



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İSTANBUL İLİ- BEYKOZ İLÇESİ – PAŞABAHÇE MAHALLESİ

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

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

| | |
|--|----------------------------------|
| 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER | 2 |
| 1.1. Sözleşme Tarihi..... | 2 |
| 1.2. Değerleme Tarihi | 2 |
| 1.3. Rapor Tarihi ve Numarası | 2 |
| 1.4. Rapor Türü | 2 |
| 1.5. Raporu Hazırlayanlar | 2 |
| 2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER | 3 |
| 2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri | 3 |
| 2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri | 3 |
| 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ | 4 |
| 3.1. Değerleme Raporunun Amacı..... | 4 |
| 3.2. Sınırlayıcı Koşullar | 4 |
| 3.3. Beyanlar | 4 |
| 3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar | 5 |
| 3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar: | 5 |
| 3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler..... | 8 |
| 3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı..... | 9 |
| 3.6.2. Maliyet Yaklaşımı | 9 |
| 3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi | 10 |
| 3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi: | 10 |
| 3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi | 11 |
| 4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER | 13 |
| 4.1. Global Ekonomik Görünüm..... | 13 |
| 4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü | 15 |
| 4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm | 16 |
| 4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü | 18 |
| 4.4.1. Türkiye Otel Sektörü | 20 |
| 4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler, | 26 |
| 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER | 27 |
| 5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler, | 27 |
| 5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı, | 27 |
| 5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri..... | 27 |
| 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri..... | 29 |
| 5.2. 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 | 30 |
| 5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri | 30 |
| 5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri | 31 |
| 5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Müşteri Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler | 31 |
| 5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi..... | 31 |
| 5.3.2. Rıhtım ve İskele Alanı Kullanımına İlişkin Kullanma İzni Sözleşmesi | 32 |
| 6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI | 33 |
| 6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi | 33 |
| 6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler | 35 |
| 6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler..... | 35 |
| 6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar | 35 |
| 6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı..... | 36 |
| 6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi..... | 38 |
| 6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler Ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri | 44 |
| 6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi..... | 44 |
| 6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, | 45 |
| 6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, | 45 |
| 7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ | 46 |
| 7.1. Farklı Gayrimenkul Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması..... | 46 |
| 7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri, | 47 |
| 7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler | 47 |
| 7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş,..... | 48 |
| 8. SONUÇ | 50 |
| 8.1. Nihai Değer Takdiri | 50 |
| 9. RAPOR EKLERİ | Hata! Yer işareti tanımlanmamış. |
| 10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ Hata! Yer işareti tanımlanmamış. | |
| 11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İSE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER | Hata! Yer işareti tanımlanmamış. |

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **18.12.2013** 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_22

1.4. Rapor Türü

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

- ✓ **195 ada, 7 parsel** numaralı, 53.865,56m² yüzölçümlü "Arsa"
- ✓ **200 ada, 3 parsel** numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ **209 ada, 3 parsel** numaralı, 15.952,32m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

Vasıflı gayrimenkuller ile

Maliye Bakanlığı (Hazine) tasarrufunda bulunan;

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

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

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

G. Değerleme Uzmanı : 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

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

Büyükdere Caddesi, USO Center, No:245 Kat:15 Maslak Sarıyer/İstanbul
T:0 (212) 330 01 88; F: 0 (212) 330 01 89 W : www.standartqd.com

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

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

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

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

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızca yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

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

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

Buna karşılık eğer mevcut ise, otopark ve reklam panoları gibi ortak alanlardan elde edilen gelirler, yönetim planında gösterildiği üzere hesaplanır ve diğer nakit girişleri olarak bağımsız bölümlere 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 temelini oturtulan arazinin *Pazar Değeri*, arazinin fayda ve sürekliliği ile birlikte piyasa bağlamında arazinin tek başına değeri ile iyileştirilmiş durumdaki toplam Pazar Değeri arasındaki farkı oluşturan değeri de yansıtır.

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

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

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

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

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

6.6 Arz ve talep arasında ciddi bir eşitsizlik bulunan veya aşırı derecede oynak piyasalarda, mülkün en verimli ve en iyi kullanımı ileride kullanılacak bir hak olabilir. Değişik tipteki potansiyel en üst düzey ve en iyi kullanımların belirlenebilir olduğu diğer durumlarda Değerleme Uzmanı bu gibi alternatif kullanımları ve beklenen ilerideki gelir ve harcama düzeylerini tartışır. Değişim sürecindeki arazi kullanımı ve bölgelendirme 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"ni saptamak,
- Desteklenebilir bir parsel geliştirme planı yaratmak,
- Geliştirme ve onay için süre ve maliyetleri saptamak,
- Parsel emilme oranları ve fiyat karışımlarını tahmin etmek,
- Arazi geliştirilmenin aşamalarını ve bunlara bağlı giderleri tahmin etmek,
- Emilme dönemi süresince pazarlama ve buna bağlı araziye elde tutma giderlerini tahmin etmek.

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

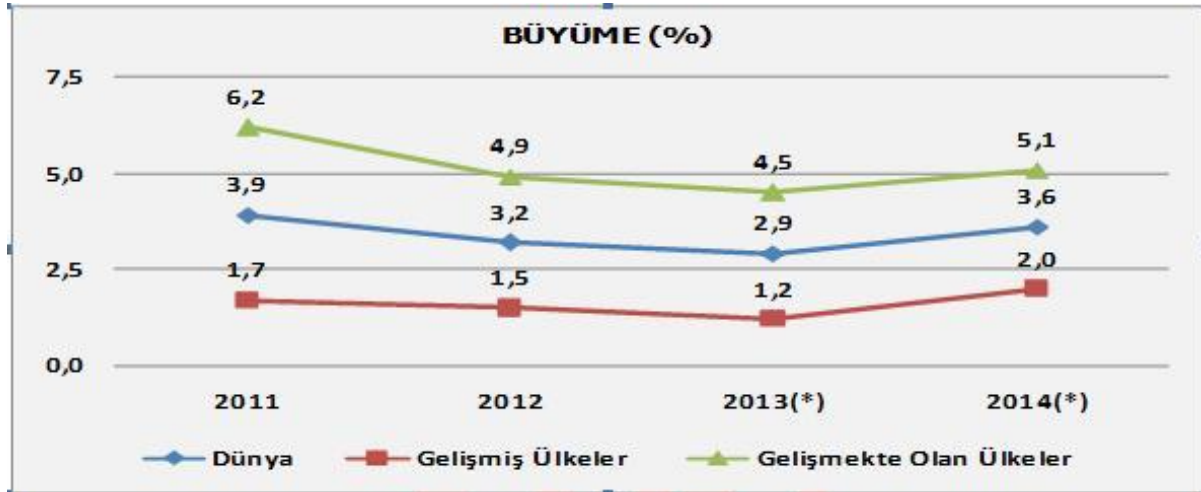
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

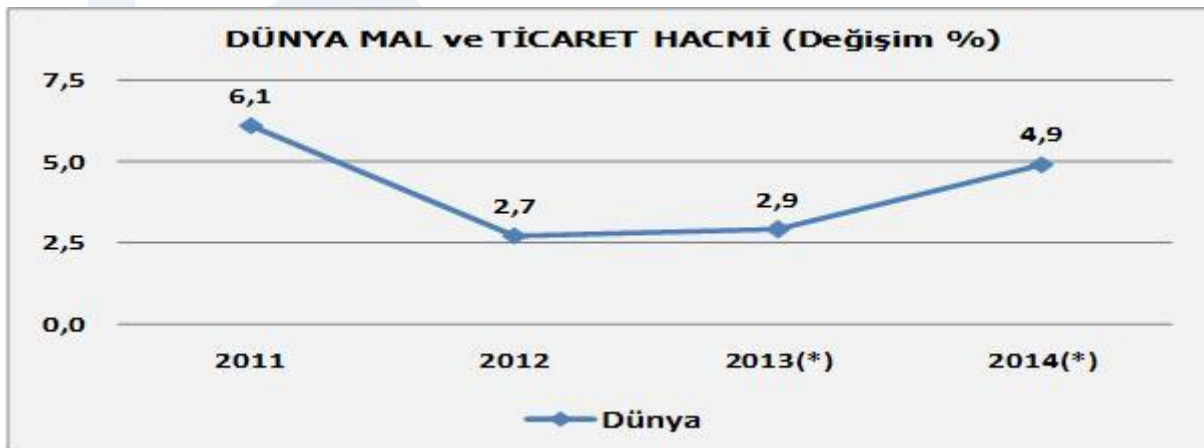
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD'de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi'nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski 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.

