ **Yıllık toplam 58.517.939,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 28.757.157,-ABD\$)**
- ✓ **Aylık toplam 4.876.495,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 2.396.430,-ABD\$)**

olarak belirlenmiştir.

Anılan tutarlar, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlenmiş olup, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi dışında bir yöntemle bulunan gayrimenkul değerinin, mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında yaratması beklenen en az dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret etmektedir. Bu tutarın, mevcut kira bedellerinin altında olması, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği ve geliştirici karı elde edilebildiği anlamına gelmekte olup, İNA analiziyle bulunan gayrimenkul değerinin daha yüksek bulunmasını da açıklamaktadır.

6.7.2. Crowne Plaza Otel için Rayiç Kira Bedelinin Tespiti

6.7.2.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Rapor'un 6.6.ii başlıklı bölümünde detayları açıklandığı üzere değerlendirme konusu Crowne Plaza Otel'in 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesine göre **01.04.2014-31.03.2015 dönemi için kira bedeli 2.185.454,-ABD\$+KDV (değerleme tarihi itibarıyla ~4.447.180,-TL + KDV)** olarak belirtilmiştir.

⁸ Tersi (İNA yaklaşımıyla bulunan değerden yola çıkma) uygulama, neden-sonuç ilişkisini bozacak, mevcut kira gelirleri esas alınarak hesaplanan değerden, rayiç kira bedeli tespiti, aynı kira bedeline ulaşılması sonucunu verecektir.

6.7.2.2 Değerden Türetme Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen 50.746.229,-ABD\$ (değerleme tarihi itibariyle 103.263.502,-TL) tutarındaki gayrimenkul (Crowne Plaza Otel) toplam değeri olup, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak bu tutardan rayiç kira bedeli türetilmiştir.

Ticari mülklerde, **mevcut piyasa risk ve getiri oranlarında**, gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının ABD Doları bazlı net bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı aşağıda ki şekilde hesaplanmaktadır.

İskonto Oranı	% 9,75
Risksiz Getiri Oranı(*)	% 6,00
Piyasa Risk Primi	% 2,50
Sektör Risk Primi	%1,25
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mevcut piyasa koşullarında ticari mülklerin geri dönüş süresi yaklaşık 15,38 yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu geri dönüş süresi esas alınarak gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan **50.746.229,-ABD\$ (değerleme tarihi itibariyle 103.263.502,-TL)** değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD \$	50.746.229
İskonto Oranı	0,098
Büyüme Oranı	0,030
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	3.425.370
Yıllık Kira Bedeli, TL	6.970.286
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	285.448
Aylık Kira Bedeli, TL	580.857

Sonuç olarak, yukarıda da varsayıldığı üzere, Yıllık olarak ABD doları karşılığı ve %3 artış oranı ile belirlenmek suretiyle, rayiç kira bedeli tespitine konu Crowne Plaza Otel binasının değerlendirme tarihi itibariyle adil (rayiç) kira bedeli, gayrimenkulün **Ayrıştırma Yöntemi ile tespit edilen rayiç (adil) piyasa değerinden yola çıkılarak⁹;**

- **Yıllık toplam 6.970.286,-TL (değerleme tarihi itibariyle 3.425.370,-ABD\$)**
- **Aylık toplam 580.857,-TL (değerleme tarihi itibariyle 285.448,-ABD\$)**

olarak belirlenmiştir.

Anılan tutarlar, Crown Plaza Otel binasının, bir bütün olarak kiralamaya verilmesi varsayımıyla belirlenmiş olup, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi dışında bir yöntemle bulunan gayrimenkul değerinin, mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret etmektedir.

Bu tutarın, mevcut ve sözleşmeye bağlı kira bedellerinin altında olması, gayrimenkulün piyasa koşullarına göre daha düşük bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına gelmekte olup, İNA analiziyle bulunan gayrimenkul değerinin daha düşük bulunmasını da açıklamaktadır.

