



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ – BEYOĞLU İLÇESİ – KEMANKEŞ MAHALLESİ

- 120 PAFTA – 64 ADA – 4, 12, 13, 14, 15, 16, 17 NUMARALI PARSELLERE İLİŞKİN

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	3
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	3
1.2. Değerleme Tarihi	3
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	3
1.4. Rapor Türü	3
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	4
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	4
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	4
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	5
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	5
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	5
3.3. Beyanlar	5
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	6
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	6
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	9
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	10
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	10
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	11
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	11
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	12
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	14
4.1. Global Görünüm	14
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	16
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	16
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	19
4.5. Türkiye Otel Sektörü	21
4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	27
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	28
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	28
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	28
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	29
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,	29
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	29
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	29
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,	29
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	30
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	31
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	32
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	32
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	34
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	34
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	34
6.5. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı	35
6.6. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi/Parsel Geliştirme Yaklaşımı(Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi)	36
6.6.1. Varsayımlar:	36
6.6.2. İNA Analizi:	40
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	40
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	40
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi	40
6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi	40
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	41
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenecek Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	41
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri,	42
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	42
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkullerin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmalarında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,	42
8. SONUÇ	43
8.1. Nihai Değer Takdiri	43
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

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

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_06

1.4. Rapor Türü

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

- Kılıç Ali Paşa Mescid Mevkii, 120 pafta, 64 ada,
 - **4 parsel** numarasında kayıtlı, 1.129,-m² yüzölçümüne sahip, "Arsa, Dükkan, Garaj"
- Tophane İskelesi Mevkii, 120 pafta, 64 ada,
 - **12 parsel** numarasında kayıtlı, 62,-m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - **13 parsel** numarasında kayıtlı, 60,50m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - **14 parsel** numarasında kayıtlı, 62,-m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - **15 parsel** numarasında kayıtlı, 62,50m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - **16 parsel** numarasında kayıtlı, 62,-m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - **17 parsel** numarasında kayıtlı, 63,-m² yüzölçümüne sahip, "Odası Olan Kargir Dükkan"

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerlerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul
Tel: 0-216-425 20 07; Faks: 0-216-425 03 12; W: www.torunlargo.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2043 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 6,00 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 indirgeme ve maliyet yaklaşımları** uygulanarak gerçekleştirilir. Bu yaklaşımların her birinde kullanılan veri ve kriterler, pazardan elde edilmelidir.
- Mülklerin **pazar dışı esaslara göre değerlemesinde**, bir varlığın pazar katılımcıları tarafından alınıp satılabilirliğinden ziyade **ekonomik faydaları veya fonksiyonlarını** ya da **normal veya tipik olmayan Pazar koşullarının etkilerini göz önünde bulunduran yaklaşımlar** kullanılır.

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

- **Pazar değerinin** veya bir tanımlanmış **pazar değeri dışı değer**in takdiri için yapılacak herhangi tipteki bir değerlendirme, Değerleme uzmanının bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. **Değerleme yaklaşımı** terimi yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar **Değerleme Yöntemleri** olarak tanınırlar.
- **Piyasaya dayalı değerlemeler**, normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanılırlar. 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 değerlendirilen bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirilen 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 değerlendirilen gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için *amortismanı da* içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

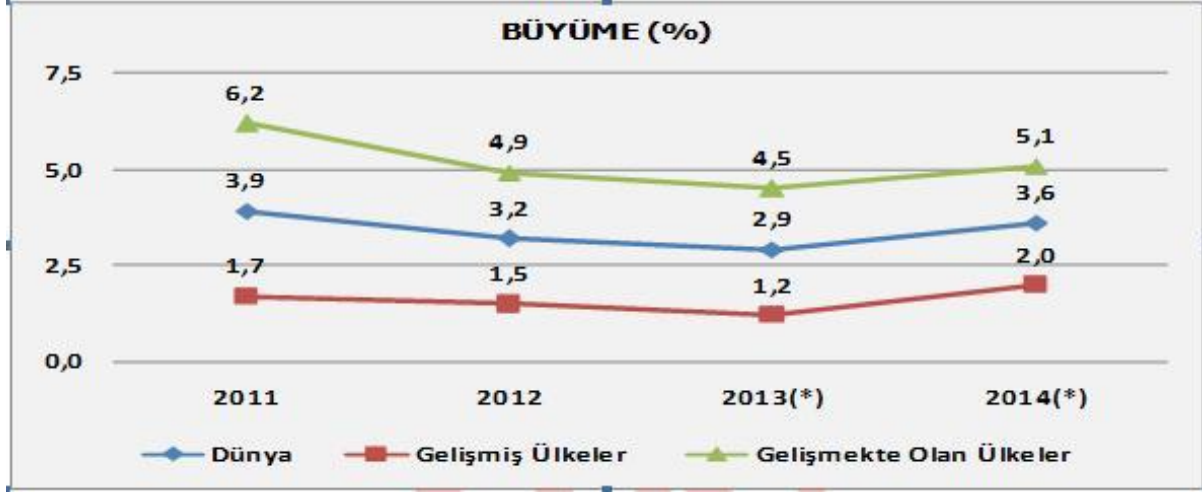
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

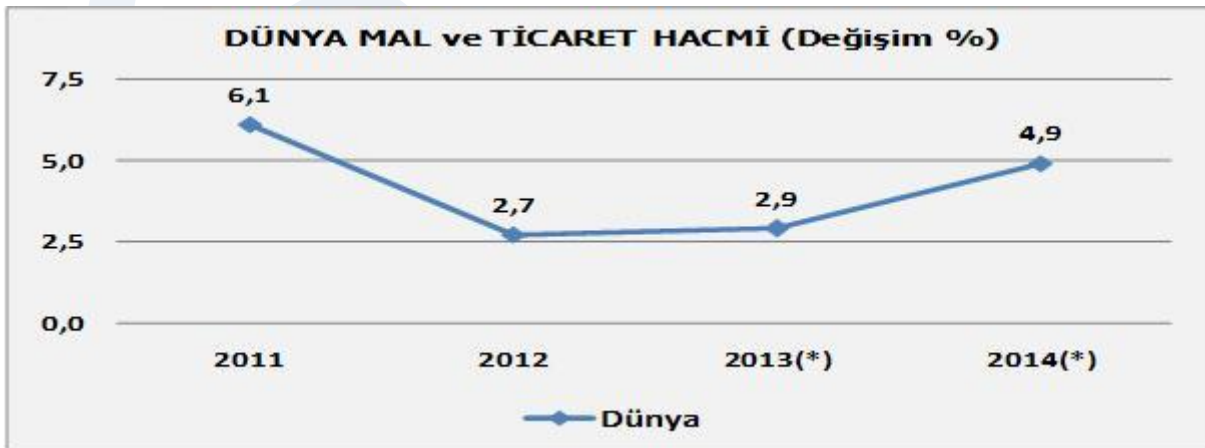
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

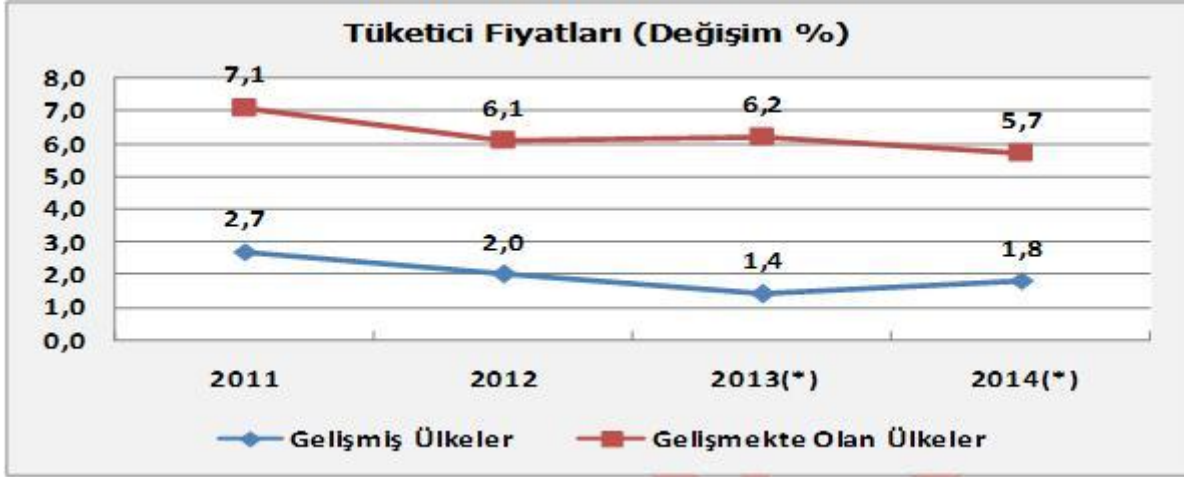
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

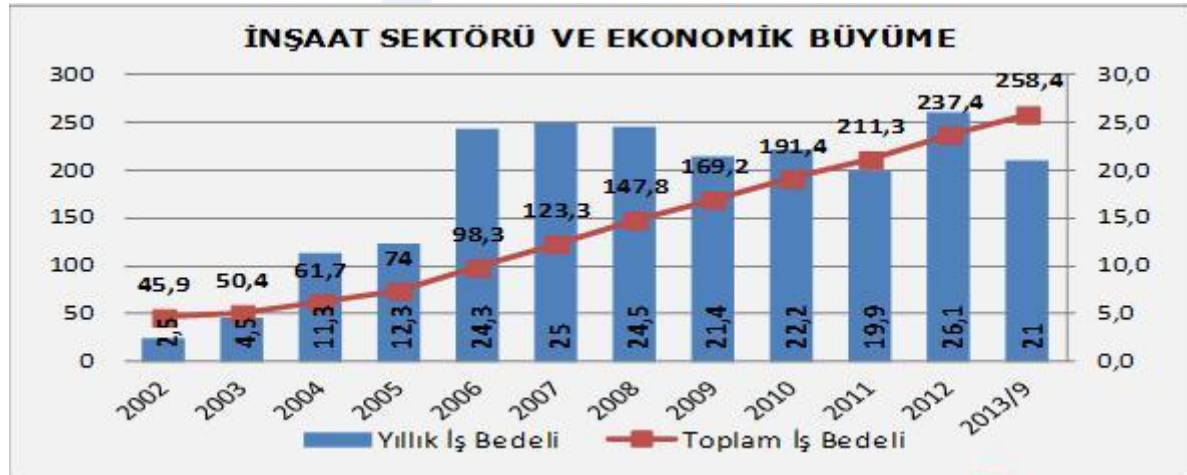
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