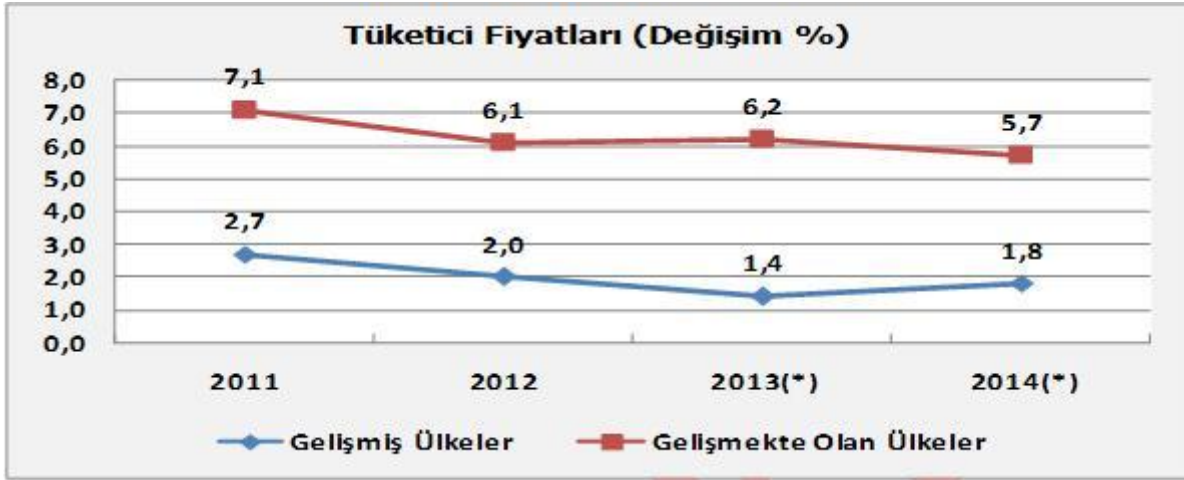
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



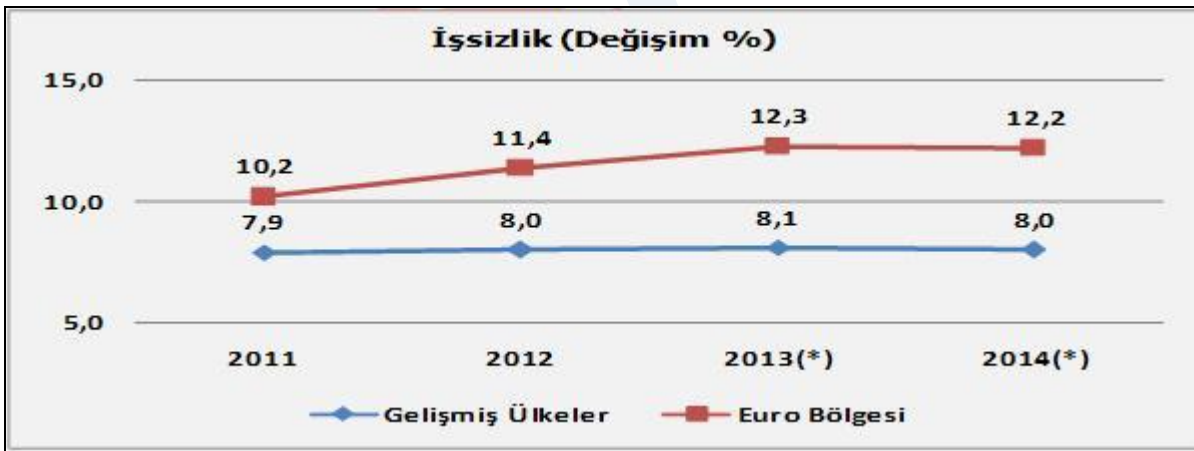
Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*)Tahmin

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

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

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

Dünya ticareti 2012 yılından sonra 2013 yılında da oldukça yavaş bir büyüme göstermektedir. 2012 yılında sadece % 0,2 büyüyen dünya mal ticaretinin 2013 yılında % 3,0 büyümesi beklenmektedir. Küresel ekonomideki yavaşlama ve talebin sınırlı kalması ile birlikte ticaretteki büyümede sınırlı kalmaktadır. Dünya ticaretindeki bu koşullar içinde ticarete konu olan mal fiyatları da zayıf kalmaktadır. Petrol ve enerji fiyatlarının 2013 ve 2014 yıllarında gerileyeceği öngörülmektedir. Metal ve diğer emtia fiyatlarında 2013 yılındaki % 1,5 artış sonrası 2014 yılında % 4,2 gerileme beklenmektedir. İmalat sanayi ürünlerinde ise 2013 yılından sonra 2014 yılında da ortalama fiyat değişimi beklenmemektedir. İnşaat malzemeleri ürünleri metal fiyatlarındaki gerilemeden 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 sürmüş, yıllık inşaat harcamaları Ağustos ayı sonunda 619,6 milyar dolara yükselmiştir.

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, Ekim 2013, (*) Tahmin, Türkiye ile ilgili veriler, 2011 ve 2012 yılları için TÜİK 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 görünümlü 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 İtibarıyla) | 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 itibarıyla 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 |

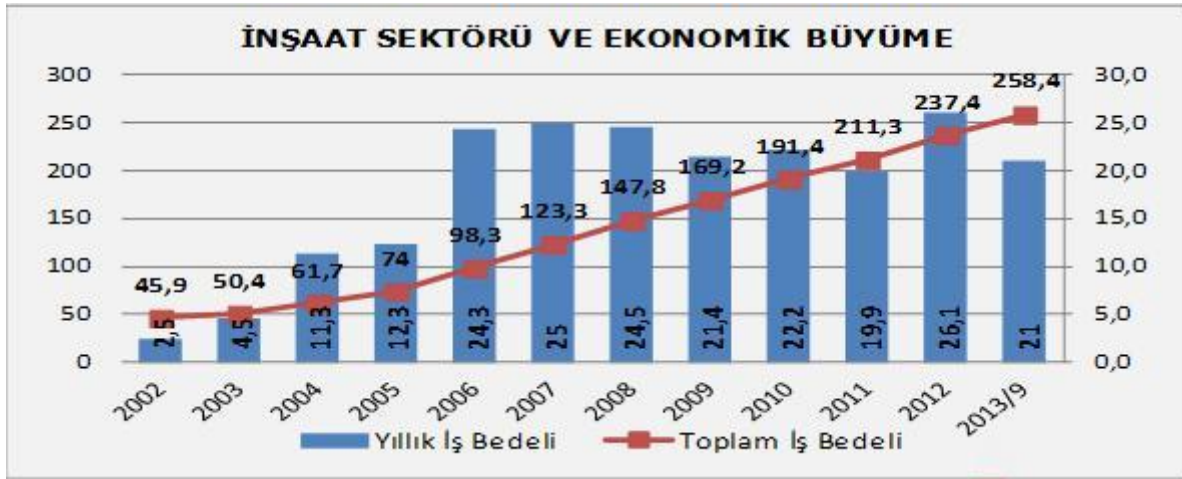
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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 mütekabiliyet yasasının çıkarılması ve yabancılar gayrimenkul satışının kolaylaştırılması olmuştur.

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

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2013 yılının Haziran ayında 26,3 milyona yükselmiş olan toplam istihdam son iki ayda gerilemeye başlamıştır. İnşaat sektöründe ise Ağustos ayında istihdam 1,86milyon kişi ile Temmuz ayının üzerine çıkmış olmakla birlikte geçen yılın aynı ayına göre % 1,8 düşmüştür. İnşaat sektörünün toplam istihdam içindeki payı 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 Q3 | 26.099 | 1.843 | 7,1 |
| 2013 Q4 | 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 Q4 | 82.272 | 6.873 | 40.190 | 3.587 |

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

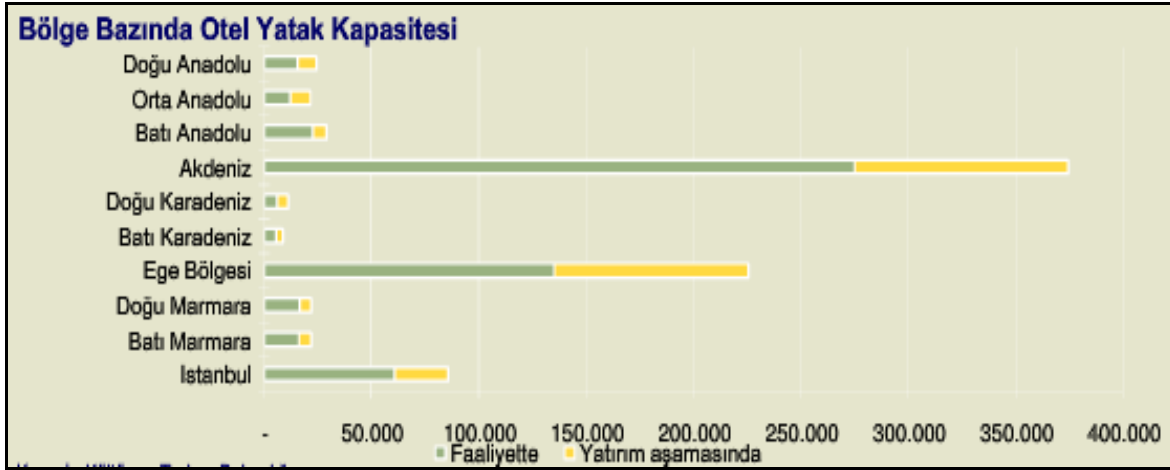
2013 yılının ikinci çeyrek döneminde yeni kullanılan kredi sayısı 198.034 kişi olurken, kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü 85.430 Türk Lirasına yükselmiştir. Kullanılan konut kredisi ortalama büyüklüğü geçen yılın aynı dönemine göre %11,8 artmıştır. Kullanılan kredilerin ortalama büyüklüğündeki 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.