Bu husus, Maliyet Yaklaşımına dayalı değerlendirme ilkesi olan "herhangi bir varlığın değeri, onun elde edilmesi için katlanılan külfet ve maliyetlerin toplamından az olamaz." ilkesi ile birlikte değerlendirildiğinde; Ayrıştırma Yöntemi (parsel değeri için emsal karşılaştırma, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) kullanılmak suretiyle bulunan değer "gayrimenkul değerini temsil etmediği" şeklinde değil, sözleşmeye dayalı kira bedellerinin mevcut piyasa koşullarına göre düşük kaldığı şeklinde yorumlanmalıdır.

⁹ Tersi (İNA yaklaşımıyla bulunan değerden yola çıkma) uygulama, neden-sonuç ilişkisini bozacak, mevcut kira gelirleri esas alınarak hesaplanan değerden, rayiç kira bedeli tespiti, aynı kira bedeline ulaşılması sonucunu verecektir.

Şüphesiz analizin günümüz itibariyle yapıldığı, Rapor'un 5.3.1. bölümünde detayları verilen 07.05.2009 tarihli Kira Tadil Sözleşmesi'nin;

- global krizin etkilerinin en fazla hissedildiği bir dönemde imzalandığı,
- uzun vadeli ticari risklerden kaçınma,
- işletcinin marka değeri,
- kiralamanın bir bütün olarak ve işletme, bakım onarım, boşluk oranları gibi hususlara ilişkin gider ve risklere katlanılmaksızın yapılıyor olması,
- uzun süreli kira sözleşmelerinde kira bedellerinin piyasa koşullarının altında kalabileceği,

v.b. bir çok husus dikkate alınarak yapılmış olabileceği hususu da dikkate alınmalıdır.

6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedeli Tespiti için mevcut piyasa koşullarının gerektirdiği asgari kira bedeline işaret etmesi beklenen Değerden Türetme Yöntemi kullanılmış ve bulunan bu değerler **mevcut kira bedelleri** ile kıyaslanmıştır. Özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (AYLIK Kira Bedeli)				
Kullanılan Yöntem	ANKAMALL AVM		CROWNW PLAZA OTEL	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
Mevcut Kira Bedeli	7.368.254	3.620.942	370.598	182.121
Değerden Türetme Yöntemi	4.876.495	2.396.430	580.857	285.448

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

✓ **Ankamall AVM'nin;**

- Gayrimenkulün en az aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **4.876.495,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **2.396.430,-ABD\$**)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- Toplam mevcut (sözleşmelere dayalı) **kira bedelinin**, beklenildiği üzere maliyet esasına dayalı Değerden türetilen ortalama **adil (rayiç) kira bedelinden yüksek** olduğu,
- **Kiralamaların, birbirinden bağımsız çok sayıda kiracıya yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralanması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralamalarla bu sayı artmaktadır), bu sebeple etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği,** her hangi bir kiralayanın özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlendiği ve mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında, gayrimenkulün yaratması beklenen dönemsel asgari kira bedellerine işaret ettiği,**
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, mevcut kira bedellerinin altında olmasının, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına geldiği,**
- Gayrimenkulün, ortalama olarak değerden türetme yöntemi ile bulunan kira bedelinin, gerçekleşmiş mevcut kira bedellerinin altında olmasının, Şirket'in halka açık yapısı dikkate alındığında bir sorun teşkil etmeyeceği, bu hususun geliştirici karının sağlanmakta olduğu şeklinde değerlendirilebileceği,

✓ **Crowne Plaza Otel'in;**

- Gayrimenkulün rayiç aylık kira bedeli olarak, maliyet esaslarına dayalı olarak hesaplanan ve bu sebeple geliştirici karını da içermeyen değerden, mevcut piyasa koşulları dikkate alınarak türetilen **580.857,-TL** (Değerleme tarihi itibariyle **285.448,-ABD\$**)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- **Mevcut sözleşmeye dayalı kira bedellerinin,**
 - **Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımayan sözleşmeye dayalı olduğu,**
 - **Sözleşmenin, (geçmişte olduğu gibi) taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,**