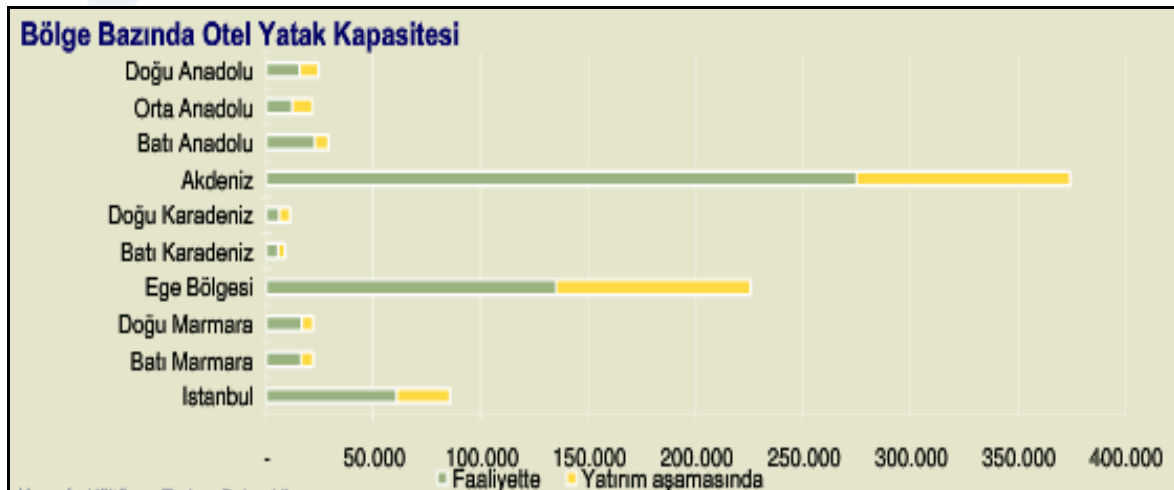
Merkez Bankası'nın Kasım ayı içinde bankaları fonlama maliyetini 1 puandan fazla yükseltmesi ile birlikte konut kredisi faiz oranları da yeniden artış eğilimine girebilecektir.

4.5. 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.

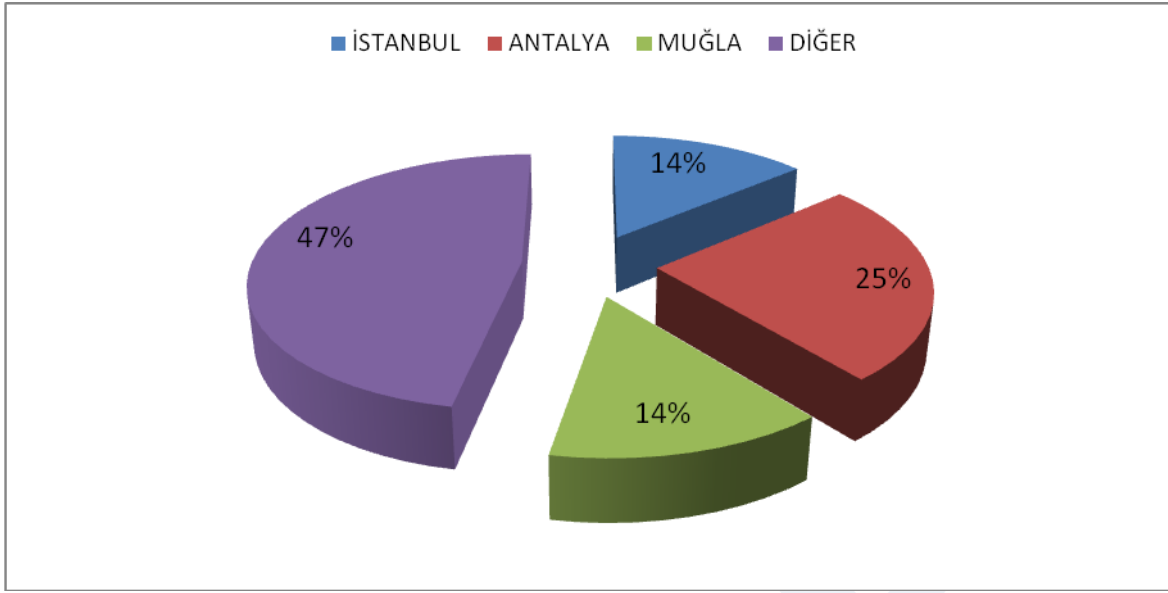
İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2008

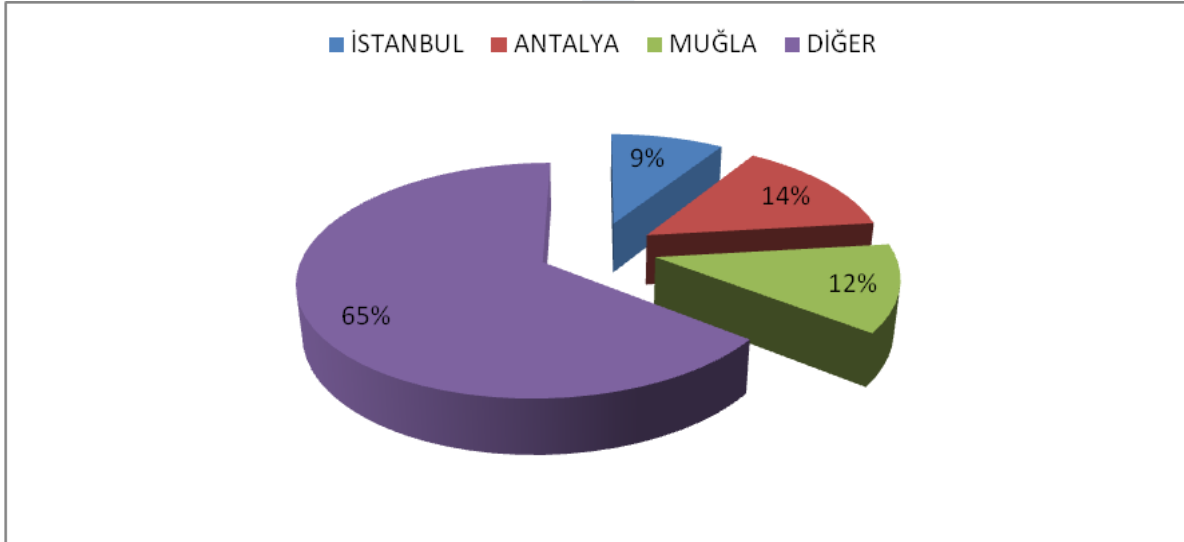
Turizm Bakanlığı işletme belgeli tesislerin, Türkiye genelindeki yüzde dağılımı incelendiğinde, İstanbul'un %14'lük pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.

Türkiye Genelinde Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı



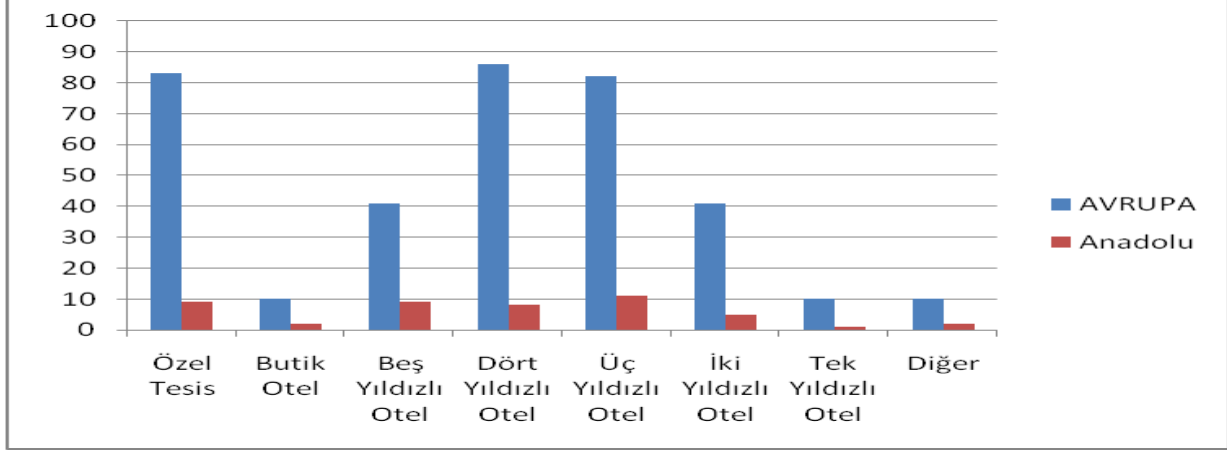
Belediye onaylı turistik tesislerin dağılımı incelendiğinde ise, İstanbul %9'luk payı ile ilk üç içinde yer almaktadır.

