



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ- BEYKOZ İLÇESİ – PAŞABAHÇE MAHALLESİ

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

Gayrimenkul Değerleme Raporu

20.09.2012

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	3
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	3
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	3
3.3. Beyanlar	3
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	4
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	4
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	7
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	8
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	9
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	9
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	10
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	12
4.1. Global Ekonomik Görünüm	12
4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm	13
4.3. Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansal Göstergeler	14
4.4. Türkiye Finansal Göstergeler	15
4.5. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü	15
4.6. Sektörel Görünüm	16
4.6.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	16
4.6.2. Türkiye Otel Sektörü	17
4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler,	22
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	23
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler,	23
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	23
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri	23
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri	25
5.2. Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	25
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	25
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri	25
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	26
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	27
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Müşteri Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler	27
5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi	27
5.3.2. Kullanma İzni Sözleşmesi	27
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	28
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi	28
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler	30
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler	30
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	30
6.5. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	31
6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi	32
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler Ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	38
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	38
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	38
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	39
7.1. Farklı Gayrimenkul Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	39
7.2. Asgari Bilgilerden Rapor'da Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	40
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	40
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,	40
8. SONUÇ	41
8.1. Nihai Değer Takdiri	41
9. RAPOR EKLERİ	42
10. DEĞERLEME UZMAN(LAR)ININ SPK LİSANS BELGELERİ ÖRNEĞİ	50
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMESİ İLİŞKİN BİLGİLER	50

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi

10.10.2011 - TRGYO/2011

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller hakkında **23.08.2012** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **24.08.2012** tarihine kadar hazır hale getirilmiştir. Değer tespitine yönelik çalışmalar, 24.08.2012 tarihi itibarıyla tamamlanmış olup, **rapor tarihi 20.09.2012'dir.**

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

20.09.2012 – SvP_12_TRGYO_22

1.4. Rapor Türü

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

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

Vasıflı gayrimenkuller ile

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

yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin** tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur. Rapor, değerlendirme tarihi itibarıyla gayrimenkullerin satışının gerçekleşmemiş olması, kullanım hakkı sözleşmesi ve satış sözleşmesinin imzalanmamış olması nedenleri ile **SPK formatının gerektirdiği hukuki inceleme ve GYO portföyü analizini içermemektedir.**

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

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

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin** tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur. Rapor, gayrimenkullerin satışının gerçekleşmemiş olması, kullanım hakkı sözleşmesi ve satış sözleşmesinin imzalanmamış olması nedenleri ile **SPK formatının gerektirdiği hukuki inceleme ve GYO portföyü analizini içermemektedir.**

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin** tespitine yönelik olarak hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur. Rapor, gayrimenkullerin satışının gerçekleşmemiş olması, kullanım hakkı sözleşmesi ve satış sözleşmesinin imzalanmamış olması nedenleri ile **SPK formatının gerektirdiği hukuki inceleme ve GYO portföyü analizini içermemektedir.**

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

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

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

Rapor, Müşteri'nin münhasır kullanımı için hazırlanmış olup, Müşteri Rapor'u kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunabilir. Rapor'un teslimi ile Müşteri, Rapor'da yer verilen bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde gizli tutulacağını Standart'a taahhüt eder. Rapor **sınırlı sayıda üretilmiş** olup, hiçbir zaman Standart'ın yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

3.3. Beyanlar

Tarafımızca yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	22.08.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7981TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	16.08.2012 tarihinde, 14.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi yaklaşık % 5,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

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

Tanımlar

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

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

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

- **Piyasaya dayalı değerlemeler**, normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanırlar. Bu prensip basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

Bir mülkün fiziki olarak mümkün, finansal olarak gerçekleştirilebilir olan, yasalarca izin verilen ve değerlemesi 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"ni saptamak,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratmak,
- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptamak,
- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirilmesinin aşamalarını ve bunlara bağlı giderleri tahmin etmek,
- Emilme dönemi süresince pazarlama ve buna bağlı araziye elde tutma giderlerini tahmin etmek.

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

Dünya ekonomisinde gelişmiş ve gelişen ülkelerde ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Yılın geneline ilişkin büyüme beklentileri de aşağı yönlü revize edilmektedir. İlk çeyrekte ABD ekonomisinde yüzde 1.9 büyüme gerçekleşmiş ve beklentilerin altında kalmıştır. Euro bölgesi ilk çeyrekte küçülmüştür. Japonya'da ilk çeyrek büyümesi geçen yılın aynı döneminde deprem nedeniyle yaşanan küçülmenin üzerine yüzde 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Çin'de de ekonomik büyüme oranı düşmektedir.

Dünya Ekonomisi Büyüme (Geçen Yılın Aynı Çeyrek Dönemine Göre)				
DÖNEMLER	ABD%	EURO BÖLGESİ %	ÇİN %	JAPONYA %
2010 Q2	3,3	2,1	11,1	4,5
2010 Q3	3,5	2,1	10,6	5,2
2010 Q4	3,1	2,0	10,3	3,2
2011 Q1	2,2	2,4	9,7	-0,1
2011 Q2	1,6	1,6	9,6	-1,7
2011 Q3	1,5	1,3	9,4	-0,6
2011 Q4	1,6	0,7	9,2	-1,0
2012 Q1	1,9	-0,1	8,1	2,7

KAYNAK: OECD

Küresel ekonomi ile ilgili olarak izlenen öncü göstergeler ekonomideki yavaşlamayı teyit etmektedir. OECD bileşik öncü göstergeler seviyesi 100.5 ile durağanlık sınırına (100.0) oldukça yakın kalmaya devam etmektedir. Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı Taşımacılık endeksi 1.155 ile 2009 yılı kriz seviyelerine yaklaşmış olup dünya ticaretindeki yavaşlamayı göstermektedir. Metal fiyatlarındaki gevşeme de ekonomik yavaşlama sonucu talebin azalmasından kaynaklanmaktadır.

Dünya Ekonomisi Öncü Göstergeleri				
DÖNEMLER	OECD BİLEŞİK ÖNCÜ GÖSTERGE ENDEKSİ	BALTİK CAPSIZE TAŞIMACILIK ENDEKSİ	İMF METAL FİYAT ENDEKSİ	OECD BÖLGESİ İŞSİZLİK % TOTAL
2010 Q2	102,8	2.711	182,88	8,6
2010 Q3	101,9	3.370	202,24	8,6
2010 Q4	102,8	2.346	233,58	8,4
2011 Q1	103,0	1.768	244,21	8,2
2011 Q2	101,9	2.036	235,71	8,0
2011 Q3	100,1	3.136	224,10	8,0
2011 Q4	100,2	3.287	192,11	7,9
2012 Q1	100,4	1.412	206,92	7,9
2012 Q2	100,5 ⁽¹⁾	1.155	193,34 ⁽¹⁾	7,9 ⁽²⁾

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Nisan, (2) Mayıs

Küresel ölçekte mali göstergelerde yılın ilk çeyrek döneminde genel bir artış eğilimi yaşandıktan sonra ikinci çeyrekte yavaşlama ve gerileme eğilimi oraya çıkmaktadır. Hisse senedi piyasalarında da aynı eğilim yaşanırken petrol ve emtia fiyatları yılın ikinci çeyrek döneminde gerilemektedir. Euro-dolar paritesi de dolar lehine güçlenmektedir. Faiz oranları ise küresel düşük kalmaya devam etmektedir.

Dünya Ekonomisi Mali Göstergeleri					
DÖNEMLER	DON JONES ENDEKSİ	PETROL VARİL DOLAR	ALTIN ONS DOLAR	ABD MERKEZ BANKASI FAİZİ%	EURO DOLAR PARİTESİ
2010 Q2	9.774	75,6	1.244	0,25	1,2236
2010 Q3	10.788	79,9	1.307	0,25	1,3659
2010 Q4	11.577	91,4	1.422	0,25	1,3378
2011 Q1	12.319	106,7	1.430	0,25	1,4163
2011 Q2	12.414	95,7	1.506	0,25	1,4490
2011 Q3	10.913	79,2	1.620	0,25	1,3384
2011 Q4	12.217	98,8	1.566	0,25	1,2958
2012 Q1	13.212	103,0	1.662	0,25	1,3338
2012 Q2	12.880	88,0	1.585	0,25	1,2660

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle

İş dünyasının ekonominin yakın dönem geleceğine ilişkin beklentilerini yansıtan imalat sanayi beklenti endeksleri (PMI) Avrupa Birliği'nde dip seviyelere gerilerken, Çin'de de ilk çeyrek sonrası düşüş göstermektedir. ABD'de ise iş dünyasının beklentileri göreceli olarak daha yüksektir.

Dünya Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksleri						
DÖNEMLER	İMALAT SANAYİ BEKLENTİ ENDEKSLERİ			TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSLERİ		
	ABD	AB	ÇİN	ABD	AB	ÇİN
2010 Q2	55,3	55,6	52,1	67,8	-14,9	108,5
2010 Q3	55,3	53,7	53,8	68,2	-11,6	104,1
2010 Q4	58,5	55,5	53,9	74,5	-12,1	100,4
2011 Q1	59,7	57,5	53,4	67,5	-13,0	107,6
2011 Q2	55,8	52,0	50,9	71,5	-11,2	108,1
2011 Q3	52,5	48,5	51,2	59,5	-19,3	103,4
2011 Q4	53,1	46,9	50,3	69,9	-22,1	100,5
2012 Q1	53,4	47,7	53,1	76,2	-19,3	105,0
2012 Q2	53,5 ⁽²⁾	45,1	49,8	73,2	-19,7	103,0 ⁽¹⁾

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Nisan, (2) Mayıs

4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm

2012 yılının ilk çeyrek döneminde büyüme yüzde 3.2 olarak gerçekleşmiş ve yavaşlamıştır. Büyümedeki yavaşlama tüm alt sektörlerde hissedilmektedir. İlk çeyrekte imalat sanayi yüzde 2.5 büyürken, toptan ve perakende ticaret sadece yüzde 0.9 oranında büyümüştür. Ekonomiyi soğutma önlemlerinin ilk çeyrekte hedefine ulaştığı görülmektedir.

Türkiye Ekonomisi İktisadi Faaliyetlerde Büyüme					
DÖNEMLER	GSMH	İMALAT SANAYİ	TİCARET	ULAŞTIRMA İLETİŞİM	MALİ HİZMETLER
2010 Q2	10,4	15,4	14	10,4	6,8
2010 Q3	5,3	7,2	7,5	6	6,7
2010 Q4	9,3	11,3	13,4	13,8	9,7
2011 Q1	11,9	14,9	17,3	12,4	10
2011 Q2	9,1	9,1	14,2	12,4	9,2
2011 Q3	8,4	9,2	11,5	12	12,9
2011 Q4	5,2	5,2	3,9	6,8	6,8
2012 Q1	3,2	2,7	0,9	4,7	4,8

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Türkiye ekonomisinde öncelikli hedef olarak belirlenen cari açığın azaltılması ve enflasyonun düşürülmesi konusunda olumlu gelişmeler yaşanmaktadır. Aylık bazdaki gerilemeler ile yıllık cari açık Nisan ayı sonunda 69.2 milyar dolara gerilemiştir. Tüketici fiyat endeksi ise Mayıs ayı sonu itibarıyla yüzde 8.28'e düşmüştür. Kamu bütçesinde mali disiplin korunurken Türk Lirası yılbaşına göre değer kazanmıştır.