- Kira bedelinin birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,
- Piyasa koşulları ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,
- Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerini esas alan İNA Analiziyle ulaşılan değer, piyasa verileri dikkate alınarak hesaplanan (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) değerden aşağı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, bu hususun İNA analizine esas teşkil eden verilerin, Pazar verileri ile uyumlu olmadığı şeklinde yorumlanması gerektiği,
- Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, sözleşmede belirtilen kira bedelinin, UDES 1'de belirtildiği üzere, Pazar değeri esaslarına uygun olmadığı, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri"nin hesaplanmasına esas Pazar Dışı bedeli ifade ettiği,

kanaatine varılmıştır.

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

6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

Değerleme konusu parseller üzerinde konumlu yapıların "En Etkin ve Verimli Kullanım"ı teşkil ettiği düşüncesi ile "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" yapılmamıştır.

6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.8.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

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

Değerleme konusu **43344 ada, 2 numaralı parsel** üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İrtifak Bölümü:

- ✓ Bu parsel aleyhine 7783 ada, 1 nolu parsel lehine 18,-m²'lik kumda (A) pis su kanalı geçirme hakkı vardır. (01.02.1983 tarih, 193 Yev.)
- ✓ 2 metre genişliğinde 10 metre uzunluğunda 13 parsel lehine geçme hakkı vardır. (04.02.1961 tarih, 1044 Yev.)
- ✓ Geçit hakkı vardır. (Özel Koşullar: a) A – B harfi gösterilen 181,92m²'lik alanda 43344 ada, 2 parsel lehine 43345 ada, 1 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı. b) A Harfi ile gösterilen 1.707,13m²'lik alanda 43345 ada 1 parsel lehine 43344 ada, 2 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı.) (Başlama Tarihi: 18.05.2006, Bitiş Tarihi: 18.05.2006, Süre:) (22.05.2006 tarih, 7084 Yev.)

Şerhler Bölümü:

- ✓ TEDAŞ Genel Müdürlüğü lehine yıllığı 12,-YTL'den 99 yıl müddetle trafo yeri için kira şerhi vardır. (Başlama Tarihi: 03.03.2006, Süre: 99 Yıl) (03.03.2006 tarih, 2843 Yev.)

Değerleme konusu **43345 ada, 1 numaralı parselde** konumlu bütün bağımsız bölümler üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

İrtifak Bölümü:

- ✓ Bu parsel aleyhine 7783 ada, 1 nolu parsel lehine 18,-m²'lik kumda (A) pis su kanalı geçirme hakkı vardır. (01.02.1983 tarih, 193 Yev.)
- ✓ 2 metre genişliğinde 10 metre uzunluğunda 13 parsel lehine geçme hakkı vardır. (04.02.1961 tarih, 1044 Yev.)
- ✓ Geçit hakkı vardır. (Özel Koşullar: a) A – B harfi gösterilen 181,92m²'lik alanda 43344 ada, 2 parsel lehine 43345 ada, 1 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı. b) A Harfi ile gösterilen

1.707,13m²'lik alanda 43345 ada 1 parsel lehine 43344 ada, 2 parsel aleyhine karşılıklı geçit irtifak hakkı.) (Başlama Tarihi: 18.05.2006, Süre:) (22.05.2006 tarih, 7084 Yev.)

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 23.05.2002

Değerleme konusu **43345 ada, 1 numaralı parselde konumlu, 76 numaralı** bağımsız bölüm için yukarıdaki takyidatlara ek olarak;

Şehler Hanesi: Kamu Hacı: Yenimahalle Belediyesi Mali Hizmetler Müdürlüğü'nün 17.06.2008 tarih 4407 sayılı Haciz Yazısı sayılı yazıları ile. 24.06.2008 tarih/12115 yevmiye.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Değerleme çalışmalarında, aşağıda UDES Standart 1’de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar, UDES 2’de tanımlanan Pazar Değeri Dışı 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.