Türkiye Genelinde Belediye Onaylı Tesislerin Dağılımı



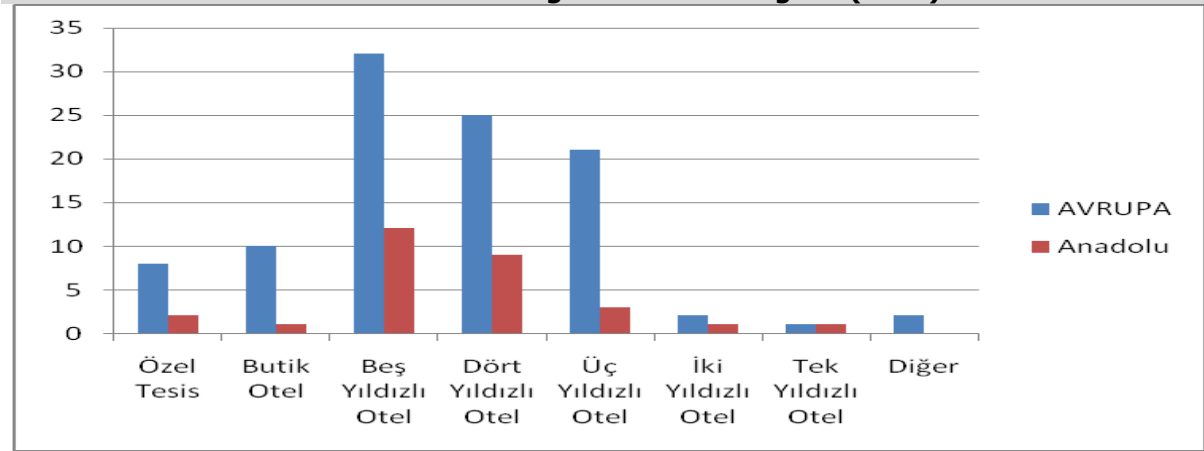
İstanbul İl Kültür ve Turizm Müdürlüğünden alınan 2012 Aralık verilerine göre Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli konaklama tesisi sayısı İstanbul geneli için 410 olup, bu tesislere ait toplam yatak sayısı 73,836'dır. Ayrıca İstanbul'da Turizm Bakanlığı Yatırım Belgeli 130 tesis ve bu tesislere ait 40,408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

İstanbul İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı(2012)



Kaynak: İl Kültür Turizm Müdürlüğü

İstanbul Yatırım Belgeli Tesislerin Dağılımı(2012)



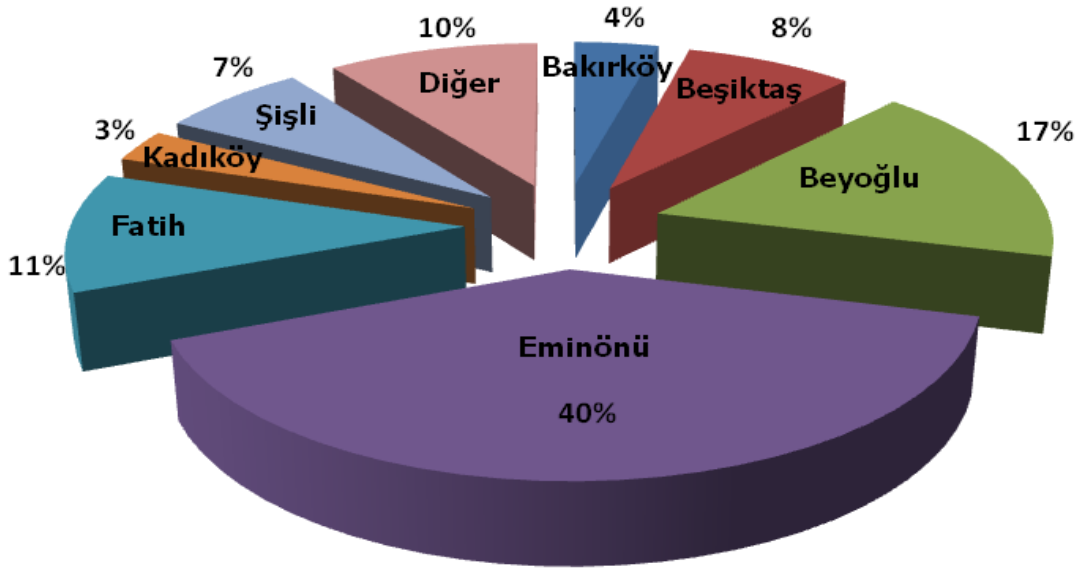
Kaynak: İl Kültür Turizm Müdürlüğü

İl genelindeki İşletme Belgeli tesislerin Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %11'i (47 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %89'unu (363 adet) bulundurmaktadır. Aynı şekilde İl genelindeki Yatırım Belgeli tesislerin de Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %22'si (29 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %78'i (101 adet) bulundurmaktadır. Avrupa Yakası'nda en fazla yatak kapasitesine sahip tesis türü 23.240 adet yatak sayısı ile 5 yıldızlı otellerdir.

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

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

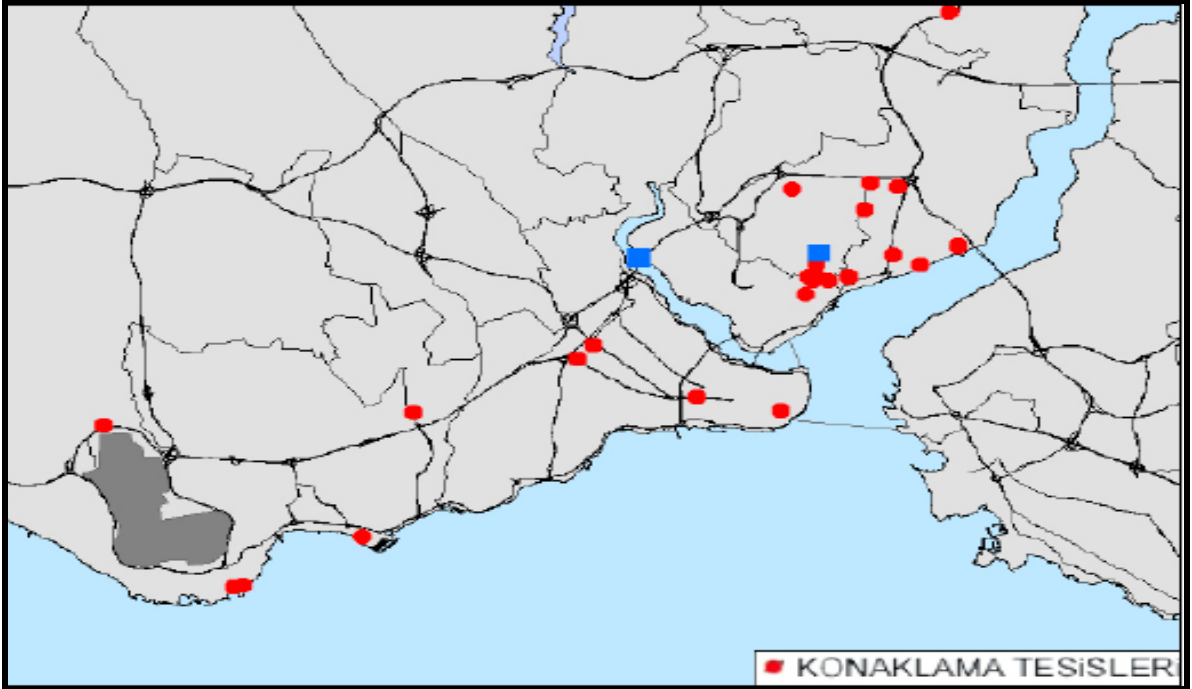
İstanbul'da Yatak Kapasitesinin İlçelere Göre Dağılımı



Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

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

İstanbul'da 5 Yıldızlı Otellerin Mekansal Dağılımı



Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

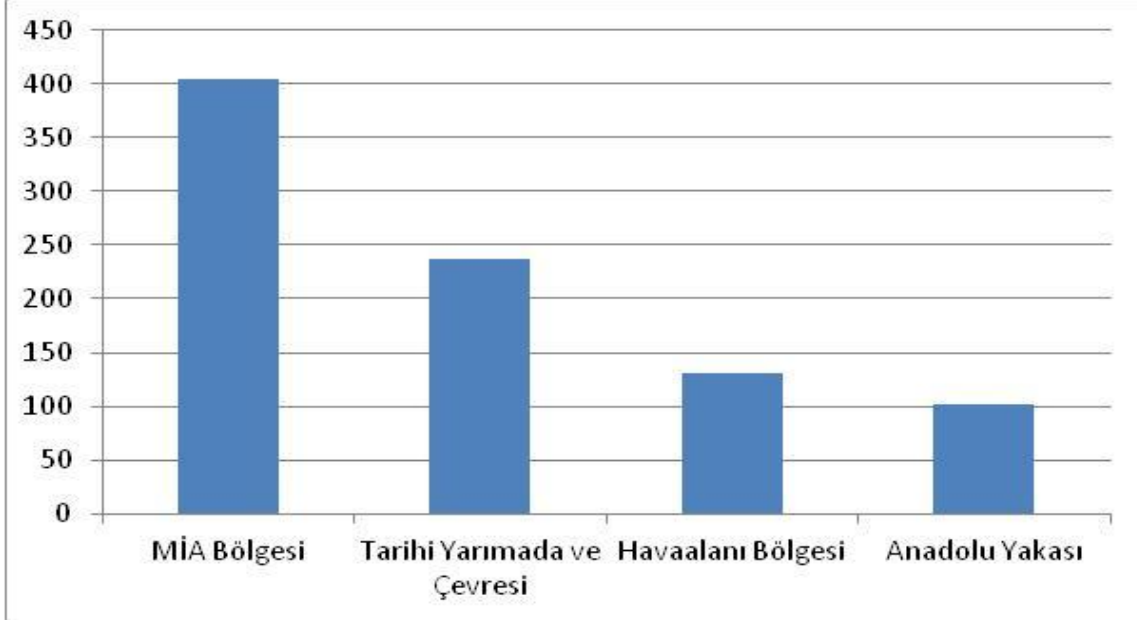
Türkiye küresel krizden Batı Avrupalı ülkelere kıyasla daha az etkilendiği için, Türkiye otel piyasasına olan ilgi hala yüksek seyrediyor. Piyasa koşulları, özellikle İstanbul lüks otel pazarı için, 2012 yılının başından itibaren performans bazında iyileşmeye devam ederken, geçtiğimiz yıla göre ise benzer bir eğilim sergiliyor.