4.4.1. Türkiye Otel Sektörü

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

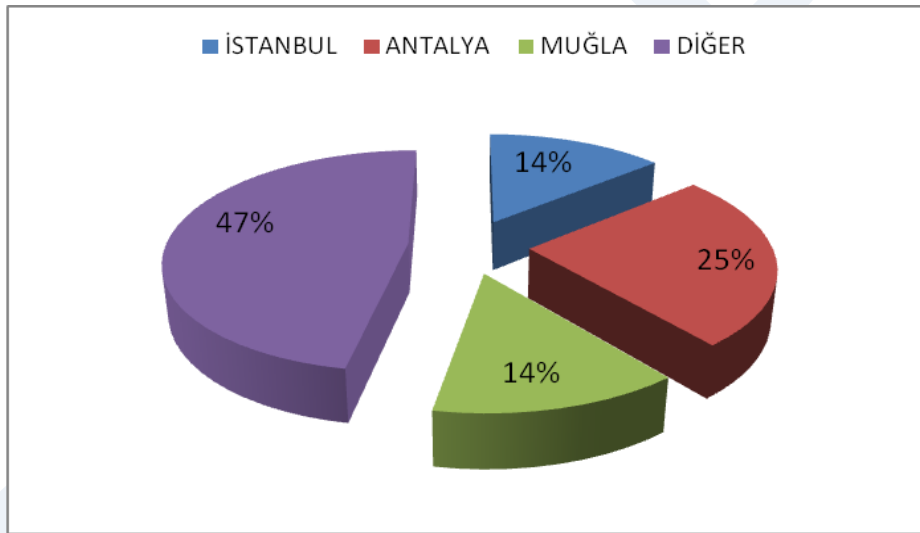
Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, Akdeniz Bölgesi en geniş yatak kapasitesine sahip bölgedir. Bununla birlikte, Ege Bölgesi'ndeki yatak kapasitesi hızla gelişmektedir ve yeni yatırımlarla birlikte %67 oranında artması beklenmektedir. İstanbul da başlı başına oldukça geniş bir yatak kapasitesine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



İstatistikî Bölge Birimleri Genelinde Toplam Yatak Kapasiteleri

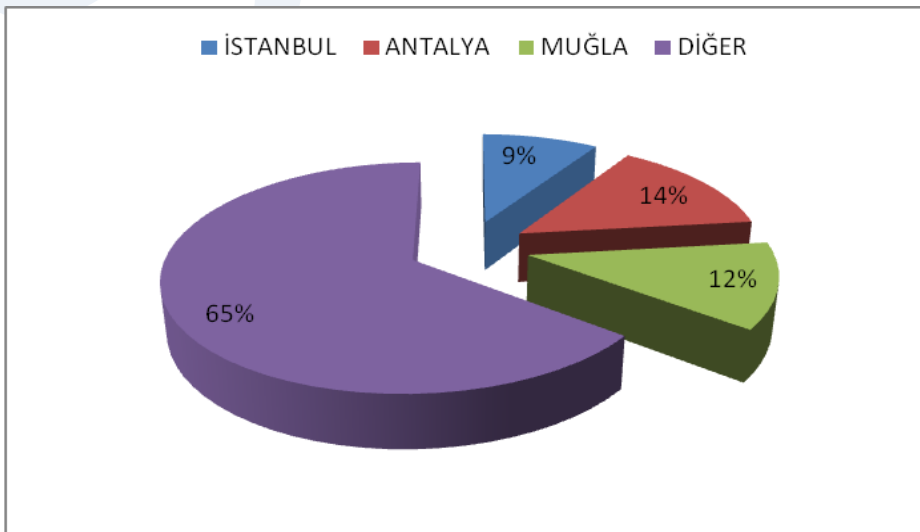
Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, 2008

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



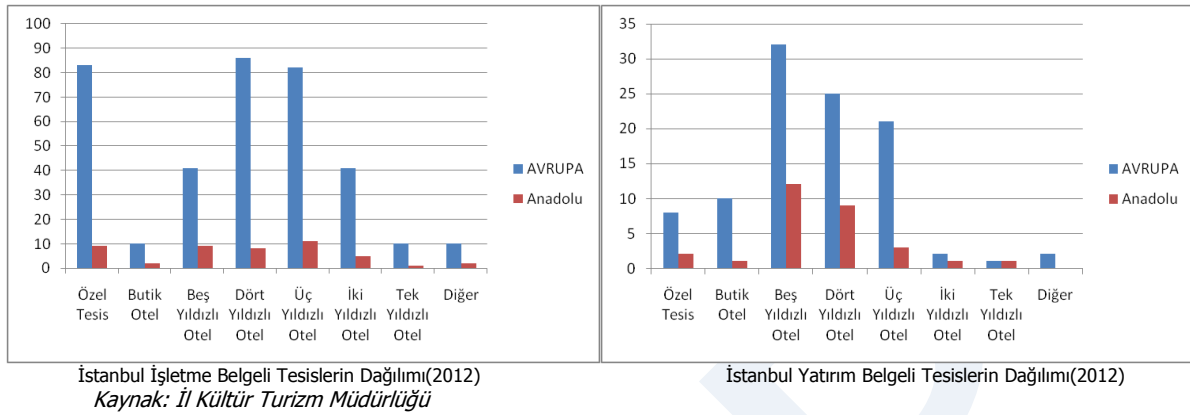
Türkiye Genelinde Turizm Bakanlığı İşletme Belgeli Tesislerin Dağılımı

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.

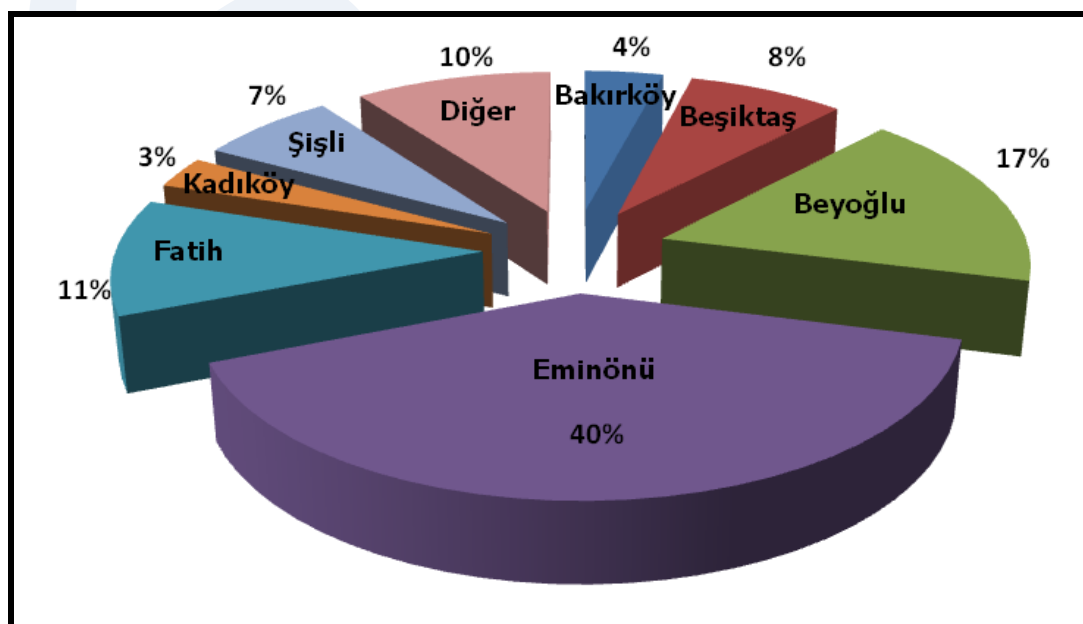


İl genelindeki İşletme Belgeli tesislerin Avrupa Yakası'nda yoğunlaştığı görülmektedir. Tesislerin %11'i (47 adet) Anadolu Yakası'nda bulunurken, Avrupa Yakası İstanbul İl genelindeki toplam tesis türlerinin %89'unu (363 adet) bulundurmaktadır. Aynı şekilde İl genelindeki Yatırım Belgeli tesislerin de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