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı’na gayrimenkullerin arsa değerinin tespiti amacıyla yer verilmiş, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak, piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarından yola çıkılarak arsa değeri belirlenmiştir.

Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel (arsa) değerine, değerlendirme konusu parseller üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak Maliyet Yaklaşımı esaslarına uygun olarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle, **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmıştır.

Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi (Parsel değeri için emsal yaklaşımı, yapı değerleri için ise maliyet yaklaşımı) kullanılarak hesaplanan değer, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin uyumluluğunun amacına yönelik olarak Müşteri’den temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir. **Nihai değerler, uyumluluk kontrolünü takiben gayrimenkul bazında irdelenmiş ve belirlenmiştir.**

Gayrimenkuller için, Malikten temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi doğrultusunda,**

- Ankamall AVM için** esas alınan kira bedellerinin çok sayıda katılımcı tarafından belirlendiği ve İNA yöntemiyle bulunan değer farklı bir yöntemle bulunan değer ile tutarlı olduğu dikkate alınarak, bulunan değer Pazar değerini temsil ettiği,
- Crown Plaza Otel için** esas alınan kira bedelinin, tek bir kiracı ile yapılan ve aynı hak niteliği taşımayan sözleşmeye dayalı olduğu, ayrıca, gayrimenkulün beklenen en az kira bedeline işaret etmesi gereken maliyet değerlerine dayalı değerden türetilmiş bedelden dahi düşük olması sebebiyle, Rapor’un “Değerleme Kılavuz Notu, No.9, Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi”ne ilişkin düzenlemelere yer verilen 3.5.4 bölümündeki ilkeler ve aşağıda gerekçeleri verildiği üzere, Gayrimenkulün Pazar değeri dışındaki değerini temsil eden, “Kullanım Değeri” olarak kabulünün uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

1. Gayrimenkullerin Nihai Değerinin Belirlenmesi;

Farklı yöntemler kullanılarak hesaplanan gayrimenkul değerleri aşağıda tablo olarak sunulmuştur.

ÖZET TABLO		
Kullanılan Yöntem	Ankamall AVM	Crowne Plaza Otel
Ayrıştırma (Piyasa / Maliyet) Yöntemi	866.932.423	103.263.502
Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi	1.307.664.435	65.771.114

Gerçekleştirilen değerlendirme çalışmaları sonucunda;