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARİ AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q2	8,37	27,6	45,0	10,50	1,58	6,50
2010 Q3	9,24	36,2	32,7	11,30	1,45	7,00
2010 Q4	6,40	48,6	39,6	11,40	1,55	6,50
2011 Q1	3,99	58,9	32,4	10,80	1,54	6,25
2011 Q2	6,24	71,7	21,3	9,20	1,62	6,25
2011 Q3	6,15	77,4	18,1	8,80	1,86	5,75
2011 Q4	10,45	77,2	17,4	9,80	1,90	5,75
2012 Q1	10,43	77,1	20,3	9,90	1,78	5,75
2012 Q2	8,28 ⁽¹⁾	69,2 ⁽²⁾	17,4 ⁽³⁾		1,81	5,75

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, TC. MERKEZ BANKASI, MALİYE BAKANLIĞI
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

(1) MB Politika faizi olarak 1 haftalık repo faiz oranını kullanmaya başlamıştır, (2) Nisan, (3) Mayıs

Reel kesim beklentileri ile tüketici güveni 2011 yılının ilk çeyrek döneminde artış eğilimi içinde olmuştur. Ancak bu eğilim yılın ikinci çeyrek döneminde tersine dönmüş ve reel kesim beklentileri ile tüketici güveni gerilemeye başlamıştır. Buna rağmen beklenti ve güven endeksleri halen yılbaşı seviyesinin üzerindedir.

Türkiye Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksi		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ
2010 Q2	111,7	88,04
2010 Q3	110,7	90,41
2010 Q4	106,4	90,99
2011 Q1	114,8	93,43
2011 Q2	114,6	96,42
2011 Q3	112,4	93,70
2011 Q4	97,2	92,00
2012 Q1	112,9	93,90
2012 Q2	108,1	92,10 ⁽¹⁾

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye, (1) Mayıs

4.3. Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansal Göstergeler

İnşaat sektörü ile gayrimenkul sektörünün yurt içinden kullandığı kredilerde büyüme yılın ilk çeyrek döneminde yavaşlamıştır. İkinci çeyrek dönemde ise Nisan ayı verilerine göre inşaat sektöründe sınırlı bir artış, gayrimenkul sektöründe ise sınırlı bir gerileme görülmektedir. İnşaat ve gayrimenkul (kredi tutarları güncellendi) sektörlerinin yurt dışından kullandıkları kredilerde ise sınırlı bir gerileme yaşanmaktadır.

Gayrimenkul Sektöründe Kullanılan Krediler				
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR	GAYRİMENKUL TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	GAYRİMENKUL YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR
2010 Q2	33.544	6.758	12.607	3.816
2010 Q3	34.926	7.028	14.299	3.777
2010 Q4	36.459	7.176	16.616	3.995
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	6.743	26.918	4.015
2012 Q2 ¹	52.473	6.769	26.817	3.636

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI
Veriler çeyrek dönemin sonu itibariyle, (G) Güncellenmiştir, (1) Nisan

2012 yılının ilk çeyrek döneminde 1 yeni GYO'nun halka açılması ile birlikte İMKB'de işlem gören GYO sayısı 24'e yükselmiştir. Net aktif verilerini yayınlayan SPK henüz güncel verileri açıklamamıştır. 24 GYO piyasa değeri ise yılın ilk çeyreği sonunda 13.8 milyar TL'ye yükselmiş, Mayıs ayı sonunda ise 11.9 milyar TL'ye düşmüştür.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Net Aktif Ve Piyasa Değeri					
DÖNEMLER	GYO SAYISI	PORTFÖY DEĞERİ		PİYASA DEĞERİ	
		MİLYON TL	MİLYON DOLAR	MİLYON TL	MİLYON DOLAR
2010 Q2	15	4.524	2.863	3.014	1.907
2010 Q3	18	5.148	3.550	3.743	2.584
2010 Q4	21	13.907	9.023	11.062	7.178
2011 Q1	21	13.849	9.015	12.867	8.435
2011 Q2	23	15.788	9.749	13.522	8.349
2011 Q3	23	18.742	10.100	12.717	6.853
2011 Q4	23	-	-	11.522	6.230
2012 Q1	24	-	-	13.823	7.765
2012 Q2 ¹	24	-	-	11.906	6.471

KAYNAK: SERMAYE PİYASASI KURUMU
Veriler çeyrek dönemin sonu itibariyle, (1) Mayıs

2012 yılının ilk çeyrek döneminde yabancılara gayrimenkul satışı 557 milyon dolar ile geçen yılın son çeyreğinin ve aynı çeyreğinin üzerinde gerçekleşmiştir. Sektöre doğrudan yatırım girişi ise 149 milyon dolar ile yine son çeyreğin üzerindedir. Mütekabiliyet yasası çıkmadan önceki yılın ilk çeyreğindeki veriler yabancıların yatırım iştahının sürdüğünü göstermektedir.

Gayrimenkul Sektöründe Yabancı Sermaye Yatırımları		
DÖNEMLER	YABANCILARA GAYRİMENKUL SATIŞI MİLYON DOLAR	DOĞRUDAN YATIRIM GİRİŞİ MİLYON DOLAR
2010 Q2	916	33
2010 Q3	427	69
2010 Q4	645	130
2011 Q1	461	125
2011 Q2	781	215
2011 Q3	264	162
2011 Q4	507	54
2012 Q1	557	149

KAYNAK: TC. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI
Veriler çeyrek dönem içinde toplam

4.4. Türkiye Finansal Göstergeler

Yılın ilk çeyrek döneminde mali göstergelerde artış yönünde yaşanan gelişmeler yılın ikinci çeyrek döneminde tersine bir eğilim göstermektedir. İMKB pazar değeri ilk çeyrekte önemli bir artış gösterdikten sonra ikinci çeyrekte gerileme eğilimindedir. Yabancıların portföy yatırımları da aynı eğilim içindedir. Bankaların toplam aktif büyüklüğündeki büyüme yavaşlamıştır. Merkez Bankası döviz rezervi sınırlı bir artış gösterirken geçen yılın son çeyreğinde gerileyen dış borç stoku 2012 yılı ilk çeyreği sonunda 318.2 milyar dolara yükselmiştir.

Finansal Göstergeler					
DÖNEMLER	BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ MİLYAR TL	İMKB PAZAR DEĞERİ MİLYAR DOLAR	DIŞ BORÇ STOKU MİLYAR DOLAR	MB DÖVİZ REZERVİ MİLYAR DOLAR	YABANCILARIN PORTFÖY YATIRIMLARI MİLYAR DOLAR
2010 Q2	908,6	241,4	265,4	70,6	92,7
2010 Q3	927,4	312,1	283,0	75,8	113,9
2010 Q4	1.006,7	295,8	290,0	80,7	112,5
2011 Q1	1.046,4	293,5	302,5	86,2	116,5
2011 Q2	1.146,0	290,2	314,7	92,7	114,7
2011 Q3	1.213,7	232,2	314,0	87,5	99,4
2011 Q4	1.217,7	191,4	306,6	78,3	95,0
2012 Q1	1.229,0	260,1	318,2	80,2	115,4
2012 Q2	1.255,6	222,7 ⁽¹⁾	-	82,4 ⁽²⁾	111,6 ⁽¹⁾

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI, HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU, İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI
Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1) Mayıs, (2) 22 Haziran

4.5. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

Ticari gayrimenkul sektörü ile küresel ölçekte iktisadi faaliyetler arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Küresel iktisadi faaliyetlerdeki canlanma ticari gayrimenkul sektöründe yeni arzları, kiralama taleplerini ve yatırım amaçlı satın almaları olumlu etkilemektedir. 2012 yılının ilk çeyrek döneminde küresel ölçekte iktisadi faaliyetlerde genel bir yavaşlama ortaya çıkmış olup bu yavaşlama yeni arzlara yönelik iştahı sınırlamaktadır. İşlerin yavaşlama etkisi kiralama taleplerini de yavaşlatmaktadır. Ticari gayrimenkul fiyatlarının durağan kalması da yatırım amaçlı satın alma faaliyetlerini olumsuz etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde uygulanan çok düşük faiz oranlarına rağmen ticari gayrimenkul fiyatlarında durağanlık sürmektedir. Ticari gayrimenkul sektörüne yönelik bankaların kredi olanakları ile ticari gayrimenkul alacaklarına dayalı menkul kıymet piyasalarının ikincil pazarları da halen zayıf performans göstermeye devam etmektedir.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri 2000 = 100				
DÖNEMLER	OFİS BİNALARI	SANAYİ LOJİSTİK BİNALARI	PERAKENDE BİNALARI	APARTMANLAR
2010 Q2	123	124	118	135
2010 Q3	118	119	125	136
2010 Q4	124	125	136	141
2011 Q1	115	115	130	134
2011 Q2	125	118	129	135
2011 Q3	125	118	131	135
2011 Q4	126	122	133	140
2012 Q1	125	121	132	141

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

ABD’de ticari gayrimenkul fiyatlarında durağanlık sürmektedir. Ekonomideki genel eğilimler ticari gayrimenkul piyasasındaki talebi ve fiyatları da etkilemektedir. Buna bağlı olarak ilk çeyrekte iktisadi faaliyetlerde beklentilerin altında kalan büyüme ticari gayrimenkul fiyatlarındaki durağanlaşmaya yol açmaktadır. Ticari gayrimenkul sektöründe tüm alt pazarlarda fiyatlar son iki yıldır hemen aynı seviyelerdedir.

4.6. Sektörel Görünüm

4.6.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

2012 yılına girerken proje ve yatırım aşamasında bulunan 70’i aşkın alışveriş merkezinden yaklaşık 30 adetinin 2012 yılında faaliyete geçeceği öngörülmektedir. Bu öngörüler çerçevesinde giderek 3 büyük ilin dışındaki illerde yoğunlaşan AVM yatırım iştahı yılın ilk ve ikinci çeyrek döneminde de sürmektedir. Bununla birlikte yeni açılan AVM talep edilen kira bedelleri ile kiralama talebinde bulunan perakende şirketlerinin sundukları kira bedelleri arasında yeniden açılma yaşanmaktadır. Buna ilave olarak son dönemlerde açılan AVM performansı ortalama performansın altında kalmaktadır. Pazarda yeni yatırım iştahı ile birlikte konsolidasyon da sürecektir.

Türkiye Geneline Açılan ve Mevcut Alışveriş Merkezleri				
DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN, M ²	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M ²
2010 Q3	6	267.112	255	6.040.341
2010 Q4	7	250.000	262	6.290.341
2011 Q1	6	236.900	268	6.527.241
2011 Q2	11	350.725	279	6.877.966
2011 Q3	8	281.880	287	7.159.846
2011 Q4	11	402.040	298	7.561.886
2012 Q1	5	155.300	303	7.717.186
2012 Q1 STOK			284	7.488.470
2012 Q2	6	205.500	309	7.922.686
2012 Q2 STOK			290	7.693.970

2012 yılının ilk çeyrek döneminde açılan 5 AVM sonrası yılın ikinci çeyrek döneminde 6 yeni AVM daha açılmıştır. Yeni açılan AVM 1’i İstanbul’da diğerleri ise Mardin, Aydın, Samsun, Manisa ve Muğla’da faaliyet gösterecektir. Yeni açılan 6 AVM’nin toplam kiralananabilir alan büyüklüğü 205.500 m²’dir. 2012 ikinci çeyrek sonunda faaliyette olan AVM sayısı 290, kiralananabilir alan büyüklüğü ise 7.7 milyon m² olmuştur.