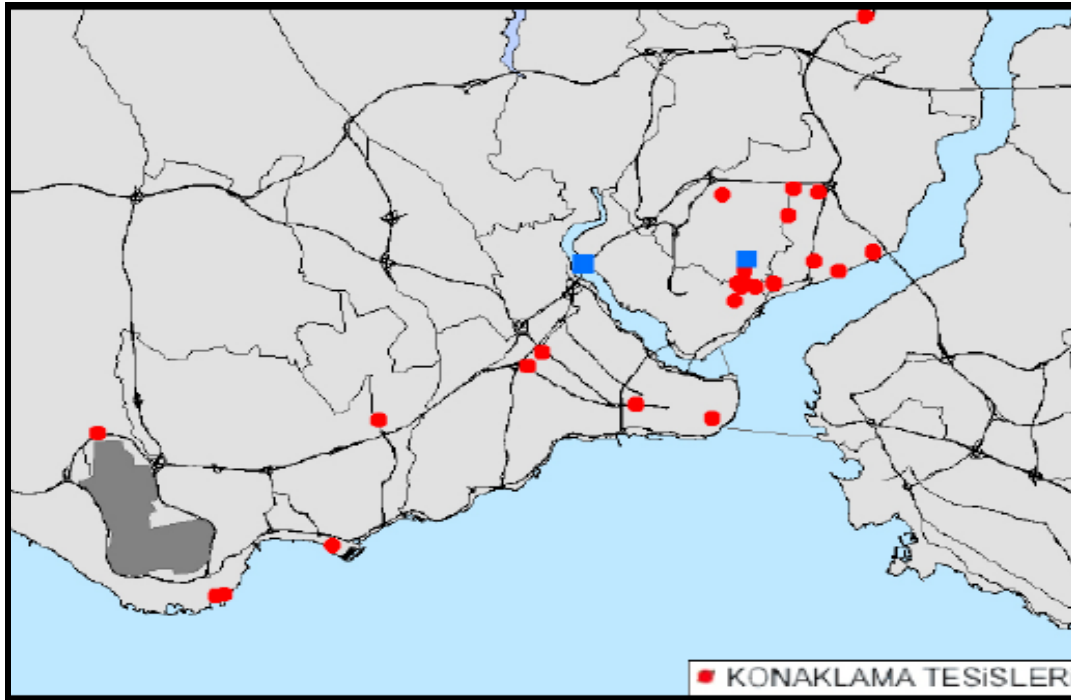
İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından hazırlanan İstanbul Çevre Düzeni Plan Raporu'na göre, İstanbul'a gelen turistler, konaklamak için kentsel ve tarihi yerleşimleri tercih etmektedir. İstanbul'un eski yerleşmeleri olan Fatih, Beyoğlu ve Beşiktaş ilçeleri geçmişten beri turizm altyapısının yoğunlaştığı 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

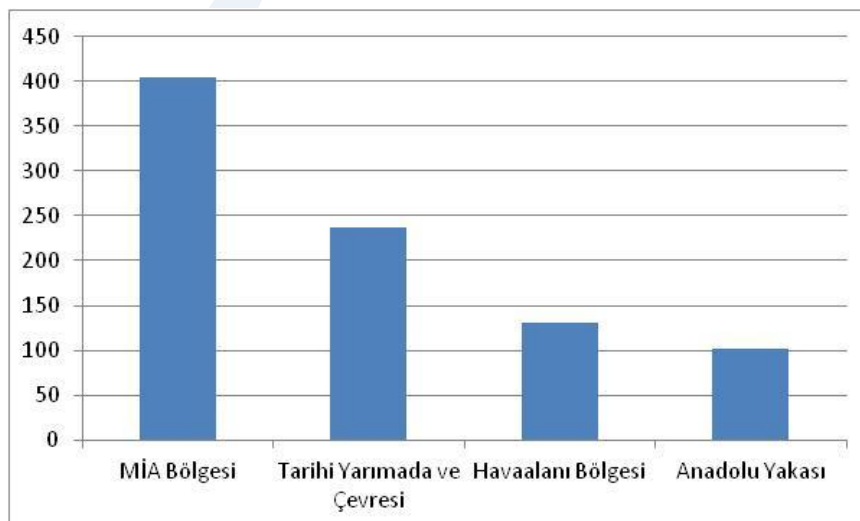
Kaynak: 1/100.000 Ölçekli İstanbul Çevre Düzeni Planı Raporu

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** itibarıyla yıllık ortalaması grafikteki gibidir.



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

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

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

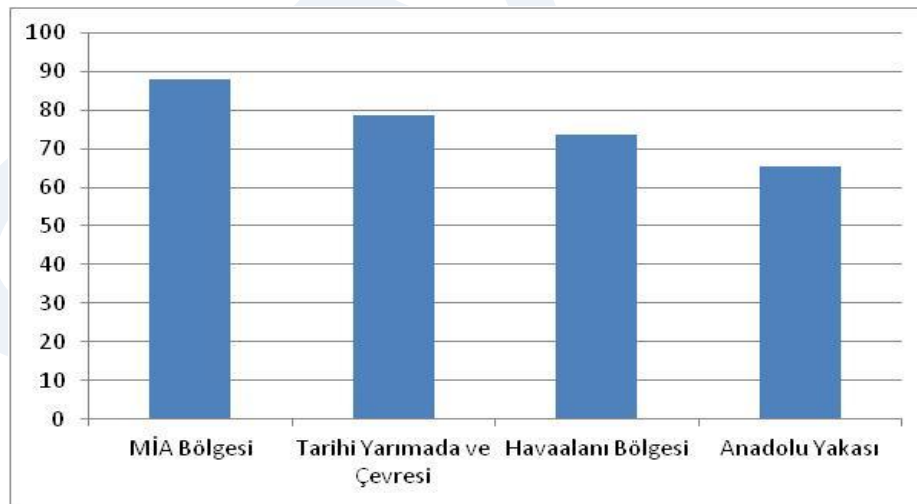
*21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982TL esas alınmıştır.

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

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

❖ 3-4 Yıldızlı Oteller

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



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 | | 117-60 | 155-80 |
| Tarihi Yarımada ve Çevresi | | 102-57 | 135-75 |
| Havaalanı Bölgesi | | 90-61 | 120-80 |
| Anadolu Yakası | | 83-53 | 110-70 |

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

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

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

S v P

4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi ve Kullanılan Veriler³,

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

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

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

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

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

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

İlçenin ekonomisi ticaret, turizm, balıkçılık ve sanayiye dayalıdır. İlçede sanayi kuruluşu olarak, Paşabahçe İspirto ve İçki Fabrikası 1929'da kurulmuştur, 1935'te kurulan Paşabahçe Cam Fabrikası bulunmaktadır. Ayrıca kundura fabrikası vardı. Bunlardan kundura fabrikası ile cam fabrikası günümüzde çalışmamaktadır. Beykoz'un dalyanlarında tutulan balıklar eskiden günümüze kadar geçen zaman süreci içerisinde önemini korumaktadır. Balıkçı tekneleri Beykoz koyunda barınmaktadır. Beykoz'a bağlı Polonezköy de önemli bir dinlenme ve mesire yeridir.



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

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre İstanbul ili, Beykoz İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

| | Erkek | Kadın | Toplam |
|-----------------|------------------|------------------|-------------------|
| Beykoz | 123.787 | 122.565 | 246.352 |
| İstanbul | 6.956.908 | 6.897.832 | 13.854.740 |

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

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

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

- ✓ 195 ada, **7 parsel** numaralı, 53.865,56m² yüzölçümlü "Arsa"
- ✓ 200 ada, **3 parsel** numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ 209 ada, **3 parsel** numaralı, 15.952,32m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

vasıflı gayrimenkuller ile,

Maliye Bakanlığı (Hazine) tasarrufunda bulunan;

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



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

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

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri

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

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

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

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

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

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

195 ada, 7 numaralı parsel üzerindeki yapıların birçoğu için inşa edildikleri tarihlerde kaçak yapılmış olmaları nedeni ile Yapı Tatil Tutanakları düzenlenmiş olmakla birlikte, değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere, 1937 yılında vergiye tabi

tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanunun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı" hükmüne dayanılarak, yapılar için iskan talep edilmiştir. Yapılar için henüz iskan (Yapı Kullanımı İzin Belgesi) verilmemiş olup, yapıların söz konusu belgeler doğrultusunda iskan alacağı düşünülmektedir.