- ✓ Değerleme konusu gayrimenkuller için farklı değerlendirme yöntemleri ile bulunan değerlerin kendi içlerinde tutarlı olmakla birlikte, birebir örtüşmediği,
- ✓ **Ankamall AVM'nin Rapor'un 5.1.4 bölümünde detayları verildiği üzere, Müşteriye ait olan kısmının,**
 - Ayrıştırma Yaklaşımı ile bulunan değer, maliyet esaslarına dayalı temsil ettiği ve geliştirici karını yansıtmadığı, genellikle gelişimini tamamlamış, gelir yaratan mülklerde tercih edilen bir yöntem olmayıp, bu tür mülklerde bulunan değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin test edilmesinde kullanılmakta olduğu,
 - Maliyet Yaklaşımının ana ilkesi olan "**herhangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz**" ilkesi gereği, değerlemelerde bulunan değerler için **bir alt sınır teşkil etmekte olduğu,**
 - Bu yöntemle bulunan değer (aynen değerlendirme konusu Ankamall AVM'de de olduğu gibi), geliştirici karını ile projenin marka değerini içermemesi ve sadece maliyet unsuruna dayalı olması sebebiyle, beklenildiği üzere İNA yaklaşımıyla bulunan değerden daha düşük olarak bulunduğu,
 - Gayrimenkulün mevcut durum itibarıyla gelir yaratıyor olması ve bu hususun istikrar arz etmesi yanında, Rapor'un ilgili bölümlerinde de irdelendiği üzere değerlemeye esas alınan gelirlerin çok sayıda katılımcı tarafından belirlendiğinden pazar verilerini yansıtıyor olması sebebiyle, gelir **yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemlerinin "gayrimenkul değerini" daha doğru temsil edeceği,**
 - **Sonuç olarak,** Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan **1.307.664.435,- TL** tutarındaki değer gayrimenkulün rayiç (adil) piyasa değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,
- ✓ **Crowne Plaza Otel'in,**
 - **İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ile bulunan net bugünkü değerinin,**
 - o **Müşteri'den temin edilen ve** mevcut pazar katılımcıları tarafından belirlenenlerden farklılaştığı düşünülen 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesinde belirtilen kira bedeli ve artış oranları doğrultusunda belirlenmiş olması ve
 - o Maliyet Yaklaşımının ana ilkesi olan "**her hangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz**" ilkesine ters düşerek, Rapor'un 6.5'inci Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile belirlenen değerden dahi düşük bulunması,
 - o **Raporun ilgili bölümlerinde de belirtildiği üzere,** pazara dayalı verilere yansıtan kira bedellerinden yola çıkılarak hesaplanmadığından, **Pazar değerini değil, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri" ni ifade etmekte olduğu,**
 - Yukarıdaki hususlar birlikte dikkate alındığında, parsel ve yapı değerinin ayrı ayrı hesaplanması sonucu bulunan değer, gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı,
 - **Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi** kullanılmak suretiyle bulunan **103.263.502,-TL** tutarındaki değer Crowne Plaza Otel olarak tanımlanan gayrimenkulün adil (rayiç) pazar değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

2. Gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedelinin Belirlenmesi;

Değerleme konusu gayrimenkullerin adil (rayiç) kira bedellerinin belirlenmesine yönelik çalışmalarda, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiş, bulunan bu bedel Gayrimenkullerin mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır. Ulaşılan sonuçlar aşağıda yer almaktadır:

ÖZET TABLO (AYLIK Kira Bedeli)				
Kullanılan Yöntem	ANKAMALL AVM		CROWNW PLAZA OTEL	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
Mevcut Kira Bedeli	7.368.254	3.620.942	370.598	182.121
Değerden Türetme Yöntemi	4.876.495	2.396.430	580.857	285.448

✓ **Ankamall AVM'nin;**

- Gayrimenkulün en az aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **4.876.495,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **2.396.430,-ABD\$**)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- Toplam mevcut (sözleşmelere dayalı) **kira bedelinin**, beklenildiği üzere maliyet esasına dayalı Değerden türetilen ortalama **adil (rayiç) kira bedelinden yüksek** olduğu,
- **Kiralamaların, birbirinden bağımsız çok sayıda kiracıya yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralanması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralamalarla bu sayı artmaktadır), bu sebeple etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği**, her hangi bir kiralayanın özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlendiği ve mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında, gayrimenkulün yaratması beklenen dönemsel asgari kira bedellerine işaret ettiği**,
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, mevcut kira bedellerinin altında olmasının, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına geldiği**,
- Gayrimenkulün, ortalama olarak değerden türetme yöntemi ile bulunan kira bedelinin, gerçekleşmiş mevcut kira bedellerinin altında olmasının, Şirket'in halka açık yapısı dikkate alındığında bir sorun teşkil etmeyeceği, bu hususun geliştirici karının sağlanmakta olduğu şeklinde değerlendirilebileceği,