Türkiye Tüketim Harcamaları					
DÖNEMLER	HANE HALKI TÜKETİM HARCAMALARI BÜYÜME%	GIDA HARCAMALARI MİLYAR TL	GİYİM AYAKKABI HARCAMALARI MİLYAR TL	MOBİLYA VE EV EŞYALARI HARCAMALARI MİLYAR TL	EĞLENCE KÜLTÜR HARCAMALARI MİLYAR TL
2010 Q2	3,0	52,3	11,7	14,9	7,6
2010 Q3	6,8	57,4	11,7	14,2	8,1
2010 Q4	8,9	62,7	10,3	13,7	8,2
2011 Q1	11,9	57,9	13,0	20,8	8,4
2011 Q2	8,2	62,7	13,8	18,6	8,6
2011 Q3	7,8	65,8	13,7	18,3	9,7
2011 Q4	3,4	69,5	10,8	17,3	10,2
2012 Q1	0,0	66,8	13,3	23,0	9,9

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012 yılının ilk çeyrek döneminde hane halkı tüketim harcamalarında büyüme geçen yılın aynı çeyrek dönemine göre yüzde sıfır olarak gerçekleşmiş ve durmuştur. İç talebi yavaşlatmaya yönelik alınan önlemler yılın ilk çeyreğinde beklentilerin üzerinde bir etki yaratmıştır.

Türkiye'de Tüketici Güven Endeksi ve Satın Alma Eğilimleri				
DÖNEMLER	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ	YARI DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	DAYANIKLI TÜKETİM MALLARINA HARCAMA EĞİLİMİ	GENEL EKONOMİK DURUM
2010 Q2	88,04	99,82	16,28	85,44
2010 Q3	90,41	105,03	18,91	93,11
2010 Q4	90,99	104,84	15,28	91,68
2011 Q1	93,43	104,37	20,56	92,51
2011 Q2	96,42	104,37	20,90	100,19
2011 Q3	93,70	106,60	18,12	96,60
2011 Q4	92,00	102,10	17,70	93,40
2012 Q1	93,90	104,50	19,00	94,40
2012 Q2 ¹	92,10	104,50	19,10	91,00

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Mayıs

Tüketicilerin satın alma eğilimi yılın ilk çeyrek döneminde sınırlı bir artış göstermiştir. İkinci çeyrekte ise satın alma eğiliminde yeniden bir gerileme görülmektedir ve satın alma eğilimi seviyesi Mayıs ayı itibari ile yılbaşı verilerine geri dönmüştür. Genel ekonomik duruma ilişkin değerlendirmeler de sınırlı ölçüde gerilerken yarı dayanıklı tüketim mallarına harcama eğilimi henüz bozulmamıştır.

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100			
DÖNEMLER	TOPLAM CİRO ENDEKSİ	KİRALANABİLİR ALAN M2 ENDEKSİ ^(G)	M2 BAŞINA CİRO ENDEKSİ
2010 Q2	142	185	96
2010 Q3	153	196	102
2010 Q4	151	200	99
2011 Q1	141	203	92
2011 Q2	151	218	95
2011 Q3	137	222	91
2011 Q4	152	227	108
2012 Q1	138	230	95
2012 Q2 ¹	132	232	93

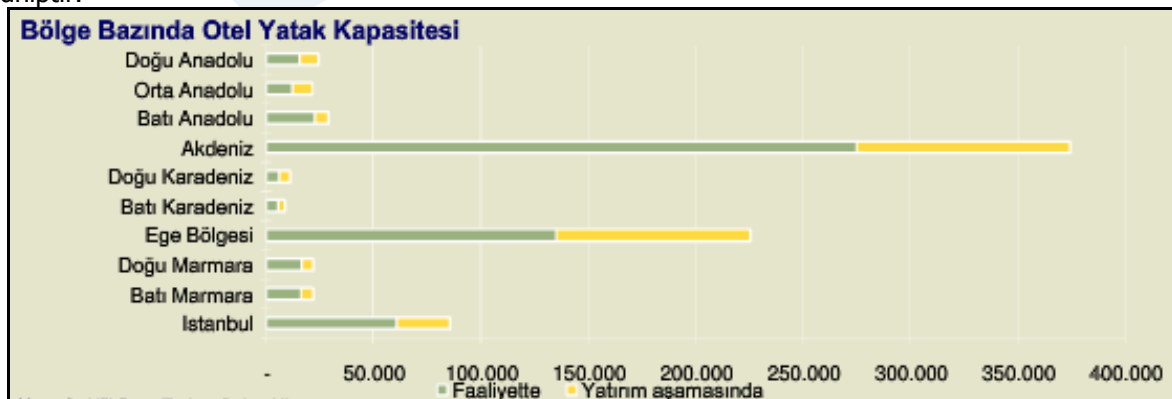
KAYNAK: AMPO NIELSEN PERAKENDE ENDEKSİ
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Mayıs, (G) Güncellenmiştir

Alışveriş merkezi cirolarında yılbaşına göre ve geçen yılın aynı dönemine göre gerileme yaşanmaktadır. Toplam ciro endeksi Mart sonunda 138, Nisan ayında ise 132 seviyesine gerilemiştir. Kiralanabilir alan m² endeksi ise yeni açılan AVM ile birlikte artmaktadır, ancak artış yavaşlamaktadır.

4.6.2. Türkiye Otel Sektörü

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

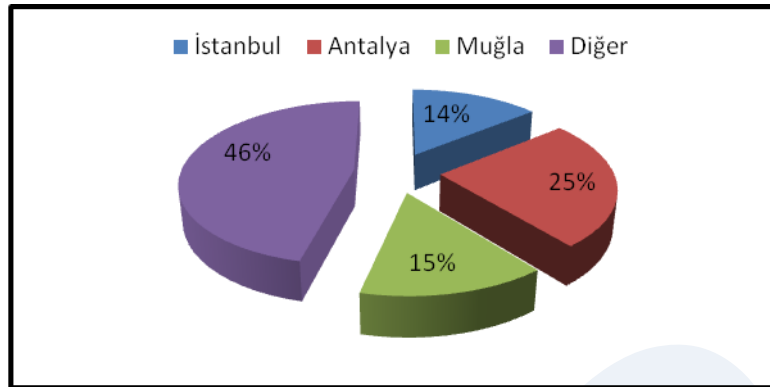
Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, Akdeniz Bölgesi en geniş yatak kapasitesine sahip bölgedir. Bununla birlikte, Ege Bölgesi'ndeki yatak kapasitesi hızla gelişmektedir ve yeni yatırımlarla birlikte %67 oranında artması beklenmektedir. İstanbul da başlı başına oldukça geniş bir yatak kapasitesine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



İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri

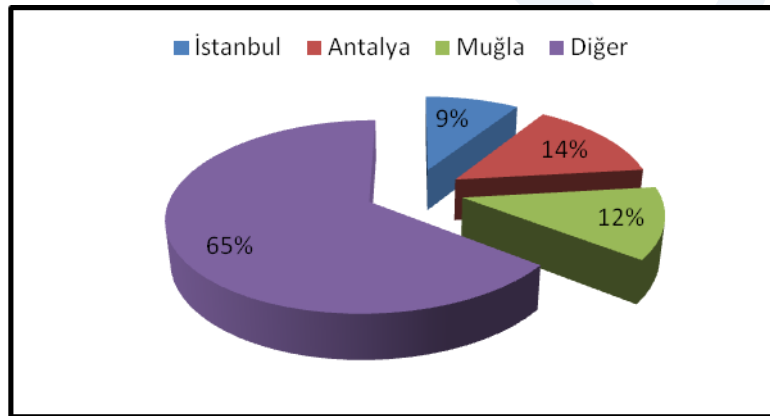
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2008

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



Türkiye Genelinde Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı

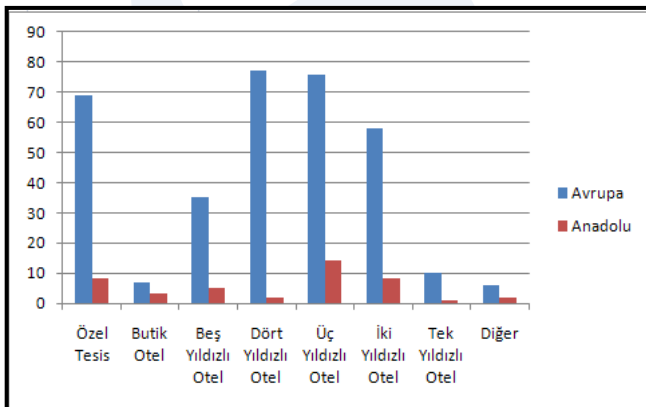
Belediye onaylı turistik tesislerin dağılımı incelendiğinde ise, İstanbul %9'luk payı ile ilk üç içinde yer almaktadır.



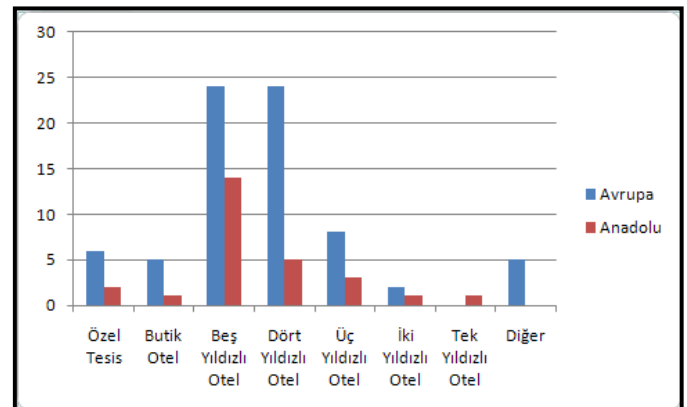
Türkiye Genelinde Belediye Onaylı Tesislerin Dağılımı

Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

İstanbul İl Kültür ve Turizm Müdürlüğünden alınan 2011 Nisan verilerine göre Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli konaklama tesisi sayısı İstanbul geneli için 381 olup, bu tesislere ait toplam yatak sayısı 65.017'dir. Ayrıca İstanbul'da Turizm Bakanlığı Yatırım Belgeli 101 tesis ve bu tesislere ait 32.718 yatak kapasitesi bulunmaktadır.



İstanbul İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı(2011)
Kaynak: İl Kültür Turizm Müdürlüğü



İstanbul Yatırım Belgeli Tesislerin Dağılımı(2011)

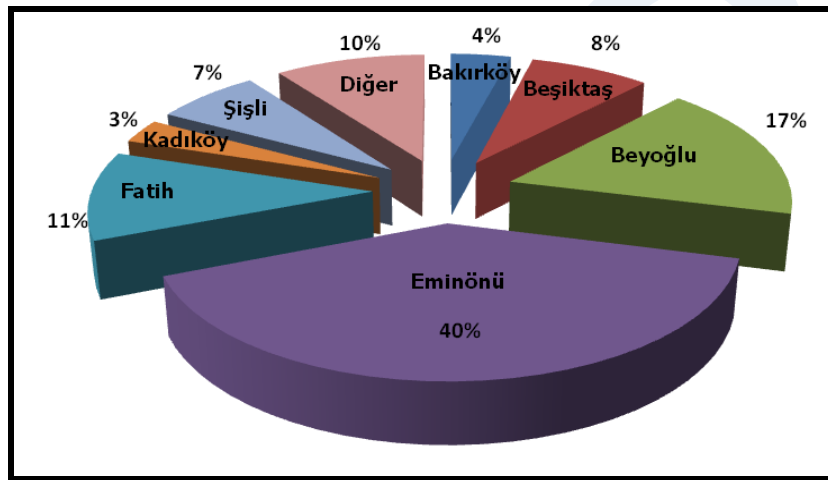
İl genelindeki İşletme Belgeli tesislerin Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %11'i (43 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %89'unu (338 adet) bulundurmaktadır. Aynı şekilde İl genelindeki Yatırım Belgeli tesislerin de Avrupa

Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %26'sı (27 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %74'ü (74 adet) bulundurmaktadır.