2012 yılında İstanbul'daki 5 ve 4 yıldızlı otellerdeki doluluk oranı artarak %80,5 seviyelerine yükselirken aynı döneme kıyasla fiyatlarda geçen seneye göre düşüş görüldü.

❖ 5 Yıldızlı Oteller

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

İstanbul 'da 5 Yıldızlı Otelerde 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 itibariyle avantajlıdırlar.

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

5* oteller	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	600-210	850-300
Tarihi Yarımada ve Çevresi	350-125	490-175
Havaalanı Bölgesi	172-90	242-126
Anadolu Yakası	120-83	169-117

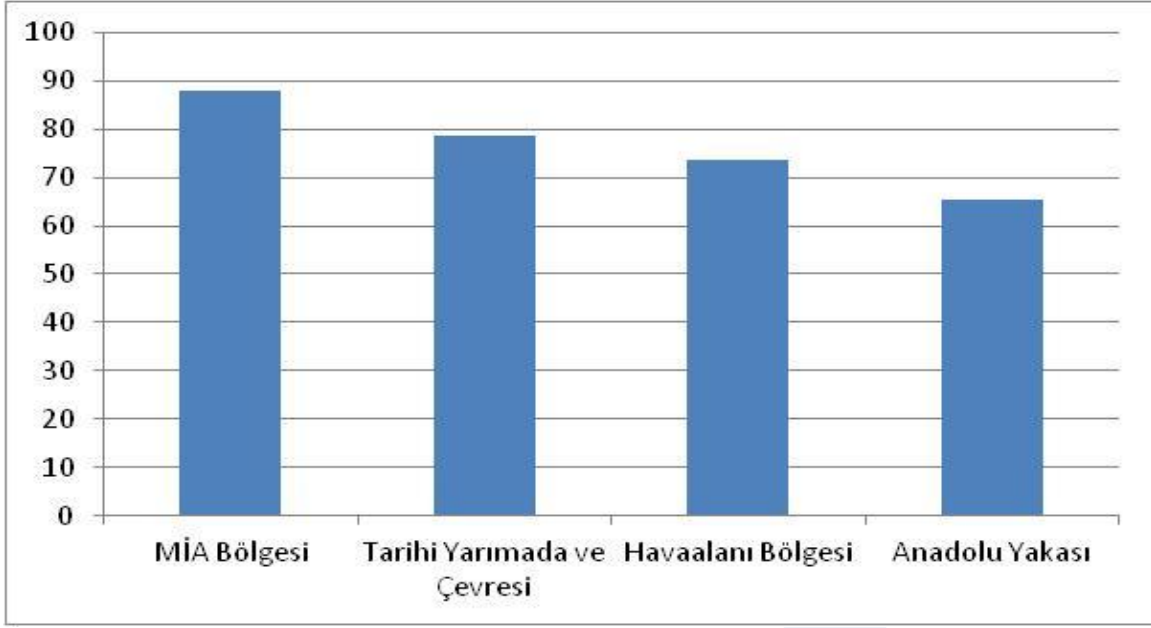
Yukarıda ki tablo incelendiğinde, 5 yıldızlı otellerin kişi başı ortalama gecelik fiyatlarının konumlarına göre değişkenlik gösterdiği, buna göre;

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

❖ 3-4 Yıldızlı Oteller

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

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



Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi		
3-4* oteller	Euro, €	ABD \$
MİA Bölgesi	117-59	160-80
Tarihi Yarımada ve Çevresi	102-55	140-75
Havaalanı Bölgesi	88-59	120-80
Anadolu Yakası	80-51	110-70

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

- MİA'da yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **117-59,-€** aralığında,
- Tarihi Yarımada ve çevresinde yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **102-55,-€** aralığında,
- Havaalanı hattında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları **88-59,-€** aralığında,
- Anadolu yakasında yer alan otellerin kişi başı ortalama geceleme fiyatları ise **80-51,-€** aralığında yer almaktadır.

4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹

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

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

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

BEYOĞLU; Beyoğlu İlçesi, İstanbul'un Avrupa yakasında yer almakta olup kuzeyinde; Şişli, Beşiktaş ve Kâğıthane İlçeleri ile diğer yönlerde ise Haliç ve Boğaziçi ile çevrilidir. Köy yerleşimi olmayan İlçe 45 mahalleden oluşmakta ve 8,76 km² yüzölçümüne sahiptir.

İş, eğlence ve kültür merkezi olması nedeniyle bu ilçe sınırları içerisindeki gündüz ve gece nüfusu birkaç milyonu bulmaktadır. Bazılarına göre Beyoğlu, Karaköy'den Taksim'e kadar uzanan bölgedir. Bazılarına göre de, Tünel Meydanı'ndan Taksim'e uzanan bölümden ibarettir.

Bugün İstanbul iline bağlı Beyoğlu ilçesi; Haliç'in kuzeyinde Kasımpaşa vadisinin batısıyla, Dolmabahçe (Gazhane) vadisi arasında kalan alanı kapsamaktadır. Ancak halk arasında Beyoğlu adı, kentin önemli kültür, eğlence ve iş merkezlerinden olan ve Galatasaray'ı Taksim Meydanı'na bağlayan İstiklal caddesi ve çevresi için kullanılmaktadır.

Pera adı, 1925'de resmi yazışmalardan çıkarıldıktan sonra gittikçe unutulur hale gelmiştir. 20. yüzyılda Beyoğlu'nda Galatasaray ile Taksim arası önem kazanmıştır. Bu alanda bahçeli konakların bulunması ve bunların apartmana dönüşmesi olanağı, bu bölgenin gelişmesini sağlamış ayrıca 1913'de ilk elektrikli tramvayın Beyoğlu'nu Şişli'ye bağlaması Galatasaray-Taksim arasını, Tünel-Galatasaray arasına göre daha merkezi bir duruma getirmiş, Beyoğlu'nun en kolay ulaşılabilir ve gözde yeri yapmıştır.

İstanbul İli deprem haritasına göre Beyoğlu İlçesi 2'nci derece deprem bölgesinde kalmaktadır

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre İstanbul İli, Beyoğlu İlçesinin nüfus bilgileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın
Beyoğlu	246.152	125.983	120.169
İstanbul	13.854.740	6.956.908	6.897.832

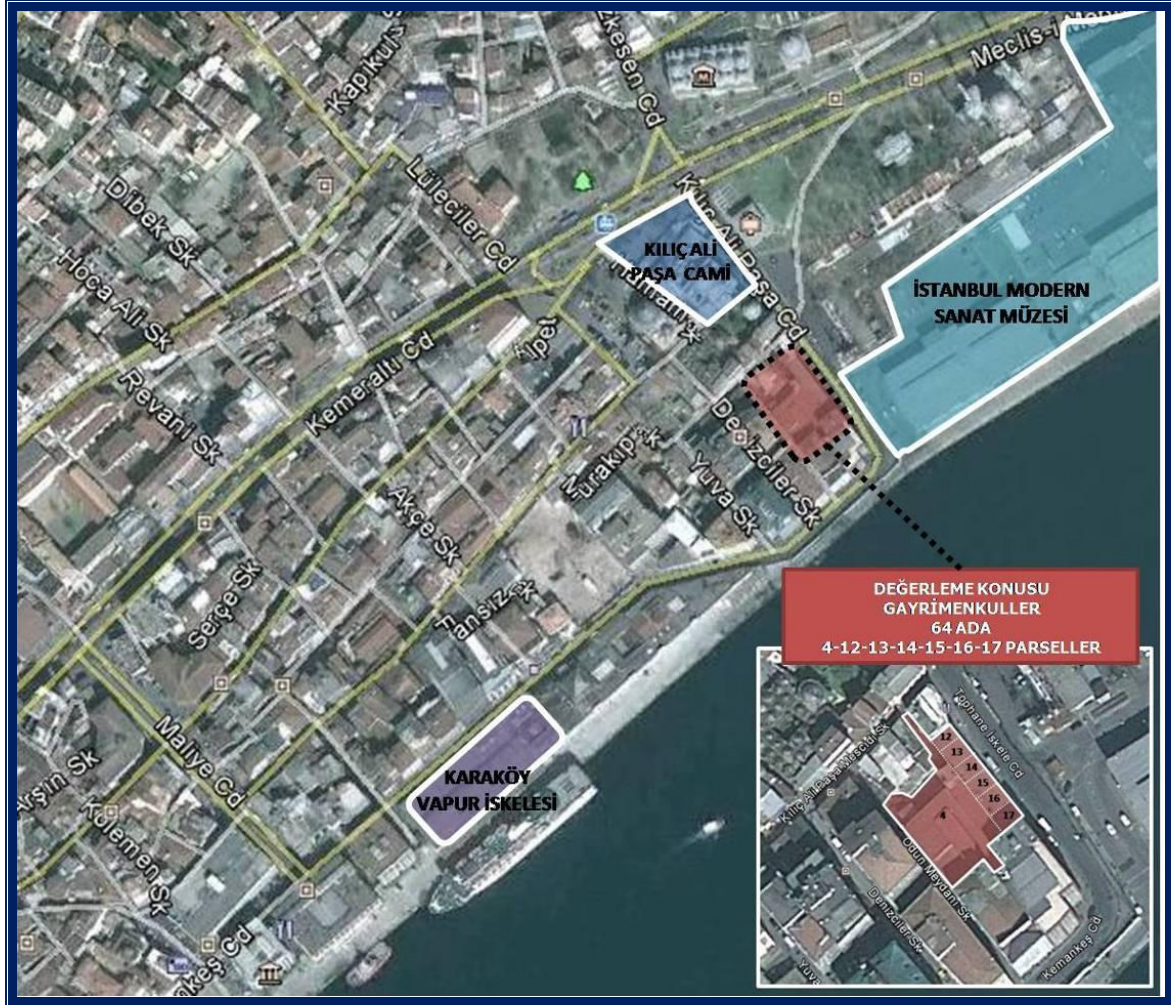
¹ Bölge analizi ile ilgili bilgiler için İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkuller; İstanbul İli, Beyoğlu İlçesi, Kemankeş Mahallesi, Kılıç Ali Paşa Caddesi'ne cepheli; 64 ada, **12, 13, 14, 15, 16 ve 17 numaralı parseller** ile Odun Meydanı Sokak ve Kılıç Ali Mescit Sokak'a dar bir cephesi olan **4 numaralı parsel**dir.