✓ **Crowne Plaza Otel'in;**

- Gayrimenkulün rayiç aylık kira bedeli olarak, maliyet esaslarına dayalı olarak hesaplanan ve bu sebeple geliştirici karını da içermeyen değerden, mevcut piyasa koşulları dikkate alınarak türetilen **580.857,-TL** (Değerleme tarihi itibarıyla **285.448,-ABD\$**)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- **Mevcut sözleşmeye dayalı kira bedellerinin,**
 - **Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımayan sözleşmeye dayalı olduğu,**
 - **Sözleşmenin, (geçmişte olduğu gibi) taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,**
 - **Kira bedelinin birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,**
 - **Piyasa koşulları ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,**
- **Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerini esas alan İNA Analiziyle ulaşılan değer, piyasa verileri dikkate alınarak hesaplanan (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) değerden aşağı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, bu hususun İNA analizine esas teşkil eden verilerin, Pazar verileri ile uyumlu olmadığı şeklinde yorumlanması gerektiği,**
- Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, **sözleşmede belirtilen kira bedelinin, UDES 1'de belirtildiği üzere, Pazar değeri esaslarına uygun olmadığı, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri"nin hesaplanmasına esas Pazar Dışı kira bedelini ifade ettiği,**

kanaatine varılmıştır.

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

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

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

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

- 43344 ada 2 parsel üzerinde yer alan D, E ve F (Crowne Plaza) blokların mevzuat gereğince alınması gerekli belgelerinin eksiksiz ve tam olduğu,
- **43345 ada, 1 parsel üzerinde yer alan yapıların A ve B Bloklar için;**
 - o 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi doğrultusunda kat mülkiyetinin kurulduğu,
 - o Ancak, 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 129 adet olan bağımsız bölüm sayısının 51 adete düşürüldüğü ve B Bloktaki 8 adet bağımsız bölümle birlikte toplam 59 adet bağımsız bölüm için 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme Yapı Ruhsatı hazırlandığı,
 - o 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi doğrultusunda Migros Türk T. A. Ş. ve Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. arasında T.C. Ankara 27. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 19324 no.lu ve T.C. Kadıköy 4. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 69533 no.lu "Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, Gazi Mahallesi, Ankara İmarlı 43345 Ada 1 Parsele Ait Paylaşım Cetveli" oluşturulduğu ve paylaşımında mutabık kalındığı,
 - o Yenileme Yapı Ruhsatı ve Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok da yer alan bağımsız bölüm sayısının 129'dan, 51'e düşürüldüğü, ancak Malik hisse oranlarının değişmediği,
 - o Sonrasında 05.08.2013 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 51 adet olan bağımsız bölüm sayısının 41 adete düşürüldüğü ve B Bloktaki 8 adet bağımsız bölümle birlikte toplam 49 adet bağımsız bölüm için 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatı hazırlandığı,
 - o 05.08.2013 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi doğrultusunda Migros Türk T. A. Ş. ve Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. arasında T.C. Ankara 51. Noterliği'nde 02.08.2013 tarih ve 44694 no.lu "Ankara İmarlı 43345 Ada 1 Parsele Ait Paylaşım Cetveli" oluşturulduğu ve paylaşımında mutabık kalındığı,
 - o Tadilat Yapı Ruhsatı ve Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok da yer alan bağımsız bölüm sayısının 51'den, 41'e düşürüldüğü, ancak Malik hisse oranlarının değişmediği,
 - o 05.08.2013 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile 5 yıllık yasal süresinin dolmamış olan ve geçerliliğini koruyan 05.09.2013 tarih ve 696 numaralı Tadilat Yapı Ruhsatı doğrultusunda mevcut kat mülkiyetinin bozularak, yeni kat irtifakının kurulması gerektiği,
 - o Binada Yerinde yapılan incelemelerde; A bloğun hali hazırda alışveriş merkezi olarak işlemekte olduğu, ancak yangın yönetmeliğine göre yapılması gereken bazı imalatların henüz tamamlanmadığı, bu nedenle Yeni Yapı Kullanma İzin Belgesinin mevcut olmayıp, yeniden tesis edilecek kat mülkiyetinin oluşturulmadığı,
 - o Malik Şirket unvan değişikliğinin tapu kayıt ve belgelerine yansıtılmamış olduğu,

Tespit edilmiştir.