Avrupa Yakası'nda en fazla yatak kapasitesine sahip tesis türü 34.402 adet yatak sayısı ile 5 yıldızlı otellerdir.

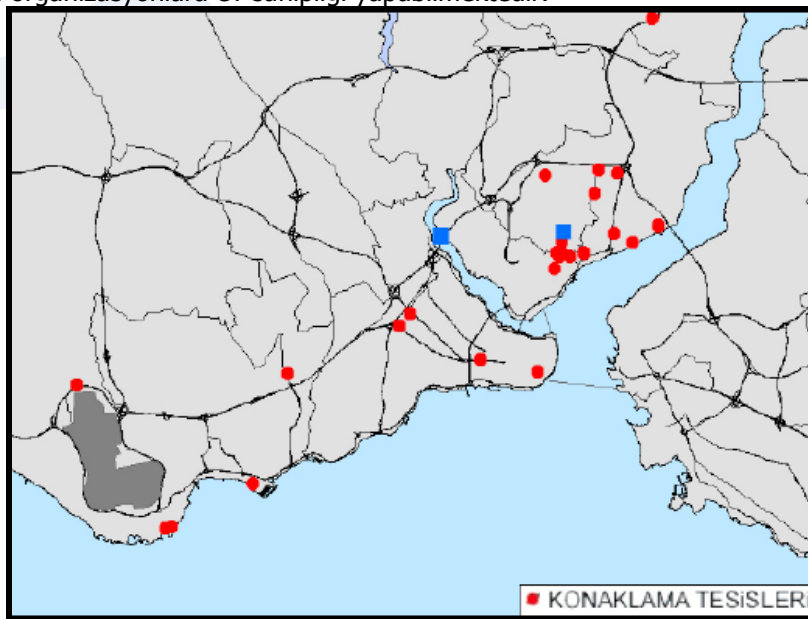
İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından hazırlanan İstanbul Çevre Düzeni Plan Raporu'na göre, İstanbul'a gelen turistler, konaklamak için kentsel ve tarihi yerleşimleri tercih etmektedir. İstanbul'un eski yerleşmeleri olan Fatih, Beyoğlu ve Beşiktaş ilçeleri geçmişten beri turizm altyapısının yoğunlaştığı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

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



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

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



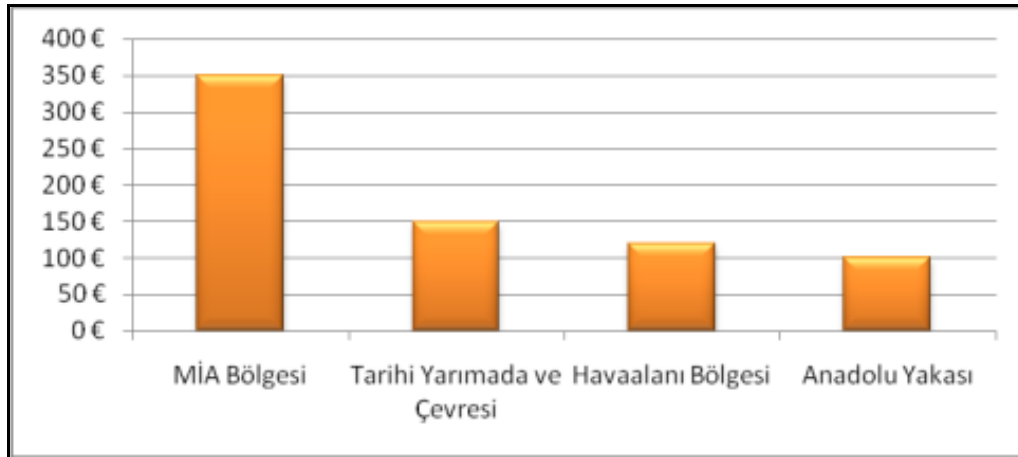
İstanbul 'da 5 Yıldızlı Otellerin Mekansal Dağılımı

Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

İstanbul'un 2010 yılı Avrupa Kültür Başkenti olması, birçok ülke ile vizelerin kaldırılması ve yurtdışında birçok uluslararası kuruluş ve yayının İstanbul'u yılın en iyi turizm destinasyonu olarak göstermesi gibi sebeplerle İstanbul'daki otel yatırımları hızla artmaktadır. Son bir yılda yatırımların artması ve turizm sektöründe ki canlılık, doluluk oranlarını yüzde 70-75'e kadar ulaştırmış olup, otel fiyatlarını da etkilemiştir.

❖ 5 Yıldızlı Oteller

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



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

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

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	650-200	810 -250
Tarihi Yarımada ve Çevresi	250-100	312-125
Havaalanı Bölgesi	160-65	200-81
Anadolu Yakası	120-90	150-112

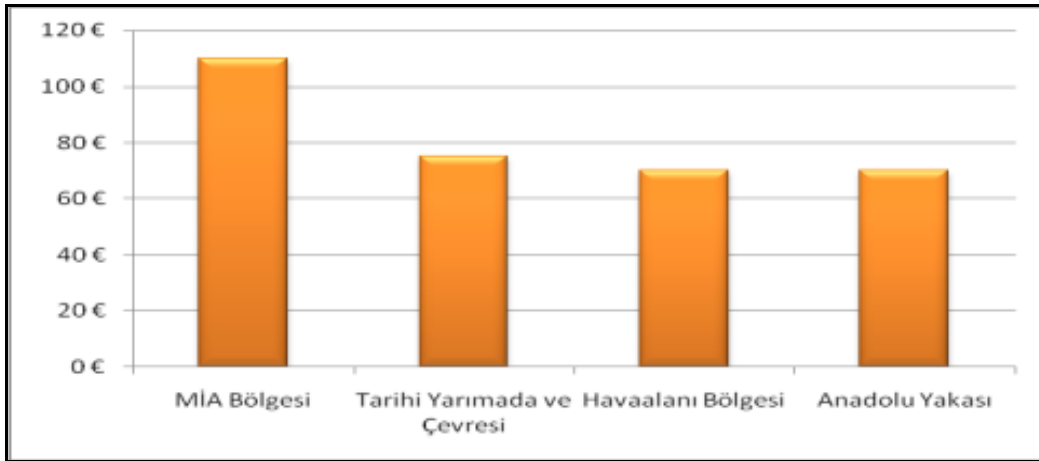
*22.08.2012 tarihli kur esas alınmıştır.

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

- MİA'da yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 650-200,-€ aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 210-100,-€ aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları 160-65,-€ aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları ise 120-90,-€ aralığında yer almaktadır.

❖ 3-4 Yıldızlı Oteller

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



İstanbul 'da 3 ve 4 Yıldızlı Otellerde Kişi başı Ortalama Geceleme Fiyatı

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	140-80	175-100
Tarihi Yarımada ve Çevresi	90-60	112-75
Havaalanı Bölgesi	90-45	112-55
Anadolu Yakası	80-60	100-75

*22.08.2012 tarihli kur esas alınmıştır.

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

- MİA'da yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **140-80,-€** aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **90-60,-€** aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **90-45,-€** aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları ise **80-60,-€** aralığında yer almaktadır.

4.7. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler³,

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

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

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

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

Üsküdar; Marmara Bölgesi'nde, İstanbul İli'ne bağlı bir ilçe olan Beykoz, batısında İstanbul Boğazı, doğusunda Şile, kuzeyde Karadeniz, güneyinde Ümraniye, güneybatısında Üsküdar ile çevrilidir. Boğaziçi'nin Anadolu yakasınının kuzey kesiminde yer alan Beykoz'un, aynı zamanda Karadeniz'e kıyısı bulunmaktadır. Deniz seviyesinden 240 m.ye kadar yükselen ilçenin ormanlık ve engebeli bir arazi yapısı vardır. Bu arazi Riva, Küçüksu ve Göksu dereleri ile bölünmüştür. Akbaba, Dereşeki, Karakulak, Sirmakeş, Deli Osman, Kaymakdonduran, Soğuksu, Kestanelik Beykoz'un önemli içme sularıdır.

İlçede Akdeniz iklimi ile Karadeniz ikliminin karışımı olan Geçiş Tipi İklimi hüküm sürmektedir. Beykoz ve çevresinin bitki örtüsü; başta kestane, meşe, gürgen, ıhlamur, kayın, kızılçam ve fındık ağaçlarından oluşan ağaçlarla kaplıdır. İlçedeki başlıca yeşil alanlar; Abraham Paşa Korusu ile Beykoz Çayırı'dır. Buradaki alanlar tarih boyunca İstanbulluların önemli mesire yerleri olmuştur.

İlçenin ekonomisi ticaret, turizm, balıkçılık ve sanayiye dayalıdır. İlçede sanayi kuruluşu olarak, Paşabahçe İspirto ve İçki Fabrikası 1929'da kurulmuştur, 1935'te kurulan Paşabahçe Cam Fabrikası bulunmaktadır. Ayrıca kundura fabrikası vardı. Bunlardan kundura fabrikası ile cam fabrikası günümüzde çalışmamaktadır. Beykoz'un dalyanlarında tutulan balıklar eskiden günümüze kadar geçen

zaman süreci içerisinde önemini korumaktadır. Balıkçı tekneleri Beykoz koyunda barınmaktadır. Beykoz'a bağlı Polonezköy de önemli bir dinlenme ve mesire yeridir.

İstanbul ili Deprem Haritasına göre, Beykoz İlçesi 2'nci derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

2011 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre İstanbul ili, Beykoz İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda



gösterilmiştir.

	İl/İlçe merkezi			Belde/Köy			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Beykoz	222.075	111.509	110.566	25.209	12.839	12.370	247.284	124.348	122.936
İstanbul	13.483.052	6.774.602	6.708.450	141.188	71.379	69.809	13.624.240	6.845.981	6.778.259

³ Bölge analizine ilişkin bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik ve TÜİK web sayfalarından yararlanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

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

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

Vasıflı gayrimenkullerdir.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

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

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri

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

Sıra No	Bina Adı	Bina Taban Alanı, m ²	Toplam Bina Alanı, m ²	Kat Adedi
1	Kazan Dairesi	729,21	729,21	1
2	Kazan Dairesi	40,22	40,22	1
3	Ambar	519,51	2.597,56	5
4	Şarap Şişeleme	533,73	1.067,46	2

5	Şarap Şişeleme	368,62	1.474,48	4
6	Rakı Şişeleme	3.507,17	7.014,33	2
7	Votka Üretim	868,78	6.950,26	8
8	Votka Üretim	1.063,11	9.568,00	9
9	Votka Üretim	115,23	460,91	4
10	Votka Üretim	477,72	477,72	1
11	Boş Yapı	59,40	59,40	1
12	Boş Yapı	87,11	87,11	1
13	Lojman	110,91	221,82	2
14	Lojman Müstemilatı	11,54	23,07	2
15	Yemekhane Lokal	779,67	1.559,33	2
16	Boş Yapı	24,53	24,53	1
17	Kart Basım	249,83	249,83	1
18	Çay Ocağı	66,16	66,16	1
19	Ambar	905,96	905,96	1
20	İtfaiye	83,24	83,24	1
21	İtfaiye	128,02	128,02	1
22	İtfaiye	73,44	73,44	1
23	Teknik Şube	758,61	758,61	1
24	Boş Yapı	34,19	34,19	1
25	Garaj	145,85	145,85	1
26	Şöförler Binası	79,69	159,38	2
27	Ambar	607,43	1.214,86	2
28	Ambar	567,44	1.134,87	2
29	Ambar	3.741,71	7.483,42	2
30	Isı Merkezi	373,35	746,69	2
31	Elektrik Atölyesi	184,24	368,48	2
32	Lojman	202,00	121,00	3
33	Boş Yapı	96,31	96,31	1
34	WC	51,32	51,32	1
35	Baraka	12,50	12,50	1
TOPLAM		17.657,72	46.189,53	

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

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

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

Ancak, Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda konu yapıların yıkılarak değerlendirme konusu parseller üzerinde farklı yapılar inşa edileceğinin öğrenilmiş olması nedeni ile bu yapılar değerlendirme dışı tutulmuştur.