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

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

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

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

| | | | | |
|---|---|--|---------------------------------------|---------------------------------|
| İLİ | : | İstanbul | | |
| İLÇESİ | : | Beykoz | | |
| MAHALLESİ | : | Paşabahçe | | |
| MEVKİİ | : | Paşabahçe Çubuklu Yolu | E Çubuklu Cad. Y Çubuklu Paşabahçe | Paşabahçe Çubuklu Yolu |
| PAFTA NO. | : | - | | |
| ADA NO. | : | 195 | 200 | 209 |
| PARSEL NO. | : | 7 | 3 | 3 |
| PARSEL YÜZÖLÇÜMÜ, m² | : | 53.865,56 | 827 | 15.952,32 |
| NİTELİĞİ | : | Arsa | Kargir Su Deposu | Kargir Depo ve Meyva Bahçesi |
| CİLT NO./ SAHİFE NO. | : | 1/7 | 1/64 | 2/133 |
| EDİNME TARİHİ VE YEVMIYE NO. | : | 19.09.2012/5415 | 19.09.2012/5415 | 19.09.2012/5415 |
| MALİK | : | TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. | | |

(EK: 2: Gayrimenkullere Ait Tapu Belgesi)

5.2. Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

20.12.2013 tarih itibari ile Beykoz Tapu Müdürlüğü ile 23.12.2013 tarih itibari ile Boğaziçi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü arşivinde yapılan inceleme sonuçları ve alınan yazılı tapu takyidatı bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

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

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

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

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **İrtifaklar Hanesi:** Beyannamesinde gösterilen 16,-m²lik sahada inşa edilen deniz feneri, Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 11.09.1998, Bitiş Tarihi:11.09.1998, Süre: -) (11.09.1998/2219 Yev.)
- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel** ve **200 ada, 3 parsel** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 200 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **Beyanlar Hanesi:** Bu parsel için su deposu yola tecavüzden inşa edilmiştir.
- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel** ve **195 ada, 7 parsel** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 209 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **195 ada, 7 parsel** ve **200 ada, 3 parsel** ile **müşterek ipotek.**

(EK: 3: Gayrimenkullere Ait Tapu Takyidat Yazısı)

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

195 ada, 7 numaralı parsel, 22.07.1983 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli **Boğaziçi Öngörünüm Bölgesi Uygulama İmar Planı**na göre "**Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı**"nda kalmaktadır. Yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

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

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

209 ada, 3 numaralı parsel, 22.07.1983 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli Boğaziçi Öngörünüm Bölgesi Uygulama İmar Planına göre "**Rekreasyon Alanı**"nda kalmakta olup, yapılaşma şartları aşağıda verilmiştir.

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

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

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

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

Ancak Müşteri Şirket'ten alınan bilgiler doğrultusunda parseller üzerinde yeni bir proje geliştirileceği öğrenilmiş ve yerinde yapılan incelemelerde yapıların yıkılmaya başlandığı görülmüştür.

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

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel ve 200 ada, 3 numaralı parselin terklerinin yapıldığı tespit edilmiştir. Ayrıca 195 ada, 7 numaralı parselin niteliğinin "Arsa" olarak değiştiği anlaşılmış olup, değerlendirme konusu parsellerin son değişiklikle (eski / yeni) yüzölçümleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

| Ada/Parsel | 195/7 | 200/3 | 209/3 |
|--------------------------------------|------------------|------------|------------------|
| Eski Yüzölçümü, m ² | 54.870,00 | 827 | 16.212,00 |
| Yeni Yüzölçümü, m² | 53.865,56 | 827 | 15.952,32 |

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

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

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

5.3.1. Gayrimenkullerin Özelleştirilmesine İlişkin İhale Şartnamesi

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

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

- a) 195 ada, 7 parsel numarasında kayıtlı 58.870,-m²
- b) 200 ada, 3 parsel numarasında kayıtlı 827,-m²

- c) 209 ada, 3 parsel numarasında kayıtlı 16.212,-m² Yüzölçümlü gayrimenkuller ile bu gayrimenkuller üzerinde bulunan binaların "Satış" d) 3.935,-m² yüzölçümlü iskele-rihtim ve dolgu alanına ilişkin olarak TTA (Tütün, Tütün Mamulleri Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş.) lehine Maliye Bakanlığı tarafından 27.08.2008 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere **49** yıl süre ile tesis edilen "**Kullanma İzninin Devri**" Yöntemleri ile bir bütün halinde 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde "Pazarlık Usulü" uygulanarak özelleştirilmesidir.

Müşteri Şirket tarafından **29.03.2012** tarihinde (ve izleyen tarihlerde mükerrer olarak) KAP'ta yapılan açıklamalarda, gerçekleştirilen **ihalenin 355.000.000,-TL bedelle Torunlar GYO A.Ş.'de kaldığı** kamuoyuna duyurulmuştur.

Taraflar arasında satış işleminin Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca onaylanmasının ardından 19.09.2012 tarihinde satış işlemi ve tapu devirleri gerçekleştirilmiştir.

5.3.2. Rihtim ve İskele Alanı Kullanımına İlişkin Kullanma İzni Sözleşmesi

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

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

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

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

Kullanma İzin Süresi: 49 Yıl

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

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

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

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

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

(ii) *Elden çıkarma maliyetlerinin önemsiz düzeyde olmaması durumunda; yeniden değerlendirilmiş varlığın satış maliyetleri düşülmüş gerçeğe uygun değeri, söz konusu*

varlığın gerçeğe uygun değerinden zorunlu olarak daha düşük olacaktır. Bu nedenle, yeniden değerlendirilmiş varlık, kullanım değerinin yeniden değerlendirilmiş tutarından (diğer bir deyişle gerçeğe uygun değerinden) daha düşük olması durumunda değer düşüklüğüne uğrayacaktır. Bu durumda, yeniden değerlendirme esasları uygulandıktan sonra, işletme, ilgili varlığın değer düşüklüğüne uğrayıp uğramadığını belirlemek için bu Standardı uygular.

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS:16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, Raporda verilen değer "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir.
- **TMS:16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmalarının ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37** 'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS:16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.
- **TMS:16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir**.
- **UMS:36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır**. Değer tespit çalışmalarında, belirlene değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" olup, konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate**

alınmamış ve değerden düşülmemiştir. Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) **özellikle vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması önerilmektedir.**

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

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

6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

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

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

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

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

ayrı bir varlık olarak değerlendirilmemiş ve değerlendirme konusu edilmemiştir.

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

Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmaları sonucunda, gayrimenkullerin **arsa değeri**⁷ tespit edilmeye çalışılmıştır.

En Etkin Verimli Kullanım Analizi çerçevesinde; değerlendirme konusu parsellerin, Mer'î imar planına uygun olarak proje geliştirileceği öngörülmüş olup, gelir yaklaşımıyla İNA Analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışma, Rapor'un 3.6.5. Bölümünde detayları verilen UDES Kılavuz Notları 1 (Taşınmaz mülk

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

değerlemesi)'de tanımlanan arazi değerlemesine ilişkin olarak 5.25.5.paragraf no'suyla yapılan açıklamalar dikkate alınarak yapılmıştır.⁸

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

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

6.5. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı

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

| SATILIK ARSA EMSALLERİ | | | | | | |
|--|---------------------------|--------------|-------------------|---------|----------------------|--|
| Açıklama | Yüzölçümü, m ² | EMSAL BEDELİ | | | | |
| | | TL | TL/m ² | ABD \$ | ABD\$/m ² | |
| Emsal 1 Konu gayrimenkullere yakın konumlu, boğaz manzaralı, içinde gecekondulu olan 400,-m ² yüzölçümlü, konut imarlı arsa satılıktır. | 400 | 800.000 | 2.000 | 393.140 | 983 | |
| Emsal 2 Paşabahçe Mahallesi'nde, Paşabahçe Hastanesi'nin yanında konumlu, 266,-m ² yüzölçümlü, konut imarlı arsa satılıktır. | 266 | 1.017.450 | 3.825 | 500.000 | 1.880 | |
| Emsal 3 Konu mülklere yakın konumlu, boğaz manzaralı, konut imarlı, 419,-m ² yüzölçümlü arsa satılıktır. | 419 | 1.150.000 | 2.745 | 565.138 | 1.349 | |

Tabloda yer alan arsaların irdelenmesi sonucunda,

- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde satılık Turizm imarlı arsa bulunmadığı, konut imarlı arsa arzının ise kısıtlı olduğu,
- ✓ Paşabahçe Mahallesi ve yakın çevresinde yer alan Konut imarlı arsaların ise konum, deniz manzarası, yüzölçümü gibi özellikleri doğrultusunda m² emsal bedellerinin **983,-ABD\$ ile 1.880,-ABD\$** aralığında değişiklik gösterdiği,
- ✓ Emsal 2'de yer alan arsanın hisseli olduğu,
- ✓ Emsal gayrimenkuller arasında, konu gayrimenkuller gibi denize cephesi olan (yaklaşık 500 m sahil mevcut) parsel bulunmadığı,
- ✓ Bölgede,
 - 195 ada, **7 parselin** sahip olduğu Turizm Konaklama Alanı imarına ve gayrimenkule bağlı olan iskele-rıhtım ve dolgu alanı kullanımına sahip satılık arsa bulunmadığı,
 - 209 ada, **3 parselin** sahip olduğu Rekreatyon Alanı imarına sahip satılık arsa bulunmadığı,

tespitleri yapılmıştır.