(EK: 1: Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Söz konusu gayrimenkuller, Beyoğlu Belediye sınırları içerisinde, ticari potansiyeli yüksek bir bölgede, Kemankeş Caddesi ile Kılıç Ali Paşa Caddesi arasında yer almaktadır. Bölgede ağırlıklı olarak zemin katları mağaza, normal katları ise ofis amaçlı kullanılan, bitişik nizam inşa edilmiş, 6-8 katlı binalar bulunmaktadır. Yakın çevresinde, İstanbul Liman İşletmesi, Galata Vergi Dairesi, Kılıç Ali Paşa Camii, Vapur İskelesi, Suha Fazlı Han, Muradiye Han, Moca ve Rüya Han, Karaköy Karakolu ve çok sayıda banka, işyeri ve yeme-içme mekânları yer almaktadır.

Gayrimenkullerin bazı önemli noktalara kuş uçuşu uzaklıkları aşağıda ki tabloda sunulmuştur;

Karaköy Meydanı	:	~ 0,5 km
Taksim	:	~ 2,0 km
Eminönü	:	~1,0 km
Beşiktaş	:	~4,5 km
Atatürk Havalimanı	:	~30,-km

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu gayrimenkuller; İstanbul İli, Beyoğlu İlçesi, Kemankeş Mahallesi, Kılıç Ali Paşa Caddesi'ne cepheli; 64 ada, **12, 13, 14, 15, 16 ve 17 numaralı parseller** ile Odun Meydanı Sokak ve Kılıç Ali Mescit Sokak'a dar bir cephesi olan **4 numaralı parseldir**.

Değerleme konusu **7 adet parselin toplam yüzölçümü 1.501,-m²'dir**. Birbirine bitişik durumda yer alan parsellerin üzerinde inşa edilmiş yapılar, zemin + 2 normal katlı olup, metruk halde bulunmaktadır. Birlikte kullanılmış olduğu gözlemlenen söz konusu yapılar bütünü (bina) eski Türk Ticaret Bankası Binası olarak adlandırılmaktadır. Kılıç Ali Paşa Caddesi'ne 44,40 m cephesi bulunan, derinliği 32,50 m olan, "L" şeklindeki **bina yaklaşık brüt 3.900,-m² kapalı alana** sahiptir. Zemin + 2 normal kat olmak üzere toplam 3 kattan oluşan betonarme karkas sistemli bina bitişik nizamda inşa edilmiştir. Firma yetkililerinden ve Beyoğlu Belediyesi İmar Müdürlüğü görevlilerinden alınan bilgilere göre **bina evveliyatı yaklaşık 67 yıllıktır**.

Hali hazırda binanın zemin katı kapalı otopark olarak kullanılmakta olup, normal katlar boş ve kullanılamaz durumdadır. Binanın konumlu olduğu bölgede tüm altyapı olanakları (su, elektrik, doğalgaz vb.) mevcut olmasına rağmen, bina kullanılmamakta olduğundan herhangi bir altyapı bağlantısı bulunmamaktadır. Pencere doğramaları alüminyumdan mamuldür. Bina tadilat ve onarım gerektirir durumdadır. Önceden Türk Ticaret Bankası binası olarak bilinen binanın, yakın zamanda yıkılacağı ve yerine **3.900,-m²'lik** butik otel yapılacağı öğrenilmiştir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER								
İli	:	İSTANBUL						
İlçesi	:	BEYOĞLU						
Mahallesi	:	KEMANKEŞ						
Mevkii	:	KILIŞ ALI PAŞA MESCİDİ	TOPHANE İSKELESİ					
Pafta No.	:	120						
Ada No.	:	64						
Parsel No.	:	4	12	13	14	15	16	17
Yüzölçümü, m ²	:	1.129,00	62,00	60,50	62,00	62,50	62,00	63,00
Niteliği	:	Arsa, Dükkân, Garaj	Odası Olan Kargir Dükkân	Odası Olan Kargir Dükkân	Odası Olan Kargir Dükkân	Odası Olan Kargir Dükkân	Odası Olan Kargir Dükkân	Odası Olan Kargir Dükkân
Cilt No.	:	1	1	1	1	1	1	1
Sahife No.	:	23	31	32	33	34	35	36
İktisap Tarihi	:	01.10.2010	01.10.2010	01.10.2010	01.10.2010	01.10.2010	01.10.2010	01.10.2010
Yevmiye No	:	8018	8018	8018	8018	8018	8018	8018
Malik	:	TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.						

(EK: 2: Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

23.12.2013 tarihi itibari ile Beyoğlu Tapu Sicil Müdürlüğü ve 19.12.2013 tarihi itibari ile Beyoğlu Belediyesi'nde yapılan incelemeler ve alınan yazılı tapu takyidatı bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerlemeye konu gayrimenkuller, Toray İnşaat Sanayi Ve Ticaret A.Ş. adına kayıtlı iken 01.10.2010 tarih ve 8018 yevmiye no. ile "Tüzel Kişiliklerin Unvan Değişikliği" işleminden Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

➤ 4 no.'lu parsel:

Şerh Hanesi	:	99 yıllığı 1 TL TEK lehine kira şerhi (25.04.1994 Tarih ve 2288 Yev. No. ile)
-------------	---	---

➤ **12 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 11 ve 13 parsellerle arasında duvar müşterektir.

➤ **13 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 12 ve 14 parsellerle arasında duvar müşterektir.

➤ **14 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 13 ve 15 parsellerle arasında duvar müşterektir.

➤ **15 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 14 ve 16 parsellerle arasında duvar müşterektir.

➤ **16 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 15 ve 17 parsellerle arasında duvar müşterektir.

➤ **17 no.lu parsel:**

Beyan Hanesi : 16 ve 18 parsellerle arasında duvar müşterektir.

(Ek: 3: Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatı)

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

Değerleme konusu 64 ada, 4-12-13-14-15-16-17 parsel numaralı gayrimenkuller İstanbul 1 Numaralı Kültür Ve Tabiat Varlıklarını Koruma Kurulu'nun 07.07.1993 tarih ve 4720 sayılı kararı ile "**Kentsel Sit Alanı**" içinde kalmaktadır. Gayrimenkuller Kentsel Sit Alanı içerisinde kaldığından dolayı ilgili düzenlemeler uyarınca 19.12.1990 tarih ve 2357 sayılı karar ile **Korunması Gerekli Kültür Varlığı** olarak tescil edilmiştir (İlgili Yazı, EK:6). Bu alanlarda her türlü yapılaşma için öncelikle Anıtlar Kurulu'ndan olumlu görüş alınması gerekmektedir.

Gayrimenkuller İstanbul 2 Numaralı Kültür Ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu 07.01.2009 gün ve 2302 sayılı kararı ile uygun bulunan Beyoğlu İlçesi 1/5000 ölçekli Kentsel Sit Alanı Koruma Amaçlı Nazım İmar Planı'nda "**Turizm + Hizmet + Ticaret**" alanında kalmakta olup, 1/1000 ölçekli 21.12.2010 tasdik tarihli, Beyoğlu Koruma Amaçlı Uygulama İmar Planı'nda;

- ✓ **4 parsel için** H_{max}: 12,5 metre;
- ✓ **12, 13, 14, 15, 16, 17 parseller için** H_{max}:9,50 metre olarak belirlenmiştir.

Turizm-Hizmet-Ticaret lejantına sahip alanlar için tanımlanan plan notları aşağıda verilmiştir.

- ✓ Turizm-Hizmet-Ticaret alanları; yerel, metropoliten, ulusal ve uluslar arası ölçekte tarihi ve kültürel dokuya bağlı turizm-ticaret-pazarlama, hizmet alanlarıdır.
- ✓ Bu alanlarda perakende ticaret birimleri, mefruşat-tekstil ve konfeksiyon satış birimleri, çok katlı mağazalar, konaklama alanları, turizme yönelik perakende ticaret alanları ve bu birimlere hizmet eden konaklama tesisleri, motel, **butik otel**, oteller, kongre merkezleri, tiyatro, sinema, iş hanları, yeme-içme faaliyetlerine dönük çayevi vb. birimler yer alabilir. Yerel özellik arz eden sokak ve bölgelerde, Envanter ile Kayıp Eser Envanterinin ve özgün işlevlerin korunması çerçevesinde yukarıda tanımlanan işlevlerin kullanımının kısıtlanmasında İlçe Belediyesi yetkilidir.
- ✓ Planda belirlenen turizm-hizmet-ticaret alanları içinde yer alan bölgelerde ilgili Koruma Kurulu kararı alınmak koşulu ile verilmiş yapılanma şartları değiştirilmeksizin ilgili Ulaşım Planlama Müdürlüğü görüşü ve önerileri alınmak şartı ile özel (eğitim-sağlık-kültür-asansör-otopark vb.)donatı alanı yapılabilir.