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

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

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

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

(EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)

5.2. Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

23.08.2012 tarih itibari ile Beykoz Tapu Sicil Müdürlüğü ile Boğaziçi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü arşivinde yapılan inceleme sonuçları ve alınan yazılı tapu takyidatı bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

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

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

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

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu gayrimenkullerin takyidat incelemeleri 23.08.2012 tarihinde yapılmış olup, gayrimenkullerin malikinin değişmesinin ardından tekrar takyidat incelemesi yapılmamıştır.

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde;

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

Değerleme konusu 200 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

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

Değerleme konusu 209 ada, 3 numaralı parsel üzerinde ise herhangi bir takyidatla rastlanmamıştır.

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Tapu Takyidat Yazısı)

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

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

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

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

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

- Bu alanlarda, Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu'nun görüşü alınarak İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığınca onaylanacak Avan Projeye göre uygulama yapılabilir.
- TAKS:0,05
- H_{max}:4,50
- İnşaat alanları toplamı en çok 250,-m² olan bir adet yapı yapılabilir.
- Asgari bahçe mesafesi 10 m'dir.
- Gerekli bakım ve servis için normal kat yüksekliğini geçmeyen 1 bodrum kat yapılabilir.
- Yapılacak binaların niteliği Turizm Yatırım ve İşletmelerinin Niteliklerine Ait Yönetmelikte belirtilen fonksiyonlardan günübirlik tesisler, kampingler, lokanta ve temalı parkları içerecektir.

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

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

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

17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı” maddesine dayanarak, yapılar için iskan talep edilmiştir. Yapılar için henüz iskan verilmemiştir.

(EK: 4: Gayrimenkule Ait Hali Hazır Harita)
(EK: 5: Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

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

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

5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi

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

İhalenin Konusu: İstanbul İli, Beykoz İlçesi, Paşabahçe Mahallesiinde bulunan (eski İçki Fabrikası) ve tapunun;

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

Yüzölçümlü gayrimenkuller ile bu gayrimenkuller üzerinde bulunan binaların “Satış”

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

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

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

5.3.2. Kullanma İzni Sözleşmesi

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

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

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

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

Kullanma İzin Süresi: 49 Yıl

Kullanma İzni Bedeli: Bu hak **BEDELSİZ** olarak verilecektir.

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

Söz konusu gayrimenkuller özelleştirilerek Mülkiyeti Rapor tarihi itibariyle Malik Şirkete geçmiş, ancak ile 3.935,-m² alanlı İskele ve rihtimin Kullanım İzninin Devri henüz gerçekleştirilmemiştir. Ancak, İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve rihtimin Kullanım İzni Rapor tarihi sonrası devredileceği bilgisi edinilmiştir.

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

(ii) Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yeniden değerlendirilmiş varlık, kullanım değerinin yeniden değerlendirilmiş tutarından (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerinden) daha düşük olması durumunda değer düşüklüğüne uğrayacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için bu Standardı uygular.

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

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

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

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

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

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

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

En Etkin Verimli Kullanım Analizi çerçevesinde; değerlendirme konusu parseller üzerinde Mer'i imar planına uygun olarak proje geliştirilecek olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

- ✓ Konu parsel üzerinde, **52.302,84m²** kapalı alanlı **Otel + Ofis** fonksiyonlu proje geliştirilmiştir.
 - Proje gelirinin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan 5 yıldızlı Otel oda fiyatları ve satılık villa emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmıştır,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.

Yukarıda bahsi geçen Proje için yapılan çalışmalar sonucu **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiş ve Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen verilere dayanarak proje gelirleri belirlenmiş, Maliyet yaklaşımı çerçevesinde projenin geliştirme maliyeti belirlenmiş ve bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri hesaplanmıştır**.

6.5. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal 1 Paşabahçe, Barbaros Caddesi'ne cepheli, Boğaziçi Ön görünümde yer alan Konut imarlı 950,-m ² yüzölçümlü arsanın 1/2 hissesi satılıktır.	475,0	1.798.100,0	3.785,5	1.000.000,0	2.105,3	
Emsal 2 Paşabahçe, Boğaz manzaralı, 896,-m ² yüzölçümlü, içerisinde 130,-m ² + 100,-m ² + 30,-m ² müstakil evler bulunan konut imarlı arsa satılıktır.	896,0	1.600.000,0	1.785,7	889.828,2	993,1	
Emsal 3 Paşabahçe, deniz manzaralı, 266,-m ² yüzölçümlü konut imarlı arsa satılıktır.	266,0	450.000,0	1.691,7	250.264,2	940,8	
Emsal 4 Paşabahçe, deniz manzaralı, Konu gayrimenkullere yakın konumlu, 1.595,-m ² yüzölçümlü konut imarlı arsa satılıktır.	1.595,0	2.390.000,0	1.498,4	1.329.180,8	833,3	
Emsal 5 Paşabahçe, kapanmaz boğaz ve deniz manzaralı, 455,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	455,0	1.100.000,0	2.417,6	611.756,9	1.344,5	
Emsal 6 Çubuklu'da, deniz manzaralı, 600,-m ² yüzölçümlü konut imarlı arsa satılıktır.	600,0	2.697.150,0	4.495,3	1.500.000,0	2.500,0	

Tabloda yer alan arsaların irdelenmesi sonucunda,

- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde satılık Turizm imarlı arsa bulunmadığı, konut imarlı arsa arzının ise kısıtlı olduğu,
- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde yer alan Konut imarlı arsaların ise konum, deniz manzarası, yüzölçümü gibi özellikleri doğrultusunda m² emsal bedellerinin 1.500,-TL ile 4.500,-TL aralığında değişiklik gösterdiği,
- ✓ Emsal 1'de yer alan gayrimenkulünün konu parsellerinde cephe aldığı Barbaros Caddesine cepheli olduğu,
- ✓ Emsal 2, 3, 4 ve 5'de yer alan arsaların daha iç kısımlarda konumlandığı,
- ✓ Emsal 6'da yer alan gayrimenkulün Çubuklu Mahallesi'nde konumlandığı,
- ✓ Konu gayrimenkuller gibi denize cephesi olan (yaklaşık 500 m sahil mevcut) parsel bulunmadığı,
- ✓ 195 ada, 7 parselin sahip olduğu Turizm Konaklama Alanı imarına ve 209 ada, 3 parselin sahip olduğu Rekreasyon Alanı imarına sahip satılık arsa bulunamadığı,

Tespitleri yapılmıştır.

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

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

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu,

- ✓ **195 ada, 7 numaralı parselin**
 - Turizm Konaklama Alanı imarına sahip olması,
 - Denize sıfır konumu,
 - ~500 m sahil şeridi,
 - Yapılaşma hakları

Göz önünde bulundurularak m² emsal bedelinin **3.000,-ABD\$** olarak

- ✓ **200 ada, 3 numaralı parselin**
 - Barbaros Caddesine Cephesi,
 - Köşe konumu,
 - Konut Alanı imarlı olmasına karşın yapılaşma hakkının olmaması,
- Göz nünde bulundurulurarak m² emsal bedelinin **1.000,-ABD\$** olarak

- ✓ **209 ada, 3 numaralı parselin**
 - Rekreasyon Alanı imarı,
 - Barbaros Caddesine Cephesi,
 - Köşe konumu,
 - Düşük yapılaşma hakkı,

Göz önünde bulundurulurarak değerlemeye esas m² emsal bedelinin **2.000,-ABD\$** olarak Alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmış olup, bu birim değerler esas alınmak suretiyle hesaplanan parsel değerleri aşağıda verilmiştir.

Müşteri Şirketten alınan bilgiler doğrultusunda değerlendirme konusu parseller üzerinde konumlu olan atıl durumdaki yapıların yıkılacağı öğrenilmiş olup, değer tespiti sadece arsalar için yapılmıştır.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI			
Parsel No	195/7	200/3	209/3
Parsel Yüzölçümü, m ²	54.870	827	16.212
m ² Emsal Değeri, ABD \$	3.000	1.000	2.000
Parsel Değeri, ABD\$	164.610.000	827.000	32.424.000
Parsel Değeri, TL	295.985.241	1.487.029	58.301.594
Σ Parsel Değeri, TL	355.773.864		

Sonuç olarak Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu

- **195 ada, 7 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 295.985.241,-TL**
- **200 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 1.487.029,-TL**
- **209 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 58.301.594,-TL**
- **Gayrimenkullerin toplam Pazar değerinin ise 355.773.864,-TL**

Olacağı kanaatine varılmıştır.

Değerleme konusu 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtım için konu gayrimenkullerin tamamlayıcı unsuru olması nedeni ile ayrıca bir değer takdir edilmemiştir. Ancak konu gayrimenkullere değer takdir edilirken özel iskele ve rıhtım alanına sahip oldukları göz önünde bulundurulmuştur.

6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi

Müşteri Şirket tarafından, Değerleme konusu;

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

Öngörülmüştür.

Müşteri Şirketten alınan bilgi doğrultusunda değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu olan yapıların yıkılacağı öğrenilmiş olup, yıkım maliyeti proje maliyetine dahil edilmemiştir.

Proje Özeti:

195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde imarına uygun olarak 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villa) geliştirilmesi öngörülmektedir. **200 ada, 3 numaralı parselin** yapılaşma hakkının olmaması nedeni ile bu parsel üzerinde herhangi bir yapı geliştirilmeyecek olup, **209 ada, 3 numaralı parselin** ise kısıtlı yapılaşma hakkı nedeni ile geliştirilecek Otel projesinin tamamlayıcı unsurları olan yeşil alanlar, yürüme yolları, kamelyalar (oturma alanları), açık alanlı kafe ve barlar, vb olarak geliştirileceği varsayılmıştır. Parseller üzerinde geliştirilecek proje detayı aşağıda verilecektir.

- Değerleme konusu **195 ada, 7 numaralı parsel** üzerinde Müşteri'den alınan bilgiler doğrultusunda ve "Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı" lejandına uygun olarak, E:0,50 yapılaşma şartı doğrultusunda 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villa) kullanım amaçlı toplam **86.612,-m²** brüt alanlı proje geliştirilecektir.
- **Projenin gerçekleştirileceği parsellerin kullanımına tahsis edilen İskele ve Rıhtım alanı proje değerini artırıcı bir nitelik oluşturmaktadır.**
- Projeye göre, **195 ada, 7 parsel** üzerinde
 - **73.512,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 4 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan 5 Yıldızlı Otel ve
 - **13.100,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 1 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan Apart Otel (Villalar)

inşa edileceği öngörülmüştür.