⁸ 5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan arazi kalıntı değeri tekniği analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal getiri tutarı çıkarılır. 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.

İnternet ve gazete haberleri ve müşteri Şirket tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformunda ilgili mevzuat hükümlerince yapılan "Özel Durum Açıklamaları"ndan detayları öğrenildiği üzere; değerlendirme konusu parseller ve iskele rıhtım alanı, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından "Pazarlık usulü" ihale yöntemi ile ihaleye çıkarılmıştır. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nda yapılan ihaleye Özyazıcı İnşaat, Torunlar Gayrimenkul Y.O A.Ş. , Fernas İnşaat, Asitane Gayrimenkul ve Siyahkalem Mühendislik'in katıldığı ve birinci elemeli turun sonunda Fernas AŞ'nin elendiği, bu turda en yüksek teklifin 300 milyon TL olduğu, ikinci elemeli turun sonucunda Özyazıcı İnşaat'ın elendiği ve açık artırmaya geçildiği bilgisi, medyaya yansıyan bilgilerden derlenmiştir.

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

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, değerlendirme konusu,

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

göz önünde bulundurularak değerlemeye esas m² emsal bedelinin **2.000,-ABD\$** olarak alınmasının (ihalede müşteri Şirket dışındaki katılımcıların da teklifleri dikkate alınarak) uygun olacağı kanaatine varılmış olup, bu birim değerler esas alınmak suretiyle hesaplanan parsel değerleri aşağıda verilmiştir.

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

| EMSAL KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI | | | |
|--------------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|
| Parsel No | 195/7 | 200/3 | 209/3 |
| Parsel Yüzölçümü, m ² | 53.866 | 827 | 15.952 |
| m ² Emsal Değeri, ABD \$ | 3.000 | 1.000 | 2.000 |
| Parsel Değeri, ABD\$ | 161.596.680 | 827.000 | 31.904.640 |
| Parsel Değeri, TL | 328.833.084 | 1.682.862 | 64.922.752 |
| Σ Parsel Değeri, TL | 395.438.698 | | |

Sonuç olarak Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu;

- **195 ada, 7 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 328.596.680,-TL**
- **200 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 827.000,-TL**
- **209 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 31.904.640,-TL,**
- **Gayrimenkullerin toplam rayiç pazar değerinin ise 395.438.698,-TL**

olacağı kanaatine varılmıştır.

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parselin tamamlayıcı unsuru olması nedeni ile 3.935,-m² alanlı İskele ve Rıhtım kullanım hakkı için, ayrıca bir değer takdir edilmemiştir.

Ancak konu gayrimenkule değer takdir edilirken özel iskele ve rıhtım kullanım alanına sahip olduğu göz önünde bulundurulmuştur.

6.6. En Etkin Verimli Kullanım Analizi

Müşteri Şirket tarafından, değerlendirme konusu;

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

öngörülmüştür.

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

Proje Özeti:

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

Parseller üzerinde geliştirilecek proje detayı aşağıda verilmiştir.

- Değerleme konusu **195 ada, 7 numaralı parsel** üzerinde **Müşteri'den alınan bilgiler doğrultusunda** ve "Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı" lejantına uygun olarak, E:0,50 yapılaşma şartı doğrultusunda 5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villa) kullanım amaçlı toplam **86.612,-m²** brüt alanlı proje geliştirilecektir.
- **Projenin gerçekleştirileceği parsellerin kullanımına tahsis edilen 3.935,-m² alanlı İskele – rıhtım ve dolgu alanının;**
 - **Proje değerini artırıcı bir nitelik oluşturduğu,**
 - **Değerleme konusu gayrimenkullere bağlı olarak kullanılacağı,**
 - **Değerleme konusu 195 ada, 7 No'lu parselle bağlantısı olması halinde fiilen kullanım fonksiyonuna sahip olabileceği,**
 - **Proje bütününde parseller üzerinde geliştirilmesi öngörülen yapılara kullanım faydası sağlayabileceği dikkate alınarak,**
- ayrı bir varlık olarak değerlendirme konusu edilmemiştir.**
- Müşteri Şirket tarafından tarafımıza bildirilen Avan Proje bilgilerine göre, **195 ada, 7 parsel** üzerinde;
 - **73.512,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 4 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan 5 Yıldızlı Otel ve

- o **13.100,-m²** toplam brüt kapalı alanlı 1 bodrum + zemin + 1 ve 2 normal kattan oluşan Apart Otel (Villalar) inşa edileceği öngörülmüştür.
- **5 Yıldızlı Otel** taban alanı 4.500,-m² olacak ve bodrum katlarla birlikte toplam 7 kattan oluşacaktır.
- 5 Yıldızlı Otelin, 180 adet standart, 15 adet delux suit ve 5 adet king suit olmak üzere toplam **200 odalı** olması planlanmaktadır.
- Standart odaların ~50,-m², double suitlerin ~75,-m², king suitlerin ise ~100,-m² brüt kapalı alanlı olacağı öngörülmüştür.
- 5 Yıldızlı otelin;
 - o Zemin kat + 1 normal kat + 2 normal katında; **otel odaları ve lobi alanı,**
 - o 1. ve 2. bodrum katlarında; **restaurant, balo ve düğün salonu, konferans salonu, ticari üniteler, SPA, Fitness Center, Türk Hamamı, Sauna vb, alanlar,**
 - o 3 ve 4. Bodrum katlarında ise; **otopark ve teknik alanlar** konumlandırılması planlanmıştır.
- **Apart Otel (Villalar)** ise;
 - o Parselin bir bölümünde konumlanacak olup, villa projesinin 15 adet Villadan oluşması düşünülmektedir.
 - o Her bir Villanın 1 bodrum kat + zemin kat + 1 normal kat ve 2 normal kattan oluşacağı ve ~874,-m² brüt kapalı alanlı olacağı öngörülmüştür.
 - o Villalar, birbirinden ve otelden bağımsız olacak ancak otelin tüm sosyal olanaklarından faydalanacaktır.
- Diğer Parsel alanları ve açık alanlar için peyzaj düzenlemeleri yapılacak olup, otopark ihtiyacının bir kısmı bu alandan karşılanacaktır.

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

| Proje Kapalı Alan Varsayımı | |
|---|---------------|
| 195 ada, 7 Parsel Yüzölçümü, m ² | 53.866 |
| Sahil Şeridindeki Turizm-Konaklama Otel-Motel Alanı, m ² | 53.866 |
| İnşaat Yapılaşabilir Parsel Büyüklüğü | 37.706 |
| Emsal | 0,5 |

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

| OTEL | | Alan, m ² |
|-----------------------------|--------------|----------------------|
| Emsale Dahil | 2.Normal Kat | 3.300 |
| | 1.Normal Kat | 3.300 |
| | Zemin Kat | 4.500 |
| Emsal Dışı | 1.Bodrum kat | 13.836 |
| | 2.Bodrum kat | 16.192 |
| | 3.Bodrum kat | 16.192 |
| | 4.Bodrum kat | 16.192 |
| TOPLAM | | 73.512 |
| VİLLA | | Alan, m ² |
| Emsale Dahil | 2.Normal Kat | 180 |
| | 1.Normal Kat | 180 |
| | Zemin Kat | 180 |
| Emsal Dışı | 1.Bodrum kat | 334 |
| 1 Adet Villa TOPLAM | | 874 |
| 15 Adet Villa Toplam | | 13.103 |

ii. PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ VARSAYIMI:

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

Geliştirme maliyeti hesaplanırken aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

- **5 Yıldızlı Otel ve Apart Otel Yapı Maliyeti;** 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Betonarme Karkas, Otel Binaları için Lüks inşaat birim maliyeti olan **1.471,71TL/m²** esas alınmış,
- **Otopark Yapı Maliyeti;** 62 Seri Nolu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliğ Eki olan, 2014 yılı İçin Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Betonarme Karkas, Yer altı Garajları için 2. sınıf inşaat birim maliyeti olan **518,24TL/m²** esas alınmış,
- Belirlenen Yapı Maliyeti birim değerlerine Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre Düzenlemesi maliyeti, arazi yapısı da dikkate alınarak toplam yapı maliyetinin **%3'ü** oranında varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.