7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün GYO 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; değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. aktifinde yer aldığı ve Torunlar GYO A.Ş.'nin Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne %14,83 oranında iştirak ettiği anlaşılmaktadır.

Bu sebeple analiz, değerleme konusu gayrimenkullerin değil, bu gayrimenkullerin Maliki olan **Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** hisselerinin (iştirak) GYO portföyünde yer alıp alamayacağına yönelik olarak gerçekleştirilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin, "**İştirak**" başlıklı 28. Maddesinin "b" bendinde; (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) belirtildiği üzere, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının;**

b) Diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarına,

.....
hükmü yer almaktadır.

Diğer taraftan, aynı Tebliğ'in "**Yatırım faaliyetleri ve yatırım faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar**" başlıklı 22'nci maddesinin "l" ve "n" bentlerinde,

- Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının **%5**'inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın bu bent kapsamındaki yatırımlarının toplamı aktif toplamının %10'unu aşamaz.
- Yatırım fonları payları hariç, borsalarda veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar, sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

denmek suretiyle" yapılacak İştirak yatırımlarına, ancak belirli nitelikteki Şirketlere, sermayelerinin ve oy haklarının **%5'ini** aşmayacak oranlarda yapılması yönünde kısıtlama getirilmiştir.

Ancak, aynı Tebliğ'in 28'inci maddesinin 2. Fıkrasında belirtildiği üzere

- **Bu madde kapsamında iştiraklere yapılacak yatırımlarda bu Tebliğ'in 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (l) ve (n) bentleri uygulanmaz.**

denmek suretiyle, 28'inci madde kapsamındaki iştiraklerde, Borsalarda işlem görmeyen Şirketlere de yatırım yapma imkanı tanınmış, ayrıca bu Şirketlere yapılacak iştiraklerde sermayelerinin ve oy haklarının %5'ini ve aktif toplamının %10'unu aşmalarına imkan tanınmıştır.

Özetle, yukarıda yer alan düzenlemeler uyarınca; Şirket'in **Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne** %14,83 oranındaki iştirakinin, GYO portföyünde yer almasında bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer ve Kira Bedeli Takdiri

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine ve **Müşteri'nin iştiraki Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**'nin aktifinde bulunan ve tapuda; Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

- 43344 ada, **2 parsel numaralı**, 50.000,-m² yüzölçümlü, "betonarme 2 adet mağaza, otel ve altında otoparkı bulunan arsa",
- 43345 ada, **1 parsel numaralı**, 50.725,-m² yüzölçümlü, "işyeri",

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin tespiti ve Malik Şirket Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda;**

- I) Rapor'un 7.4.'üncü bölümünde detayları verildiği üzere, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Maliki olan Şirket hisselerinin GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) Ankamall AVM olarak işletilen gayrimenkullerin, Müşteri Şirket iştiraki Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. payına düşen¹⁰ kısmının fiili değerlendirme tarihi itibariyle ve peşin değer esasına göre;**
- a. Adil piyasa değerinin,**
- o **KDV hariç 1.307.664.435,00TL**
 - o **KDV dahil 1.543.044.033,30TL**
- b. Aylık rayiç (adil) kira bedelinin,**
- o **KDV hariç 4.876.495,00TL**
 - o **KDV dahil 5.754.264,10TL**
- III) Crowne Plaza Otel olarak işletilen gayrimenkulün, fiili değerlendirme tarihi itibariyle ve peşin değer esasına göre;**
- a. Adil piyasa değerinin,**
- o **KDV hariç 103.263.502,00TL**
 - o **KDV dahil 121.850.932,36TL**
- b. Aylık rayiç (adil) kira bedelinin,**
- o **KDV hariç 580.857,00TL**
 - o **KDV dahil 685.411,26TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.
Saygılarımızla,



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



Sorumlu Değerleme Uzmanı
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.

¹⁰ Müşteri Şirket'in iştirak payını temsil etmemektedir.