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

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

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

***195 ada, 7 numaralı parselin 150,-m²lik kısmı yola terk edilecektir.**

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

OTEL		Alan, m ²
Emsale Dahil	2.Normal Kat	3.300
	1.Normal Kat	3.300
	Zemin Kat	4.500
Emsal Dış	1.Bodrum kat	13.836
	2.Bodrum kat	16.192

	3.Bodrum kat	16.192
	4.Bodrum kat	16.192
TOPLAM		73.512

VİLLA		Alan, m²
Emsale Dahil	2.Normal Kat	180
	1.Normal Kat	180
	Zemin Kat	180
Emsal Dışı	1.Bodrum kat	334
1 Adet Villa TOPLAM		874
15 Adet Villa Toplam		13.103

ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:

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

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel Yapı Maliyeti;** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2012 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 5. sınıf C grubu inşaat birim maliyeti olan **1.400,-TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark Yapı Maliyeti;** Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında kullanılacak 2012 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ'de belirtilen 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, 3. sınıf A grubu inşaat birim maliyeti olan **475,-TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen Yapı Maliyeti birim değerlerine Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre Düzenlemesi maliyeti, arazi yapısı da dikkate alınarak toplam yapı maliyetinin **%3'ü** oranında varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

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

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, geliştirilen projeye göre gayrimenkullerin yapı değerleri hesaplanmış ve aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ	
Otel Kapalı Alanı, m²	41.128,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	1.400,00
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	42,00
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	43,26
Diğer Maliyetler, TL	44,56
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.529,82
Otel Yapı Maliyeti, TL	62.918.346
Otel Otopark Kapalı Alanı, m²	32.384,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	475,00
Otel Otopark Alan Yapı Maliyeti, TL	15.382.400
1 - Σ Otel Yapı Maliyeti, TL	78.300.746
Villa Kapalı Alanı, m²	8.100,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	1.400,00
Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL	42,00
Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL	43,26
Diğer Maliyetler, TL	44,56
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.529,82

Villa Yapı Maliyeti, TL	12.391.524
Villa Ortak Alan+ Otopark Kapalı Alanı, m²	5.000,00
m ² Birim Maliyet, TL/m ²	475,00
Villa Ortak Alan+Otopark Yapı Maliyeti, TL	2.375.000
2 - Σ Villa Yapı Maliyeti, TL	14.766.524
Σ Proje Yapı Maliyeti, TL (1+2)	93.067.271
3 - Çevre Düzeni Maliyeti, TL	4.653.364
Σ Proje İnşaat Maliyeti, TL (1+2+3)	97.720.634
Σ Proje İnşaat Maliyeti, ABD\$	54.346.607

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

- ✓ Standart odaların tefrişat bedeli olarak **15.000,-TL**,
- ✓ Delux odaların tefrişat bedeli olarak **20.000,-TL**,
- ✓ King Suit tefrişat bedeli olarak ise **25.000,-TL**
- ✓ Ortak alanlar tefrişat bedeli olarak ise m² başına **500,-TL**, öngörülmüştür.

Otel toplam tefrişatı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	TL	ABD\$
Σ Tefrişat Bedeli, TL	9.980.500	5.550.581
Standart Oda Adedi	180	180
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	15.000	8.342
Σ Standart Oda Tefrişat Bedeli, TL	2.700.000	1.501.585
Delux Suit Adedi	15	15
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	17.500	9.732
Σ Delux Suit Tefrişat Bedeli, TL	262.500	145.987
King Suit Adedi	5	5
1 Adet Oda Tefriş Bedeli	20.000	11.123
Σ King Suit Tefrişat Bedeli, TL	100.000	55.614
Ortak Alan, m ²	13.836	13.836
Ortak Alan m ² Tefrişat Bedeli, TL	500	278
Σ Ortak Alan Tefrişat Bedeli, TL	6.918.000	3.847.394

Otel toplam maliyeti aşağıdaki tabloda verilmiştir.

	TL	ABD\$
Σ Proje İnşaat Maliyeti	95.859.289	53.311.434
Σ Proje Tefrişat Bedeli	9.980.500	5.550.581
Σ Proje Geliştirme Maliyeti	105.839.789	58.862.015

Yukarıda detayları verilen maliyet kalemleri doğrultusunda 5 Yıldız Otel + Apart Otel (Villalar) Projesinin **105.839.789,-TL (58.862.015,-ABD\$)** bedelle tamamlanması planlanmaktadır. Projenin, toplam geliştirme maliyeti ve yıllar itibariyle tamamlanma oranlarına ilişkin varsayımlar aşağıda verilmiştir. Yapı maliyetleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2012	2013	2014	TOPLAM
Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$	\$5.886.201	\$27.282.544	\$28.101.020	\$61.269.765
Proje Tamamlanma Oranı, %	10%	45%	45%	100%

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

5 Yıldızlı Otel Geliri: 5 yıldızlı lüks otel, 200 odalı olacaktır. Otele gelen ziyaretçilerin park sorunu yaşamaması adına kapalı otopark alanı ve ziyaretçilerin yeme içme ihtiyacını karşılamak için restoran alanları yer olacaktır. Otopark için herhangi bir ücret öngörülmemiş olup, Restoran geliri oda ücretinin %25'i olarak varsayılmıştır.

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

	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	650-200	810 -250
Tarihi Yarımada ve Çevresi	250-100	312-125
Havaalanı Bölgesi	160-65	200-81
Anadolu Yakası	120-90	150-112

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

5 yıldızlı otel inşaa çalışmaları 2012 yılı son çeyreğinde başlayıp 2014 yılsonunda tamamlanarak faaliyete geçecektir. Otel **yıllık net gelirinin, otel yıllık cirosunun %35'i oranında** olacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 5 yıldızlı otelin 2012 yılına ait, %100 doluluk halinde yıllık geliri (varsayımsal) verilmiştir.

	2012
5 Yıldızlı Otel Oda Net Geliri, ABD\$	6.300.000
Otel Oda Sayısı	200
Oda Günlük Geliri, ABD\$	200
Oda Yıllık Cirosu, ABD\$	18.000.000
Otel Gelir Oranı	35%

Restoran Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan Restoranın proje inşasının bitmesinin ardından 2015 yılında faaliyete geçeceği ve **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Restoranın 2012 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

	2012
Restoran Geliri, ABD\$	\$4.500.000
Restoran Gelir Oranı,%	25%

Diğer Alanlar Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan diğer alanlar (Balo – Düşün Salonu, Konferans Salonu, Ticari üniteler, SPA, Fitnes Center, Türk Hamamı, Sauna vb.) proje inşasının bitmesinin ardından 2015 yılında faaliyete geçeceği ve **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Diğer Alanların 2012 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

	2012
Diğer Alan Geliri, ABD\$	\$4.500.000
Diğer Alan Gelir Oranı,%	25%

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

SATILIK VİLLA/YALI EMSALLERİ						
Açıklama	Kapalı Alan, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal 1 Beykoz, Paşabahçe'de, zemin+ 2 normal katlı 628,-m ² kapalı alan, 388,-m ² teras alanlı, kendine ait 8 m iskelesi bulunan yalı satılıktır.	628,0	26.971.500,0	42.948,2	15.000.000,0	23.885,4	
Emsal 2 Beykoz, Paşabahçe'de, 750,-m ² arsa üzerinde konumlu, 600,-m ² kapalı alanlı,	600,0	10.788.600,0	17.981,0	6.000.000,0	10.000,0	

	geniş rihtımı olan, tarihi eser, tadilat gerektiren, restorasyon projesi hazırlanmış yalı satılıktır.					
Emsal 3	Beykoz, Paşabahçe'de, 200,-m ² kapalı alanlı, 200,-m ² bahçesi bulunan, denize sıfır, dubleks, içi tamamen yenilenmiş yalı satılıktır.	200,0	4.495.250,0	22.476,3	2.500.000,0	12.500,0
Emsal 4	Beykoz, Paşabahçe'de, 1.000,-m ² arsa üzerinde konumlu, 90,-m ² taban oturumlu, 380,-m ² kapalı alanlı, 2 araçlık kapalı otoparkı olan, bahçesinde ayrıca 1+1 müstemilatı bulunan, kapanmaz boğaz manzaralı, 20 yıllık villa satılıktır.	380,0	8.990.500,0	23.659,2	5.000.000,0	13.157,9
Emsal 5	Beykoz, Paşabahçe'de, 475,-m ² arsa üzerinde konumlu, 220,-m ² kapalı alanlı, 2 katlı, 40 yıllık kapanmaz boğaz manzaralı villa satılıktır. (Tadilat gerektiriyor.)	220,0	1.977.910,0	8.990,5	1.100.000,0	5.000,0
Emsal 6	Beykoz, Paşabahçe'de, 600,-m ² bahçe alanına sahip, 250,-m ² kapalı alanlı, 5+2, şömineli, kapalı otoparklı, panoromik boğaz manzaralı villa satılıktır.	250,0	2.697.150,0	10.788,6	1.500.000,0	6.000,0

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- Bölgede konumlu yalı/villa kullanım fonksiyonlu emsallerin konumları, denize yakınlıkları, özel rihtım alanları, kapalı alanları, vb. göz önünde bulundurularak m2 satış bedellerinin
 - o Yalılar için 10.000,-ABD\$ ile 23.885,-ABD\$
 - o Villalar için 5.000,-ABD\$ ile 13.158,-ABD\$
- Aralığında olduğu,
- Emsal 1'de konumlu yalının denize sıfır ve bakımlı, olması, ayrıca 8 m iskelesinin mevcut olması nedenleri ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,
- Emsal 2'de konumlu yalının, tarihi eser ve tadilat gerektiren bir yapı olduğu,
- Emsal 3, 4 ve 5'de konumlu villaların deniz manzaralı olduğu,
- Emsal 4'de konumlu villanın büyük arsa alanı nedeni ile yüksek bedelden satışa sunulduğu,

Tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, proje içerisinde konumlandırılacak villaların,

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

Göz önünde bulundurularak m² satış bedellerinin **9.000,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Geliştirilecek Villaların inşaatına otel ile birlikte 2012 yılı son çeyreğinde başlanacağı ve 2014 yılsonunda tamamlanacağı varsayılmıştır. 2012 yılı verilerine göre villaların tamamının satılması halinde elde edilecek geliri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

	2012
Satılabilir Villa Kapalı Alanı, m ²	13.100,00
m ² Satış Bedeli, ABD\$	9.000,00
Satış Geliri, ABD\$	117.900.000

Villaların satışına, 2014 yılında proje inşa aşamasındayken satışa sunulacak olup, 2017 yılında satışlarının tamamlanacağı varsayılmıştır. Villaların yıllara göre satış oranlarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir. Şatış bedeli her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Villa Satış Oranı, %	0%	0%	20%	30%	35%	15%

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR;

Bu analizde iki husus önem arz etmektedir.

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

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

İskonto Oranı	10,00%
Risksiz Getiri Oranı(*)	5,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Likidite Risk Primi (Sektör Riski)	1,25%
Proje Riski	1,25%

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

İNA ANALİZİ:

Yukarıda verilen varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İNA analizi aşağıda sunulmuştur.