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

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

| PROJE GELİŞTİRME MALİYETİ | |
|--|--------------------|
| Otel Kapalı Alanı, m² | 41.128,00 |
| m ² Birim Maliyet, TL/m ² | 1.471,71 |
| Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL | 44,15 |
| Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL | 45,48 |
| Diğer Maliyetler, TL | 46,84 |
| Giydirilmiş Birim Maliyet, TL | 1.608,18 |
| Otel Yapı Maliyeti, TL | 66.141.114 |
| Otel Otopark Kapalı Alanı, m² | 32.384,00 |
| m ² Birim Maliyet, TL/m ² | 518,24 |
| Otel Otopark Alan Yapı Maliyeti, TL | 16.782.684 |
| 1 - ∑ Otel Yapı Maliyeti, TL | 82.923.798 |
| Villa Kapalı Alanı, m² | 8.100,00 |
| m ² Birim Maliyet, TL/m ² | 1.471,71 |
| Mimarlık Ve Mühendislik Gideri, TL | 44,15 |
| Koordinasyon Ve Yönetim Gideri, TL | 45,48 |
| Diğer Maliyetler, TL | 46,84 |
| Giydirilmiş Birim Maliyet, TL | 1.608,18 |
| Villa Yapı Maliyeti, TL | 13.026.236 |
| Villa Ortak Alan+ Otopark Kapalı Alanı, m² | 5.000,00 |
| m ² Birim Maliyet, TL/m ² | 518,24 |
| Villa Ortak Alan+Otopark Yapı Maliyeti, TL | 2.591.200 |
| 2 - ∑ Villa Yapı Maliyeti, TL | 15.617.436 |
| ∑ Proje Yapı Maliyeti (1+2) | 98.541.234 |
| 3 - Çevre Düzeni Maliyeti, TL | 2.956.237 |
| ∑ Proje İnşaat Maliyeti, TL (1+2+3) | 101.497.471 |
| ∑ Proje İnşaat Maliyeti, ABD\$ | 49.878.358 |

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

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

Otel toplam tefrişatı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

| | TL | ABD\$ |
|---|------------------|------------------|
| Σ Tefrişat Bedeli, TL | 9.980.500 | 4.904.664 |
| Standart Oda Adedi | 180 | 180 |
| 1 Adet Oda Tefriş Bedeli | 15.000 | 7.371 |
| Σ Standart Oda Tefrişat Bedeli, TL | 2.700.000 | 1.326.847 |
| Delux Suit Adedi | 15 | 15 |
| 1 Adet Oda Tefriş Bedeli | 17.500 | 8.600 |
| Σ Delux Suit Tefrişat Bedeli, TL | 262.500 | 128.999 |
| King Suit Adedi | 5 | 5 |
| 1 Adet Oda Tefriş Bedeli | 20.000 | 9.828 |
| Σ King Suit Tefrişat Bedeli, TL | 100.000 | 49.142 |
| Ortak Alan, m ² | 13.836 | 13.836 |
| Ortak Alan m ² Tefrişat Bedeli, TL | 500 | 246 |
| Σ Ortak Alan Tefrişat Bedeli, TL | 6.918.000 | 3.399.676 |

5 yıldızlı Otel ve Apart Otel (Villalar)'den oluşacak olan Projenin toplam geliştirme maliyeti aşağıdaki tabloda verilmiştir.

| | TL | ABD\$ |
|------------------------------------|--------------------|-------------------|
| Σ Proje İnşaat Maliyeti | 101.497.471 | 49.878.358 |
| Σ Otel Tefrişat Bedeli | 9.980.500 | 4.904.664 |
| Σ Proje Geliştirme Maliyeti | 111.477.971 | 54.783.022 |

Yukarıda detayları verilen maliyet kalemleri doğrultusunda **5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar)** Projesinin **111.477.971,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **54.783.022,-ABD\$**) bedelle tamamlanması planlanmaktadır.

Proje inşa çalışmalarının 2014 yılında başlayacağı ve ~2 yıl içerisinde, yani 2015 yılsonunda tamamlanacağı öngörülmüştür. Projenin, toplam geliştirme maliyeti ve yıllar itibariyle tamamlanma oranlarına ilişkin varsayımlar aşağıda verilmiştir. Yapı maliyetleri her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

| | 2014 | 2015 | TOPLAM |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Yıllar İtibari İle Proje Geliştirme Maliyeti, ABD\$ | \$24.652.360 | \$31.034.582 | \$55.686.942 |
| Yıllar İtibari İle Proje Tamamlanma Oranı, % | 45% | 55% | 100% |

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

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

Rapor'un 4.6.2'nci bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere 5 yıldızlı otel fiyatları İstanbul içinde konumlandıkları bölgeye göre farklılıklar göstermektedir. MİA bölgesinde yer alan oteller, uluslararası firmaların müdürlüklerinin bu bölgelerde bulunmasının avantajını kullanarak yüksek rakamlardan konaklama hizmeti sunmaktadırlar. Tarihi yarımada ve çevresinde yer alan oteller ise, bulunduğu bölgenin tarihi ve turistik dokunun avantajından yararlanarak yüksek bedellerden konuklarını ağırlamaktadırlar. Üçüncü sırada yer alan havaalanı ve çevresindeki oteller ise kongre ve fuar alanları

ile havaalanına yakınlıkları itibariyle avantajlıdır. Bölgelere göre gecelik ortalama kişi başı oda ücret tarifesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Bölgelere Göre Kişi başı Ortalama Gecelik Fiyat Tarifesi

| Adı | Konum | Yıldız | Oda Sayısı | Fiyat, ABD\$ |
|----------------------|----------------|--------|------------|--------------|
| Limak Eurasia Luxury | Rüzgarlıbahçe | 5 | 197 | 200-350 |
| Asia Princess | Kavacık | 4 | 110 | 150-350 |
| A'jia Hotel | Kanlıca | Butik | 16 | 350-775 |
| Hüseyin Bey Hotel | Anadolu Hisarı | Butik | 8 | 145-195 |

*02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349TL esas alınmıştır.

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

5 yıldızlı otel inşaa çalışmaları 2014 yılı başında başlayacak olup, 2016 yılbaşında tamamlanarak 2016 yıl başı itibari ile faaliyete geçecektir. Otel'in gayrimenkul kira bedeline eşdeğer alınabilecek **yıllık net gelirin, piyasa gerçekleştirmeleri doğrultusunda otel yıllık cirosunun %35'i oranında** olacağı varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda 5 yıldızlı otelin 2014 yılına ait, %100 doluluk halinde yıllık geliri (varsayımsal) verilmiştir.

| | 2014 |
|---------------------------------------|------------------|
| 5 Yıldızlı Otel Oda Net Geliri, ABD\$ | 6.300.000 |
| Otel Oda Sayısı | 200 |
| Oda Günlük Geliri, ABD\$ | 250 |
| Oda Yıllık Cirosu, ABD\$ | \$18.000.000 |
| Otel Gelir Oranı | 35% |

Restoran Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan Restoranın proje inşasının bitmesinin ardından 2016 yılı 3. çeyreğinde faaliyete geçeceği ve **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında kiraya eşdeğer gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Restoranın 2014 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

| | 2014 |
|------------------------|--------------------|
| Restoran Geliri, ABD\$ | \$4.500.000 |
| Restoran Gelir Oranı,% | 25% |

Diğer Alanlar Geliri: Proje içerisinde yer alacak olan diğer alanlar (Balo – Düğün Salonu, Konferans Salonu, Ticari üniteler, SPA, Fitness Center, Türk Hamamı, Sauna vb.) proje inşasının bitmesinin ardından 2016 yılı üçüncü çeyreği başında faaliyete geçeceği varsayılmıştır. Parsel üzerinde konumlanması planlanan Villarda ikamet edecek kişilerin de otel alanlarından faydalanacağı düşünülmekte olup, bu nedenle diğer alan gelirinin **otel konaklama cirosunun %25'i** oranında kira gelirine eşdeğer gelir getireceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda Diğer Alanların 2014 yılına ait, %100 doluluk halinde (varsayımsal) yıllık geliri verilmiştir.

| | 2014 |
|--------------------------|--------------------|
| Diğer Alan Geliri, ABD\$ | \$4.500.000 |
| Diğer Alan Gelir Oranı,% | 25% |

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

| SATILIK VİLLA/YALI EMSALLERİ | | | | | | |
|------------------------------|--|--------------|-------------------|--------|----------------------|---------------|
| Açıklama | Kapalı Alan, m ² | EMSAL BEDELİ | | | | |
| | | TL | TL/m ² | ABD \$ | ABD\$/m ² | |
| Emsal 1 | Beykoz, Paşabahçe'de, 750,-m ² arsa üzerinde konumlu, 600,-m ² kapalı alanlı, geniş rıhtım olan, tarihi eser, tadilat gerektiren, restorasyon projesi hazırlanmış yalı satılıktır. | 600 | 12.209.400 | 20.349 | 6.000.000 | 10.000 |
| Emsal 2 | Beykoz, Paşabahçe'de, 475,-m ² arsa üzerinde konumlu, 220,-m ² kapalı alanlı, 2 katlı, 40 yıllık kapanmaz boğaz manzaralı villa satılıktır. (Tadilat gerektiriyor.) | 220 | 2.238.390 | 10.175 | 1.100.000 | 5.000 |
| Emsal 3 | Beykoz, Anadolu Hisarı'nda konumlu, 750,-m ² kapalı alanlı, 20 m rıhtımlı yalı satılıktır. | 750 | 35.610.750 | 47.481 | 17.500.000 | 23.333 |
| Emsal 4 | Beykoz, Anadolu Hisarı'nda konumlu, 600,-m ² kapalı alanlı, ~5-10 yıllık, 2 katlı villa satılıktır. | 600 | 5.087.250 | 8.479 | 2.500.000 | 4.167 |