Değerleme konusu **14, 15, 16 ve 17 numaralı parseller** ile ilgili belediyesinde arşiv dosyası bulunamamıştır.

Değerleme konusu **4 numaralı parselin** belediye arşiv dosyasında;

- **Mimari Proje:** 02.06.1987 tarih ve 1770 numaralı rölöve projesi mevcuttur.

Değerleme konusu **12 numaralı parselin** belediye arşiv dosyasında;

- **Mimari Proje:**
 - 30.11.1967 tarihli mimari projesi mevcuttur.
 - 10.07.1986 tarih ve 1337 numaralı rölöve projesi mevcuttur.
- **Yapı Kullanma İzin Belgesi:** 28.07.1977 tarih ve 6030 numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcuttur.

Değerleme konusu **13 numaralı parselin** belediye arşiv dosyasında;

- **Mimari Proje:** 21.08.1984 tarih ve 7504 numaralı rölöve projesi mevcuttur.
- **Yapı Kullanma İzin Belgesi:** 06.06.1976 tarih ve 4396 numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcuttur.

Değerleme konusu parsellerin kısmen dosyaları bulunmuş olup, mevcut Yapı Kullanma Belgeleri ve Rölöve Projesi incelemelerinde farklı kat adetlerine sahip oldukları, bu uygulamaların kısmen Ruhsatsız yapıldıklarının tespit edildiği bilgisine ulaşılmıştır.

Mevcut durumda parseller üzerinde bulunan zemin+2 katlı yapı ile ilgili olarak herhangi bir Mimari/Rölöve Projeye veya Ruhsat benzeri bir belgeye de rastlanmamıştır.

Yapı hali hazırda metruk durumda olduğundan ve Müşteri Şirket'ten alınan bilgi doğrultusunda yıkılacağı öğrenildiğinde dolayı, parseller üzerindeki yapı değerlendirme çalışmalarında dikkate alınmamıştır.

(Ek: 4: Gayrimenkullere Ait İmar Durum Paftası, Plan Notları ve Hali Hazır Harita)

(Ek: 5: Gayrimenkullere Ait Mimari Projeler, Yapı Kullanma İzin Belgeleri)

(Ek: 6: Korunması Gerekli Kültür Varlığı Olarak Tesciline Dair İlgili Yazı)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu gayrimenkuller üzerindeki yapı 29.06.2001 tarih ve 4708 sayılı Yapı Denetimi Hakkındaki Yasanın yürürlüğe girmesinden önce inşa edildiğinden, bu Kanun hükümlerine tabi değildir.

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

Değerleme çalışmaları, Pazar Değerinin tespiti amacıyla gerçekleştirilmiş olup, çalışmada, 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 (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin üzerinde yer alan **binanın metruk halde olması** ve bölgede bu vasıflı emsallerin boş arsa gibi satışa sunulmuş olması sebebiyle **arsa+bina değerini içeren bir emsal araştırması yapılmamıştır**. Parsellerin boş oldukları varsayımıyla piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına söz konusu gayrimenkulün **arsa** değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı yöntemi ile bulunan gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve ayrıklık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak, **En Etkin Verimli Kullanım Analizi** çerçevesinde; değerlendirme konusu parseller üzerinde, Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörülmüş olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

Çalışma, Rapor'un 3.6.5. Bölümünde detayları verilen UDES Kılavuz Notları 1 (Taşınmaz mülk değerlemesi)'de tanımlanan arazi değerlemesine ilişkin olarak 5.25.5.paragraf no'suyla yapılan açıklamalar dikkate alınarak yapılmıştır.²

Konu parseller üzerinde, "**Turizm+Hizmet+Ticaret**" imarına ve projesine uygun olarak **Otel** fonksiyonlu proje geliştirilmesi öngörülmüş olup,

- a) Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan Otel oda fiyatları araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmış,

² 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 varsayımında bulunulmasını gerektiren daha yeni mülkler için uygundur.

- b) Projenin geliştirme maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2014 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

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

6.5. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı

Değerleme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak, yakın çevresinde yapılan emsal araştırmaları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama		Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ			
			TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²
Emsal 1	Hacimimi Mahallesi'nde, ara sokakta konumlu, halihazırda otopark olarak kullanılan, konut + ticaret imarlı, h:4 katlı, 265,-m ² oturumlu, 552,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	552	6.000.000	10.870	2.948.548	5.342
Emsal 2	Gayrimenkullere yakın konumlu, ara sokakta yer alan, turizm imarlı, emsali:0,80 olan 4.800,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır.	4.800	15.000.000	3.125	7.371.370	1.536

Yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda, tabloda sunulan emsallerin irdelenmesi sonucunda;

- ✓ Bölgede boş arsa bulunmadığı,
- ✓ Bölgede yer alan atıl durumdaki binaların arsa gibi satışa çıkarıldığı,
- ✓ Emsal 1'de yer alan gayrimenkulün konut + ticaret imarlı olup, yüzölçümü ve toplam inşaat hakkı gibi nitelikleri doğrultusunda m² emsal değerinin **5.342,-ABD\$** olduğu,
- ✓ Emsal 1'de yer alan arsa üzerinde çelik konstrüksiyonlu yarı açık bir yapı bulunduğu,
- ✓ Emsal 2'de yer alan gayrimenkulün turizm imarlı olup, yüzölçümü ve toplam inşaat hakkı gibi nitelikleri doğrultusunda m² emsal değerinin **1.536,-ABD\$** olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Bitişik nizam ve eski eser yapıların yoğun olduğu bölgede, konu gayrimenkullerle benzer nitelikteki parsellerde inşaat emsali belirtilmemiş (emsal 2'de yer alan gayrimenkul hariç) olup, Koruma Amaçlı Uygulama İmar Planları'nda yaygın olarak kullanılan kütle çizimi yapılmış ve H_{max} yapılaşma hakkı tanımlanmıştır. Taban oturumu ve H_{max} yapılaşma hakları tanımlanan emsal mülklerin, toplam inşaat alanları bulunmuş ve buna göre parsel m² başına düşen inşaat alanına göre parsel değeri hesaplanmıştır.

Değerleme konusu parsellerin toplam ~3.900,-m² brüt alanlı inşaat hakkı doğrultusunda m² başına düşen yapılaşma hakkı 2,6 olup, emsaller için hesaplanan değerler buna göre düzenlenmiştir.

Emsal Değer, ABD/m ²	Parsel Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri, ABD \$	2,6 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$
5.342	1,92	2.782	7.232
1.536	0,80	1.920	4.991
Düzeltilmiş Parsel Değeri, ABD \$			6.112

Emsal mülklerin düzeltilmesi yoluyla elde edilen ortalama **6.112,-ABD\$/m²** parsel değerinin, değerlendirme konusu gayrimenkullerin;

- Ulaşılabilirlik açısından güçlü bir konumda yer alması,
- Galataport Liman Projesi Bölgesi'nde yer alması,

- İdari ve Ticari Şehir Merkezine yakın konumu, gibi kriterlerin yanı sıra, emsal mülklerin piyasada uzun süredir satılık olduğu ve söz konusu bedellerin deklare satış bedeli olduğu dikkate alındığında, değerlendirme çalışmalarına tutucu bir yaklaşımla **6.000,- ABD\$/m²** birim değer için esas alınmasının uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Ayrıca, değerlendirme konusu parsellerin tek bir malike ait olması, üzerlerinde metruk bina bulunması ve geliştirilmesi planlanan projenin tüm parselleri içerecek olması sebepleriyle, parsel bazında ayrıma gidilmeksizin, değerlendirme çalışmalarında aynı birim emsal bedel (**6.000,-ABD\$/m²**) esas alınmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkuller için hesaplanan parsel değerleri aşağıda verilmiştir.

Parsel No	Parsel Alanı, m ²	m ² Emsal Bedeli, ABD \$/ m ²	Parsel Değeri, ABD \$	Parsel Değeri, TL
4	1.129	6.000	6.774.000	13.784.413
12	62	6.000	372.000	756.983
13	61	6.000	363.000	738.669
14	62	6.000	372.000	756.983
15	63	6.000	375.000	763.088
16	62	6.000	372.000	756.983
17	63	6.000	378.000	769.192
DEĞERLEME KONUSU PARSELLERİN Σ DEĞERİ			9.006.000	18.326.309

Sonuç olarak; **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, parsel bazında detayları yukarıdaki tabloda belirtildiği üzere, gayrimenkullerin toplam değerinin 18.326.309,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 9.006.000,-ABD\$) olduğu kanaatine varılmıştır.**

6.6. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi/Parsel Geliştirme Yaklaşımı(Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi)

(Parseller üzerinde herhangi bir yapı yer almadığı varsayımıyla proje geliştirilecektir.)

Değerleme konusu 64 ada, **4, 12, 13, 14, 15, 16 ve 17 numaralı parseller** Kentsel Sit Alanı içerisinde kalmakta olup, İstanbul 2 Numaralı Kültür Ve Tabiat Varlıklarını Koruma Bölge Kurulu 07.01.2009 gün ve 2302 sayılı kararı ile onaylanan 1/5000 ölçekli Kentsel Sit Alanı Koruma Amaçlı Nazım İmar Planı'nda ve 1/1000 ölçekli 21.12.2010 tasdik tarihli, Beyoğlu Koruma Amaçlı Uygulama İmar Planı'nda "**Turizm + Hizmet + Ticaret**" alanında kalmaktadır. Planın tanımladığı fonksiyonlar, bölgenin karakteristiği ve Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan bilgiler doğrultusunda, parselin en etkin ve verimli kullanımını "**Butik Otel**" kullanım amaçlı proje geliştirilmesinin oluşturacağı kanaatine varılmıştır.