İNA ANALİZİ							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	DED
Proje Geliştirme Harcamaları, ABD\$	-5.886.201	-27.282.544	-28.101.020				
Otel Yıllık Net Geliri, \$				5.507.344	6.027.100	6.573.084	7.146.403
Restoran Geliri, \$				3.933.817	4.305.071	4.695.060	5.104.574
Diğer Alan Geliri, \$				3.933.817	4.305.071	4.695.060	5.104.574
Villa Satış Geliri,\$			25.016.022	38.649.754	46.444.121	20.501.762	
Net Nakit Akımı	-5.886.201	-27.282.544	-3.084.998	52.024.732	61.081.363	36.464.966	247.936.430
İskonto Oranı	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
İskonto Faktörü	1,033	1,137	1,250	1,375	1,513	1,664	1,831
1 / İskonto Faktörü	0,97	0,88	0,80	0,73	0,66	0,60	0,55
Nakit Akımlarının NBD	-5.886.201	-27.282.544	-2.467.341	37.826.082	40.373.606	21.911.492	135.439.017
Nakit Akımlarının Toplam NBD, \$							199.914.111
Nakit Akımlarının Toplam NBD, TL							359.465.564

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen İNA analizi sonucunda, 195 ada, 7 numaralı parselin 5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar) olarak geliştirilmesi halinde net bugünkü değeri 359.465.564,-TL (199.914.111,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır. Bu değer, geliştirici karını da içeren parsel değerini ifade etmektedir.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu **195 ada, 7 parsel ve 209 ada, 3 numaralı parseller** üzerinde Meri imar planları doğrultusunda "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmiştir.

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

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değerinin tespit edilmesinde **mevcut** müşterek ve bölünmüş kısımlar dikkate alınmamış, ancak projeksiyonlar farklı kullanım ve yapılaşma haklarına göre farklılaştırılmıştır.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

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

En Etkin Verimli Kullanım Analizi çerçevesinde; değerlendirme konusu parseller üzerinde Mer’i imar planına uygun olarak proje geliştirilecek olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

- ✓ Konu parsel üzerinde, **52.302,84m²** kapalı alanlı **Otel + Ofis** fonksiyonlu proje geliştirilmiştir.
 - Proje gelirinin tespiti için **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan 5 yıldızlı Otel oda fiyatları ve satılık villa emsalleri araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmış,
 - **Projenin geliştirme maliyeti** hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı birim fiyatları esas alınmıştır.

Yukarıda bahsi geçen Proje için yapılan çalışmalar sonucu **Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi** gerçekleştirilmiş ve Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile elde edilen verilere dayanarak proje gelirleri belirlenmiş, Maliyet yaklaşımı çerçevesinde projenin geliştirme maliyeti belirlenmiş ve bu veriler ışığında yaratılan nakit akımları iskonto edilerek **gayrimenkulün net bugünkü değeri hesaplanmıştır.**

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

ÖZET TABLO				
Ada No. / Parsel No.	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı		Gelirlerin Kapitalizasyonu -İNA Analizi	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
195/7	295.985.241	164.610.000	359.465.564	199.914.111
209/3	58.301.594	32.424.000		
200/3	1.487.029	827.000	-	-
TOPLAM	355.773.864	197.861.000	359.465.564	199.914.111

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

- Farklı değerlendirme yöntemleri kullanılarak hesaplanan değerlerinin birbirleri ile tutarlı olduğu,
- **200 ada, 3 numaralı parselin** (İmar Planında belirtildiği üzere) yapılaşma izninin olmaması nedeni ile En Etkin Verimli Kullanım Analizi gerçekleştirilmemiştir.
- **2009 ada, 3 numaralı parselin** ise, sınırlı yapılaşma izni göz önünde bulundurulmuş ve 195 ada, 7 numaralı parselde geliştirilen projenin tamamlayıcısı olarak değerlendirilmiştir.
- En Etkin ve Verimli kullanımı dikkate alınarak gerçekleştirilen İNA analizi sonucu bulunan değerlerin ise parsel değeri yanında, günümüz değerleriyle ifade edilirken iskonto oranına proje riskinin de dahil edilmiş olduğu, aynı zamanda geliştirici karını da kapsadığı, bu sebeple Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu elde edilen değerden daha fazla sapmalar içerebileceği, Hususları da dikkate alınarak;
- Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı sonucu bulunan,
 - **197 ada, 7 numaralı parselin adil pazar değerinin 295.985.241,-TL**

- 209 ada, 3 numaralı parselin adil pazar değerinin 58.301.594,-TL
- 200 ada, 3 numaralı parselin adil pazar değerinin 1.487.029,-TL
- Gayrimenkullerin toplam adil Pazar değerinin ise 355.773.864,-TL

olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

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

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

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

Yapılar için henüz iskân verilmemiş olup, söz konusu belgeler doğrultusunda iskan alacağı düşünülmektedir.

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

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

- ✓ 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel numaralı gayrimenkullerin özelleştirilerek mülkiyetinin Müşteri Şirkete geçtiği,
- ✓ İhale Şartnamesi gereği 3.935,-m² alanlı İskele ve rıhtımın Kullanım İzninin de Müşteri Şirkete devredileceği,
- ✓ Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde yer alan yapıların yıkılacağı,

Ve söz konusu gayrimenkuller ile Kullanım Hakkının Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyüne alınmasında bir sakınca olmadığı kanaatlerine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

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

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

Vasıflı gayrimenkuller ile

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

yasal durumunun irdelenmesi ve **adil piyasa değerinin** tespitine yönelik yapılan çalışmalar sonucunda,

I. Değerleme konusu gayrimenkuller ve Kullanım İzni Sözleşmesinin Rapor'un 7.4'üncü bölümünde detayları verildiği üzere GYO portföyüne alınabilmesinde bir sakınca olmadığı,

II. Gayrimenkullerin, iskele-rıhtım ve dolgu alanı kullanım hakkını da içeren toplam adil piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;

- **KDV hariç 355.773.864,00TL**
- **KDV dahil 419.813.159,52TL**

Olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,


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


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

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

9. RAPOR EKLERİ

EK: 1: GAYRİMENKULE AİT FOTOĞRAFLAR

-195 Ada, 7 Parsel-







-209 Ada, 3 Parsel-






-200 Ada, 3 Parsel-




EK: 2: GAYRİMENKULLERE AİT TAPU BELGELERİ

İli	İSTANBUL		<p>Türkiye Cumhuriyeti</p>  <p>TAPU SENEDİ</p>		Fotoğraf		
İlçesi	BEYKOZ						
Mahallesi	PAŞABAĞÇE						
Köyü							
Sokağı							
Mevkii	E.ÇUBUKLU CAD.Y ÇUBUK						
Satış Bedeli	Pafta No.	Ada No.	Parsel No.	Yüzölçümü			
500.000,00	39	200	3	ha	m ²	dm ²	
				827,00 m ²			
GAYRİMENKULÜN	Niteliği	KARGIR SU DEPOSU					
	Sınırı	Planındadır Zemine Sistem No : 15603333					
	Edinme Sebebi	Tamamı GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ adını kayıtlı İKON TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş adına Satış işleminden.					
	Sahibi	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş Tam					
Geldisi	Yevmiye No.	Cilt No.	Sahife No.	Sıra No.	Tarih	Gittisi	
Cilt No.	5415	1	64	...	15/05/2012	Cilt No.	
Sahife No.						Sahife No.	
Sıra No.						Sıra No.	
Tarih						Tarih	
<p>NOT: *Hükûmî bir gayrimenkulün satışına ilişkin tapu senedi, tapu sicil müdürlüğünde kayıtlıdır. **Ticari bir kurumun gayrimenkulüne ilişkin tapu senedi, tapu sicil müdürlüğünde kayıtlıdır.</p>							

İli	İSTANBUL	<p style="text-align: center;">Türkiye Cumhuriyeti</p>  <p style="text-align: center;">TAPU SENEDİ</p>			Fotograf		
İlçesi	BEYKOZ						
Mahallesi	PAŞABAĞÇE						
Köyü							
Sokağı							
Mevkii	PAŞABAĞÇE ÇUBUKLU YO						
Satış Bedeli		Pafta No.	Ada No.	Parsel No.	Yüzölçümü		
70.500.000,00	39		209	3	ha	m ²	dm ²
					16.212/00	m ²	
GAYRİMENKULÜN	Niteliği	KARGIR DEPO VE MEYVA BAĞÇESİ					
	Sınır	Planındadır Zemin Sistem No : 25112417					
	Edinme Sebebi	Tutarı GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ adına kayıtlı İken TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. adına Satış işleminden.					
	Sahibi	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. Tam					
Geldisi	Yevmiye No.	Cilt No.	Sahife No.	Sıra No.	Tarhi	GİTİSİ	
Cilt No.	3415	2	133		19/09/2012	Cilt No.	
Sahife No.						Sahife No.	
Sıra No.						Sıra No.	
Tarih						Tarih	
 <p>NOT: * Mük. yıla göre vergi hesaplaması için vergi dairesi ile iletişime geçiniz. ** Bilgiye Karan ve Hükümlerine göre 2012 yılı için Tapu Senedi Mucülüne göre işlem.</p>							

İl		İSTANBUL		<p><i>Türkiye Cumhuriyeti</i></p>  <p>TAPU SENEDİ</p>		Fotoğraf	
İlçesi		BEYKOZ					
Mahallesi		HAŞABAHÇE					
Köyü							
Sokağı							
Mevkii		HAŞABAHÇE ÇUBUKLU YOLU					
Satış Bedeli		Pafta No.	Ada No.	Parsel No.	Yüzölçümü		
284.000.000,00		323839	195	7	ha	m ²	dm ²
Niteliği		KARGIR KÖŞK MA MÜŞTEMLAT İSPİRTO FABRİKASI VE ARAZI İLE DÖRT MASURA TATLISU					
Sınıfı		Planındadır Zemin Sınem No : 25603215					
Edinme Sebebi		Tamamı GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ adına kayıtlı iken TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. adına satış işleminden. DİST HAKKI (Buy Tarih - - Söz: Süresiz) YEVMIYE :					
Sahibi		TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. Tem					
Geldisi		Yevmiye No.	Cilt No.	Sahife No.	Sıra No.	Tarih	Gittisi
Cilt No.		5415	1	7		15/09/2012	Cilt No.
Sahife No.							Sahife No.
Sıra No.							Sıra No.
Tarih							Tarih



NDE: * Mülkiyetten önceki tapu senedi ile ilgili bilgilerin doğruluğundan sorumlu tutulmaz.
 ** Tapu Senedi, bu hükümlerle, tapu senedi sahiplerinin ilgili Tapu Sicil Müdürlüğüne bildirim yapmaları esastır.

EK: 3: GAYRİMENKULLERE AİT TAPU TAKYİDAT YAZISI

TAŞINMAZA AİT TAPU KAYDI						
Zemin Tipi	: Ana Taşınmaz	Ada/Parsel	: 195/7			
Zemin No	: 25603215	Yüzölçüm	: 54.870,00 m2			
İl / İlçe	: İSTANBUL/BEYKOZ	Ana Taş. Nitelik	: KARGIR KÖŞK MA MÜŞTEMLAT İSPİRTO FABRİKASI VE ARAZI İLE DÖRT MASURA TATLI SU			
Kurum Adı	: Beykoz TM					
Mahalle / Köy Adı	: PAŞABAĞÇE Mah.					
Mevkii	: PAŞABAĞÇE ÇUBUKLU YOLU					
Cilt / Sayfa No	: 1 / 7					
Kayıt Durum	: Aktif					
TAŞINMAZ ŞERH / BEYAN / İRTİFAK						
S/B/İ	Acıklama	Malik / Lehdar	Tarih - Yevmiye	Terkin Sebebi - Tarih - Yev.		
İrtifak	BEYANNAMESİNDE GÖSTERİLEN 16 M2 LİK SAHADA İNŞA EDİLEN DENİZ FENERİ KIYI EMNİYETİ GENEL MÜDÜRLÜĞÜ LEHİNE İRTİFAK HAKKI (Başlama Tarih:11/09/1998,Bitis Tarih:11/09/1998 - Süre:-)		11/09/1998 - 2219	--		
MÜLKİYET BİLGİLERİ						
Sistem No	Malik	Elbirliği No	Hisse Pay/Payda	Metrekare	Edinme Sebebi - Tarih - Yev.	Terkin Sebebi - Tarih - Yev.
57879391	TEKEL GENEL MÜDÜRLÜĞÜ		TAM	54.870,00	Tesis Kadastro - 06/05/1954 - 0-	--
Raporlayan: 19957-YusuF KİŞ Kaydına Uyğundur. 23.08.2012 Sultan Keskin ÖZBAŞ Yetkili Müdür Yardımcısı						
Rapor Tarihi / Saati : 23.08.2012 10:59						

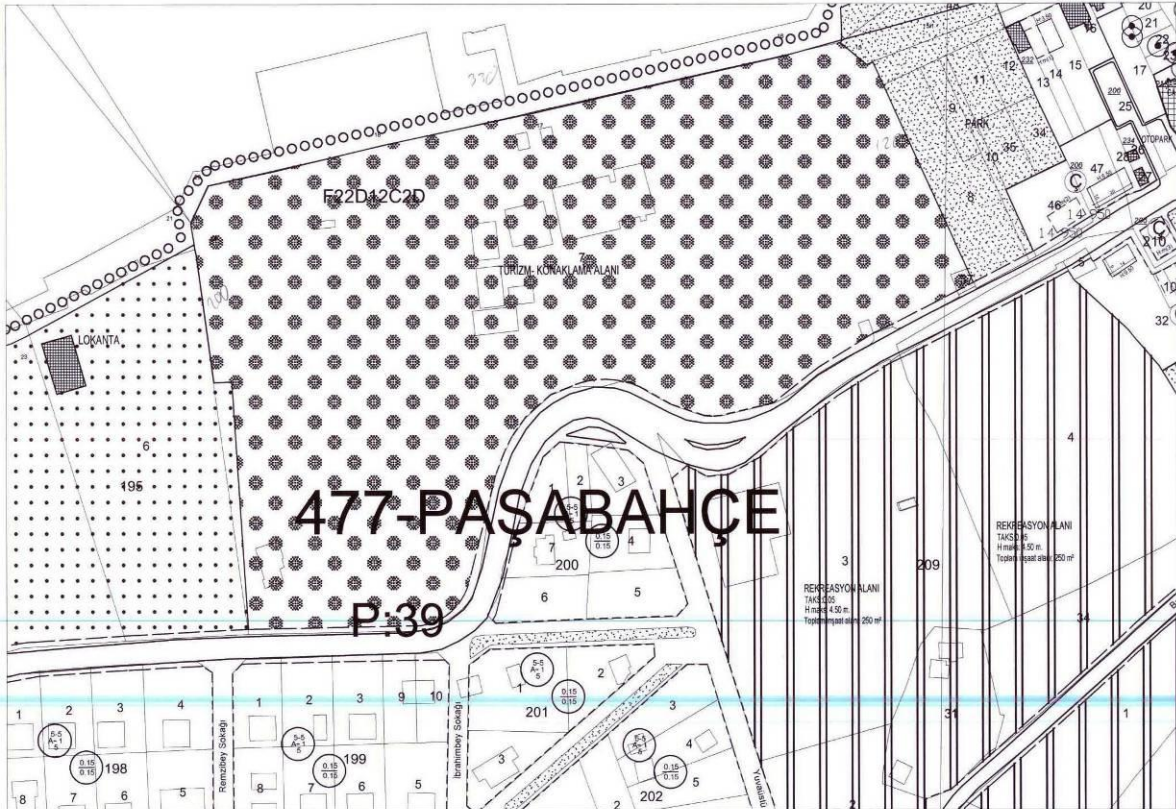
TAŞINMAZA AİT TAPU KAYDI						
Zemin Tipi	: Ana Taşınmaz	Ada/Parsel	: 200/3			
Zemin No	: 25603333	Yüzölçüm	: 827,00 m2			
İl / İlçe	: İSTANBUL/BEYKOZ	Ana Taş. Nitelik	: KARGIR SU DEPOSU			
Kurum Adı	: Beykoz TM					
Mahalle / Köy Adı	: PAŞABAĞÇE Mah.					
Mevkii	: E.ÇUBUKLU CAD.Y ÇUBUKLU PAŞABAĞÇE					
Cilt / Sayfa No	: 1 / 64					
Kayıt Durum	: Aktif					
TAŞINMAZ ŞERH / BEYAN / İRTİFAK						
S/B/İ	Acıklama	Malik / Lehdar	Tarih - Yevmiye	Terkin Sebebi - Tarih - Yev.		
Beyan	BU PARSELE AİT SU DEPOSU YOLA TECAVÜZEN İNŞA EDİLMİŞTİR		-	--		
MÜLKİYET BİLGİLERİ						
Sistem No	Malik	Elbirliği No	Hisse Pay/Payda	Metrekare	Edinme Sebebi - Tarih - Yev.	Terkin Sebebi - Tarih - Yev.
57879739	TEKEL		TAM	827,00	Tesis Kadastro - 18/12/1952 - 0-	--
Raporlayan: 19957-YusuF KİŞ Kaydına Uyğundur. 23.08.2012 Sultan Keskin ÖZBAŞ Yetkili Müdür Yardımcısı						
Rapor Tarihi / Saati : 23.08.2012 10:59						

TAŞINMAZA AİT TAPU KAYDI						
Zemin Tipi	: Ana Taşınmaz	Ada/Parsel	: 209/3			
Zemin No	: 25112417	Yüzölçüm	: 16.212,00 m2			
İl / İlçe	: İSTANBUL/BEYKOZ	Ana Taş. Nitelik	: KARGIR DEPO VE MEYVA BAHÇESİ			
Kurum Adı	: Beykoz TM					
Mahalle / Köy Adı	: PAŞABAĞÇE Mah.					
Mevkii	: PAŞABAĞÇE ÇUBUKLU YOLU					
Cilt / Sayfa No	: 2 / 133					
Kayıt Durum	: Aktif					
MÜLKİYET BİLGİLERİ						
Sistem No	Malik	Elbirligi No	Hisse Pay/Payda	Metrekare	Edinme Sebebi - Tarih - Yev.	Terkin Sebebi - Tarih - Yev.
57109061	TEKEL GENEL MÜDÜRLÜĞÜ	TAM		16.212,00	Tesis Kadastro - 06/05/1954 - 0-	- -

Raporlayan: 19957 Yusuf KİŞ
Kavim Müdürü
2008
Sultan Keşkin ÖZBAŞ
Yetkili Müdür Yardımcısı

Rapor Tarihi / Saati : 23.08.2012 10:59

EK: 4: GAYRİMENKULLERE AİT İMAR PAFTASI



K. TURİZM YERLEŞME ALANLARI

K.1. TURİZM TESİS ALANLARI:



22.07.1983 onanlı imar planında ve bu plan notlarının yürürlüğe girdiği tarihten önce Turizm Tesisi Alanı olarak ayrılan alanlarda max.KAKS 0.50 ile max. H:9.50 m. irtifa "avan proje" tekliflerinde İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı'nın uygun bulması ve Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu'nun kararı ile uygulama yapılabilir. Mevcut imar planı kararları geçerlidir. Bu alanlarda asgari bahçe mesafesi 10 m.'dir. Ancak bahçe çekme mesafeleri uygulandığında müstakil inşaatla müsait olmayan parsellerde yol tarafındaki bahçe mesafesi hariç diğer bahçe mesafeleri 5 m.'ye kadar düşürülebilir. Bir parselde birden fazla yapı varsa yapılar arasındaki mesafenin tayininde Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu yetkilidir.

KAKS parsel alanının % 70'i üzerinden hesaplanacaktır.

Mevcut ağaç dokusuna ve kültür ve tabiat varlıklarına zarar verilmeyecektir.

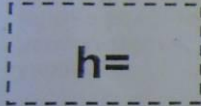
Bu alanlarda 2634 sayılı Turizm Teşvik Kanunu'nun ilgili yönetmeliğindeki fonksiyonlar için bahçe mesafeleri içinde maksimum 2 adet bodrum kat kullanılabilir. Bu bodrum katların kullanım fonksiyonlarına göre yüksekliklerini belirlemede Boğaziçi İmar Müdürlüğü yetkilidir. Bunun dışında Kültür ve Tabiat Varlıklarına zarar vermeyecek şekilde diğer bodrum katlarda otopark yapılabilir.

İmar Planında turizm tesis alanında kalıp, aynı zamanda plan ile tevhit ve ifraz şartı getirilen bu alanlarda kalan diğer parsel veya parsellerin tek başına veya birlikte yapılanma koşullarını sağlaması şartı ile talep doğrultusunda tevhit ve ifraz şartı aranmaz.

Ayrıca, turizm tesis alanlarında komşu parsel niteliğinde hazineye ait mülkiyet bulunuyor ve bu mülkiyet irtifak hakkı tesis edilerek üst kullanım hakkı tapuya şerh edilmiş ise yapı kullanım alanı bütününde ifraz ve tevhit şartı aranmaksızın yapı ruhsatı düzenlenir. İmar planında turizm kullanım alanında kalan alanlarda "avan proje"ye göre uygulama yapılması şartı getirilen parsellerle yukarıda belirtilen hususlara uyulmak şartı ile İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı'nın uygun bulması ve Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu'nun kararına göre uygulama yapılır.

-Konut Alanı-

K.3. SADECE KONTURU UYGUN GÖRÜLEN BİNALAR:



Bina yükseklikleri uygulama imar planı üzerindeki değerlere göre uygulanacaktır.

Planda bu şekilde işaretlenerek konut kullanımına ayrılmış ancak yapı yapılmamış yerlerde 2960 sayılı Yasanın geçici 4.maddesi uyarınca yeşil alan statüsü uygulanır. *

-Rekreasyon Alanı-

Bu alanlarda, Kültür ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu'nun görüşü alınarak İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığınca onaylanacak avan projeye göre uygulama yapılacak olup, TAKS 0.05 ile H:4.50 mt. irtifalı, inşaat alanları toplamı en çok 250 m2 olan bir adet yapı yapılabilir. Asgari bahçe mesafesi 10 mt.dir.

Gerekli bakım ve servis için normal kat yüksekliğini geçmeyen 1 (bir) bodrum kat yapılabilir. Yapılacak binaların niteliği Turizm Yatırım ve İşletmelerinin Niteliklerine Ait Yönetmelikte belirtilen fonksiyonlardan günübirlik tesisler, kamping, lokanta ve temalı parkları içerecektir.

10. DEĞERLEME UZMAN(LAR)ININ SPK LİSANS BELGELERİ ÖRNEĞİ



11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMESİ İLİŞKİN BİLGİLER

Rapor'a konu gayrimenkullere ilişkin olarak Şirket tarafından daha önceki tarihlerde herhangi bir değerlendirme raporu hazırlanmamıştır.