Analizlerde, geliştirme maliyetlerinin arsa sahibi tarafından karşılanacağı ve otelin kiralanacağı varsayımları altında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. İNA Analizi çerçevesinde esas alınan varsayımlar ve proje özeti aşağıda sunulmuştur.

6.6.1. Varsayımlar:

Proje özeti: Değerleme konusu toplam 7 adet parsel üzerinde;

➤ Planın tanımladığı fonksiyonlar ile turizm açısından önemli bir bölge olan ve mimari özellik sergileyen önemli yapıların yer aldığı Kemankeş Mahallesi ve çevresinin, son yıllarda Galataport Projesi'yle beraber bir dönüşüm sürecine girmesi, butik otel ve iş merkezi amacına yönelik yatırımların yapıldığı dikkate alındığında, otel kullanım amaçlı projenin geliştirilmesi uygun görülmüş ve **projenin gelecekte yaratacağı geliştirme maliyetleri düşülerek net nakit akımlarının bugünkü değerinin, gayrimenkulün arsa değerini (arazi kalıntı değeri) temsil edeceği** kabulüyle analizler gerçekleştirilmiştir.

- Değerleme konusu (geliştirilecek) parsellerin toplam Arsa Yüzölçümü; 1.501,-m²'dir.
- Proje'nin, parseller üzerindeki metruk binanın yıkılarak aynı brüt inşaat alanı ve planda belirlenen H_{max} esas alınarak yeniden inşa edileceği (geliştirileceği) öngörülmüştür.

- o Geliştirilecek butik otel projesinin toplam 50 odadan oluşacağı kabullenilmiştir.³

i. TOPLAM İNŞAAT ALANI VARSAYIMI: Rapor'un Proje özeti bölümünde detaylı olarak sunulan proje bilgileri ışığında, konu parseller üzerinde 5 adedi suit olmak üzere 50 odadan oluşan ve 3.900,- m² kapalı alanlı butik otel projesi geliştirilmesi öngörülmüştür.

PROJE VARSAYIMLARI	
Otel Projesi Σ Alan Varsayımları, m²	3.900
Σ Standart Oda Sayısı	45
Birim Oda Alanı, m ²	40
Σ Standart Oda Alanı, m²	1.800
Σ Suit Oda Sayısı	5
Birim Oda Alanı, m ²	80
Σ Suit Oda Alanı, m²	400
Σ Oda Alanı, m²	2.200
Ortak Alanlar / Σ Oda Alanı	50%
Σ Ortak Alan, m²	1.100
Restoran Alanı, m²	600

(*)Otopark ihtiyacının açık alanda çözümleneceği varsayılmıştır.

ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI: Konu parseller üzerinde yer alacak Otel projesinin **geliştirme maliyeti hesaplamaları** aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **Otel Alanı Yapı Maliyeti**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Otel Binaları için 1. sınıf inşaat birim maliyeti olan **1.263,50TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%3** oranında olduğu varsayılmıştır.

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.		

1) Otel projesi, 1.501,-m² yüzölçümlü arsa üzerinde gerçekleştirilecek olup, **~3.900,-m²** kapalı alanlı olacaktır. İnşaat çalışmalarına 2014 yılında başlanacağı varsayılar, proje inşaatı 2015 yılının sonunda tamamlanmış olacağı öngörülmüştür. Otel geliştirme maliyeti aşağıdaki tabloda detaylı olarak verilmiştir.

Toplam Yapı Maliyeti (I+II), TL	5.546.772
Toplam Yapı Maliyeti (I+II), ABD \$	2.725.820
Otel Alanı, m²	3.900
m ² Birim Değeri, TL	1.263,65
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	37,91
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti, TL	39,05
Diğer Maliyetler, TL	40,22
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	1.380,82
I) Otel Alanı Yapı Maliyeti, TL	5.385.215
II) Çevre Düzenlemesi Maliyeti, TL	161.556

Sonuç olarak;

- Gayrimenkullerin geliştirilmesi için yapılması gerekli harcama tutarı **5.546.772,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **2.725.820,-ABD \$**) olup, katlanılan diğer maliyetler (parsel

³ Şirket yetkililerince belirtilen öngörüler (3.900,-m² kapalı alanlı, 50 odalı butik otel projesi) doğrultusunda geliştirileceği kabul edilmiştir.

üzerindeki binanın yıkım maliyeti, inşaat sırasında şantiye binası olarak kullanılabileninden eş değer fayda sağlayabileceği öngörüsüyle) hesaplamalara dahil edilmemiştir.

- **Proje geliştirme süresi ~2 yıl olarak varsayılmıştır.** İnşaat tamamlanma oranı 2014 yılı için %40, 2015 yılı ise %60 olarak öngörülmüştür.
- Proje maliyetlerinin ABD doları cinsinden her yıl **%3** oranında artacağı varsayılmıştır.

2) Projede yer alacak butik otelin 50 odalı olacağı varsayılmıştır. Otel de, 45 standart oda, 5 Suit odanın yer alacağı varsayılmış olup,

- ✓ Standart odaların tefrişat bedeli olarak **15.000,-TL**,
- ✓ Suit odaların tefrişat bedeli olarak **30.000,-TL** öngörülmüştür.

Otel toplam tefrişatı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

2) Toplam Tefrişat Bedeli, TL	1.375.000
Standart Oda Adedi	45
1 Adet Oda Tefriş Bedeli, TL	15.000
Σ Standart Oda Tefrişat Bedeli, TL	675.000
Suit Oda Adedi	5
1 Adet Oda Tefriş Bedeli, TL	30.000
Σ Suit Oda Tefrişat Bedeli, TL	150.000
Ortak Alan, m ²	1.100
Ortak Alan m ² Tefrişat Bedeli, TL	500
Σ Ortak Alan Tefrişat Bedeli, TL	550.000

Otel Projesi toplam yapım maliyeti aşağıda verilmiştir.

Toplam Otel Geliştirme Maliyeti, TL (1+2)	6.921.772
Toplam Otel Geliştirme Maliyeti, ABD\$ (1+2)	3.401.529

Yukarıda detayları verilen maliyet kalemleri doğrultusunda Otel Projesinin **6.921.772,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **3.401.529,-ABD\$**) bedelle tamamlanması planlanmaktadır. Projenin, toplam geliştirme maliyeti ve yıllar itibarıyla tamamlanma oranlarına ilişkin varsayımlar aşağıda verilmiştir. Yapı maliyetleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

	2014	2015	Toplam
Proje Geliştirme Maliyeti, ABD \$	1.360.612	2.102.145	3.462.757
Tamamlanma oranı, %	0,40	0,60	1,00

- iii. **PROJE GELİR VARSAYIMLARI:** Konu parseller üzerinde konumlandırılması planlanan **"Otel"** projesinin geliştirilmesi durumunda yapılacak İNA Analizine esas teşkil edecek olan ve piyasada yapılan araştırmalar sonucu bulunan emsal veriler aşağıda sunulmuştur.

Geliştirilmesi planlanan butik otel, 50 odalı olup, Otele gelen ziyaretçilerin park sorunu yaşamaması adına otopark alanının açık alanda düzenleneceği ve projede ziyaretçilerin yeme içme ihtiyacını karşılamak için restoran alanı yer alması öngörülmüştür.

A) Oda Geliri: Değerlemeye konu gayrimenkullerin yakın çevresinde, tarihi binaların restore edilerek koruma ve yaşatma anlayışıyla konaklama alanlarına dönüştürüldüğü, ağırlıklı olarak apart oteller ile 4 yıldızlı otellerin mevcut olduğu tespit edilmiştir. Projenin konusunu oluşturan butik otel türüne uygun olarak otel fiyatları araştırılmış olup, otel konaklama fiyatları konumlandıkları bölgeye ve türüne göre farklılıklar göstermektedir. Bölgede yer alan bazı otellerin gecelik ortalama kişi başı oda ücret tarifesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	İlçe	Konum	Türü	Oda Sayısı	Oda Fiyatı, ABD\$
Karaköy Port Hotel	Beyoğlu	İskele Caddesi	Butik	22	125-225
SuB Hotel	Beyoğlu	Necatibey Caddesi	Butik	18	100-175
Galata La Pella Hotel	Beyoğlu	Erguvan Sokak	Butik	27	200-400
İstanbul Golden City Hotel	Beyoğlu	Erguvan Sokak	4*	62	200-400
Nidya Hotel	Beyoğlu	Meclis-i Mebusan Caddesi	4*	120	250-400

Yukarıda yer alan bilgiler ve bölgede yapılan araştırmalar doğrultusunda, proje içerisinde yer alacak olan butik otelin gecelik ortalama oda fiyatının

- ✓ Standart odalar için **160,-ABD\$**;
- ✓ Suit odalar için **250,-ABD\$**

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Değerleme konusu gayrimenkullerin birlikte değerlendirilerek otel olarak geliştirilmesi sonucu, yaratacağı gelir otel ciro payı gelirlerinden (kira) oluşacak olup;

- Oda gelirlerinin (ciro) **~%35**'inin gayrimenkul değerinin hesaplanmasında esas alınacak "**kira geliri**" olarak kabul edilebileceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda butik otelin 2013 yılına ait, %100 doluluk halinde yıllık cirosu (varsayımsal) verilmiştir.

Otel Oda Net Geliri, ABD\$	1.064.700
Standart Oda Sayısı	45
Standart Oda Günlük Ücret, ABD\$	160
Suit Oda Sayısı	5
Suit Oda Günlük Ücret, ABD\$	250
Toplam Oda Ciro, Günlük	8.450
Toplam Oda Ciro, Yıllık	3.042.000
Oda Net Gelir Oranı, %	35%

B) Restoran Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan Restoranın proje inşasının bitmesinin ardından 2016 yılında faaliyete geçeceği ve **brüt otel konaklama cirosunun %20'si** oranında "kira geliri" sağlayacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 2014 yılında otelin %100 doluluğu halindeki Restoran Geliri yer almaktadır.

	2014
Restoran Geliri, ABD \$	608.400
Restoran Gelir Oranı, %	0,20

Otelin, inşaatının tamamlanmasının ardından 2016 yılında faaliyete geçeceği ve gelir yaratacağı varsayılmış olup, bölge bazlı yapılan araştırmalar sonucu belirlenen doluluk oranları yıllar itibariyle aşağıdaki tabloda verildiği şekilde öngörülmüştür.

YIL	2016	2017	Devam Eden Yıllar
Otel Doluluk Oranı	65%	65%	75%

Yukarıda detaylı şekilde verilen proje gelir kalemleri günümüz değerleriyle öngörülmüş olup, proje süresince her yıl %3 oranında artacağı varsayılmıştır.

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR:

- a. **İskonto Oranı:** Bu oran, gayrimenkullerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir. Bu çalışmada kullanılacak iskonto oranı, bileşenleri aşağıda verildiği üzere **%11,00** olarak alınmıştır.
- b. **Büyüme Oranı:** Gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, büyüme oranı olarak **%3** esas alınmıştır.

İskonto Oranı	11,00%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%
Proje Risk Primi	1,25%

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

- c. **Yıl ortası düzeltme faktörü:** Proje gelir ve giderlerinin yıl içerisinde normal dağılıacağı varsayımıyla, net proje gelirleri yıl ortası düzeltme faktörüyle düzeltilmiştir. İskonto oranı

bileşik olarak düşünüldüğünden, yıl ortası düzeltme faktörünün belirlenmesinde yıllık iskonto faktörünün karekökü kullanılmıştır.

6.6.2. İNA Analizi:

Yukarıda verilen varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İNA analizi aşağıda sunulmuştur.

PROJE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$					
	2014	2015	2016	2017	D.E.D.
Σ Proje Giderleri	-1.360.612	-2.102.145			
Geliştirme Maliyeti	-1.360.612	-2.102.145	-	-	-
Σ Proje Gelirleri	-	-	1.153.745	1.188.357	1.412.317
Otel Kira Geliri	-	-	734.201	756.227	898.747
Restoran Kira Geliri	-	-	419.544	432.130	513.570
Proje Net Nakit Akımı	-1.360.612	-2.102.145	1.153.745	1.188.357	17.653.957
İskonto Oranı	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
İskonto Faktörü	1,11	1,23	1,37	1,52	1,69
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59
Nakit Akımlarının NBD,\$	-1.360.612	-2.102.145	843.608	782.808	10.476.764
Nakit Akımlarının Toplam NBD,ABD \$					8.640.423
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü					1,054
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$					9.103.251
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL					18.524.205

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen İNA analizi sonucunda, **gayrimenkulün arazi artık değeri olarak tanımlanan mevcut toplam değeri 18.524.205,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **9.103.251,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu parsellerin Mer'î imar durumu ve projesi göz önünde bulundurularak Otel kullanım fonksiyonlu olarak geliştirilmesinin "En Etkin Ve Verimli Kullanım"ı temsil ettiği kanaatine varılmıştır.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi

Değerleme konusu gayrimenkullerin parsel geliştirme yaklaşımı esasları çerçevesinde gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinde, müşterek veya bölünmüş kısımları dikkate alınarak geliştirme maliyetleri hesaplanmıştır.

Parsellerin bitişik nizam ve aynı Malike ait oldukları, birlikte geliştirilmelerinin öngörülmesi sebebiyle, parsel bazında değer farklılaştırılmasına gidilmemiştir.

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi

Rapor'un 5.2.2'inci başlığı altında Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, değerlendirme konusu gayrimenkuller üzerinde yer alan **takyidatların gayrimenkullerin kullanımı veya devrini kısıtlayıcı nitelikte olmadığı anlaşılmaktadır.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

Değerleme çalışmaları, Pazar Değerinin tespiti amacıyla gerçekleştirilmiş olup, çalışmada, 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 (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin üzerinde yer alan binanın metruk halde olması ve bölgede bu vasıflı emsallerin boş arsa gibi satışa sunulmuş olması sebebiyle arsa+bina değerini içeren bir emsal araştırması yapılmamıştır. Parsellerin boş oldukları varsayımıyla piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına söz konusu gayrimenkullerin **arsa** değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir.

Alternatif karşılaştırma yöntemi olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı yöntemi ile bulunan değerlendirme konusu gayrimenkul değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak, **En Etkin Verimli Kullanım Analizi** çerçevesinde; değerlendirme konusu parseller üzerinde, Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörülmüş olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir.

Konu parseller üzerinde, **Turizm + Hizmet + Ticaret** imarına ve projesine uygun olarak **Otel** fonksiyonlu proje geliştirilmesi öngörülmüş olup,

- Proje gelirinin tespiti için **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde değerlendirme konusu projenin yakın çevresinde yer alan Otel oda fiyatları araştırılarak **projenin olası gelirleri** hesaplanmıştır,
- Projenin geliştirme maliyeti hesaplamaları için **Maliyet Yaklaşımı** çerçevesinde 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan 2014 yılı için binaların metrekare normal inşaat maliyet bedellerini gösterir cetvel esas alınmıştır.

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

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıda özet tablo halinde sunulmuştur.

ÖZET TABLO		
	TL	ABD\$
Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	18.326.309	9.006.000
Gelirlerin Kapitalizasyonu -İNA Analizi	18.524.205	9.103.251

Sonuç olarak; değerlendirme konusu gayrimenkullerin,

- Farklı yöntemler sonucu bulunan değerlerin birbirine yakın ve tutarlı olduğu,
- Parsellerin en etkin ve verimli kullanımını temsil ettiği düşünülen projeye uygun olarak gerçekleştirilen İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi yoluyla hesaplanan arazi artı değerinin, birçok varsayıma dayandığı, analizin esasen Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımıyla bulunan değer test edilmesi amacıyla gerçekleştirildiği,

- Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı sonucunda hesaplanan **değerin, gayrimenkullerin toplam değerini daha az sapmayla temsil edeceği,**
- Yukarıdaki açıklamalarımız çerçevesinde; **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ile bulunan 18.326.309,-TL** tutarındaki değer, parsel bazında detayları Rapor'un 6.5'nci bölümünde verildiği üzere, gayrimenkullerin **toplam adil (rayiç) piyasa değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı, kanaatine varılmıştır.

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

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

7.3. Yasal 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 **14, 15, 16 ve 17 numaralı parseller** ile ilgili belediyesinde dosyası bulunmamıştır. Müşteri şirket yetkilileri tarafından da bu parseller için herhangi bir yasal belge temin edilememiştir.
- ✓ Değerleme konusu **4, 12 ve 13 numaralı parseller** için yasal belgeleri tespit edilmiş olup, Rapor'un 5.2.3'üncü bölümünde detayları verilmiştir.
- ✓ Değerleme konusu parseller üzerindeki yapının yıkılıp, parseller üzerine yeni bir proje geliştirileceği bilgisi müşteriden edinilmiş olup, bu sebeple yapının/ yapıların yasallığı aranmamıştır.
- ✓ Hâlihazırda parseller üzerlerinde bulunan yapılar yıkık ve kullanılamaz durumda olduğundan makul bir süre içinde yıkılmasının ve tapu senedinde belirtilen nitelikleri kalmamış olan taşınmazların "**Yapılı İken Yapısız Hale Gelme**" nedeni ile cins değişikliğinin⁴ yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

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

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

- ✓ Değerleme konusu **parseller** üzerinde yer alan yapı fiilen kullanılmaz durumda olduğundan gayrimenkullerin fiilen arsa niteliğinde oldukları, **bu hususun GYO'ların portföy kısıtlamaları açısından önem arz ettiği de dikkate alınarak**, makul bir süre içerisinde yıkılmasının uygun olacağı,
- ✓ Parsellerin, tapu senedinde belirtilen niteliklerinde, "**Yapılı İken Yapısız Hale Gelme**" nedeni ile **cins değişikliği yapılmasının uygun olacağı düşünülmekte olup,**

Gayrimenkullerin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatlerine varılmıştır.

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

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

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

- Kılıç Ali Paşa Mescid Mevkii, 120 pafta, 64 ada,
 - 1.129,-m² yüzölçümüne sahip, 4 parsel numarasında kayıtlı, "Arsa, Dükkan, Garaj"
- Tophane İskelesi Mevkii, 120 pafta, 64 ada,
 - 62,00m² yüzölçümüne sahip, 12 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - 60,50m² yüzölçümüne sahip, 13 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - 62,00m² yüzölçümüne sahip, 14 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - 62,50m² yüzölçümüne sahip, 15 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - 62,00m² yüzölçümüne sahip, 16 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"
 - 63,00m² yüzölçümüne sahip, 17 parsel numarasında kayıtlı, "Odası Olan Kargir Dükkan"

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerlerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almalarında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda; **takyidatlar dikkate alınmaksızın**

- I) Rapor'un 7.4'üncü bölümünde belirtildiği üzere, **gayrimenkullerin GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı, ancak, niteliklerine ilişkin olarak tapu kayıtlarında cins tashihi yapılmasının uygun olacağı,**
- II) Rapor'un 6.4'üncü bölümünde parsel bazında detayları verildiği üzere, **parsellerin toplam adil piyasa değerinin, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**
 - **KDV Hariç 18.326.309,00TL**
 - **KDV Dahil 21.625.044,62TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,



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



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

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