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- Bölgede konumlu yalı/villa kullanım fonksiyonlu emsallerin konumları, denize yakınlıkları, özel rıhtım alanları, kapalı alanları, vb. göz önünde bulundurularak m² satış bedellerinin
 - o **Yalılar için 10.000,-ABD\$ ile 23.333,-ABD\$**
 - o **Villalar için 4.167,-ABD\$ ile 5.000,-ABD\$**
- aralığında olduğu,
- Emsal 1 ve 3'de yer alan emsallerin büyük kapalı alanlara sahip ve özel rıhtım alanları bulunan yalılar olduğu,
- Emsal 1 ve 3'de yer alan yalı/villanın uzun süredir satışta olduğu,
- Emsal 2'de yer alan villanın kapanmaz boğaz manzarası gibi değer arttırıcı özelliği olmakla birlikte tadilat gerektiriyor olması nedeni ile düşük bedelden satışa konu edildiği,
- Emsal 1 ve 3'de yer alan yalıların büyük kapalı alanı ve sahip olduğu rıhtım alanı nedeni ile yüksek bedelden satışa konu edildiği,
- Tabloda yer alan emsal mülklerin ortalama m² emsal bedelinin **10.625,-ABD\$** olduğu

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, proje içerisinde konumlandırılacak olan **villaların**,

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

göz önünde bulundurularak m² emsal bedellerinin tutucu bir yaklaşımla **9.500,-ABD\$** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Geliştirilecek Villaların inşaatına otel ile birlikte 2014 yılı başında başlanacağı ve 2016 yılbaşı itibari ile tamamlanacağı varsayılmıştır. 2014 yılı verilerine göre villaların tamamının satılması halinde elde edilecek geliri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

| | 2014 |
|--|-------------|
| Satılabilir Villa Kapalı Alanı, m ² | 13.100 |
| m ² Satış Bedeli, ABD\$ | 9.500 |
| Satış Geliri, ABD\$ | 124.450.000 |

Villaların, 2015 yılında, proje inşa aşamasındayken satışa sunulacağı varsayılmış olup, 2018 yılında satışlarının tamamlanacağı öngörülmüştür. Villaların yıllara göre satış oranlarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir. Satış bedeli her yıl %3 oranında arttırılmıştır.

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------|------|------|------|------|------|
| Villa Satış Oranı, % | 0% | 20% | 30% | 35% | 15% |

iv. FİNANSAL VARSAYIMLAR;

Bu analizde iki husus önem arz etmektedir.

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

Mevcut durum itibariyle ABD Doları bazlı yıllık **%11,00** iskonto oranı, emsal kira bedelleri ile piyasa verileri ve kira artış oranı **% 3** olarak alınmak suretiyle yıllık reel getiri beklentileri hesaplanmıştır.

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

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

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

İNA ANALİZİ:

Yukarıda verilen varsayımlar ışığında gerçekleştirilen İNA analizi aşağıda sunulmuştur.

| İNA ANALİZİ | | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | DED |
| Proje Geliştirme Harcamaları, ABD\$ | -24.652.360 | -31.034.582 | | | | |
| Proje Yıllık Gelirleri, ABD\$ | 25.636.700 | 46.101.410 | 61.807.371 | 36.508.692 | 16.850.049 | |
| Otel Yıllık Net Geliri, \$ | 0 | 2.673.468 | 5.851.553 | 6.381.635 | 6.938.255 | |
| Restoran Geliri, \$ | 0 | 1.909.620 | 4.179.681 | 4.558.311 | 4.955.897 | |
| Diğer Alan Geliri, \$ | 0 | 1.909.620 | 4.179.681 | 4.558.311 | 4.955.897 | |
| Villa Satış Geliri,\$ | 25.636.700 | 39.608.702 | 47.596.456 | 21.010.436 | | |
| Net Nakit Akımı | -24.652.360 | -5.397.882 | 46.101.410 | 61.807.371 | 36.508.692 | 210.625.608 |
| İskonto Oranı | 0,1100 | 0,1100 | 0,1100 | 0,1100 | 0,1100 | 0,1100 |
| İskonto Faktörü | 1,110 | 1,232 | 1,368 | 1,518 | 1,685 | 1,870 |
| 1 / İskonto Faktörü | 0,90 | 0,81 | 0,73 | 0,66 | 0,59 | 0,53 |
| Nakit Akımlarının NBD | -24.652.360 | -4.381.042 | 33.708.953 | 40.714.430 | 21.666.132 | 112.609.051 |
| Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$ | | | | | | 179.665.164 |
| Yıl Ortası Düzeltme Faktörü | | | | | | 1,0536 |
| Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$ | | | | | | 189.288.996 |
| Nakit Akımlarının Toplam NBD, TL | | | | | | 385.184.178 |

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen İNA Analizi sonucunda, 195 ada, 7 numaralı parselin 5 Yıldızlı Otel + Apart Otel (Villalar) olarak geliştirilmesi halinde net bugünkü değeri (arazi kalıntı değeri) 385.184.178,-TL (değerleme tarihi itibariyle 189.288.996,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

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

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

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

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değerinin tespit edilmesinde, En Etkin Verimli Kullanım Analizinde müşterek ve bölünmüş kısımlar dikkate alınmıştır.

6.7.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu parseller üzerinde yer alan takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Değerleme konusu 195 ada, 7 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **İrtifaklar Hanesi:** Beyannamesinde gösterilen 16,-m²lik sahada inşa edilen deniz feneri, Kıyı Emniyeti Genel Müdürlüğü lehine irtifak hakkı (Başlama Tarihi: 11.09.1998, Bitiş Tarihi:11.09.1998, Süre: -) (11.09.1998/2219 Yev.)
- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel** ve **200 ada, 3 parsel** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 200 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **Beyanlar Hanesi:** Bu parsel için su deposu yola tecavüzün inşa edilmiştir.
- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **209 ada, 3 parsel** ve **195 ada, 7 parsel** ile **müşterek ipotek.**

Değerleme konusu 209 ada, 3 numaralı parsel üzerinde;

- ✓ **Rehinler Hanesi:** Akbank T.A.Ş. lehine, 375.000.000,00USD bedelle, yıllık Libor %4,5 değişken faizli, 1.dereceden, FBK, 03.07.2013 tarih ve 4591 yevmiye ile **195 ada, 7 parsel** ve **200 ada, 3 parsel** ile **müşterek ipotek.**

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

İhaleye konu edilmiş değerlendirme konusu mülklerin Şartnamesinde belirtildiği üzere; 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel numaralı gayrimenkuller ile 3.935,-m² alanlı İskele – rıhtım ve dolgu alanının “Kullanım İzni” bir bütün halinde özelleştirildiğinden, Maliye Bakanlığı / Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından konu parsellerin kullanımına tahsis edilen 3.935,-m² alanlı İskele – rıhtım ve dolgu alanının;

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

ayrı bir varlık olarak değerlendirilmemiş ve değerlendirme konusu edilmemiştir.

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

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

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

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

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

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

| ÖZET TABLO | | | | |
|----------------------|-------------------------------|--------------------|---|--------------------|
| Kullanılan Yöntemler | Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı | | Gelirlerin Kapitalizasyonu -İNA Analizi | |
| | TL | ABD\$ | TL | ABD\$ |
| Ada No. / Parsel No. | | | | |
| 195/7 | 328.833.084 | 161.596.680 | 385.184.178 | 189.288.996 |
| 209/3 | 64.922.752 | 31.904.640 | | |
| 200/3 | 1.682.862 | 827.000 | - | - |
| TOPLAM | 395.438.698 | 194.328.320 | 385.184.178 | 189.288.996 |

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

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

- Piyasa dinamiklerini daha iyi yansıtması beklenen **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** sonucu bulunan,
 - **195 ada, 7 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 328.833.084,-TL**
 - **200 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 1.682.862,-TL**
 - **209 ada, 3 numaralı parselin rayiç pazar değerinin 64.922.752,-TL**
 - **Konu gayrimenkullerin toplam Pazar değerinin ise 395.438.698,-TL**

olarak kabul edilmesinin uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

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

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

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

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

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

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

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

- ✓ **Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde yer alan yapılara ilişkin olarak Yapı Kullanım İzin Belgeleri'nin bulunmadığı, ancak;**

- Boğaziçi İmar Müdürlüğü'nde yapılan incelemelerde, değerlendirme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde konumlu yapıların 08.02.2005 tarih ve 04146 Sayılı Beykoz 1. Noterliğince suret tasdiki yapılan 12.03.1970 tarih ve bila sayılı Beykoz Özel İdare Memurluğu yazısında ve "Bina Vergisi Mükellefler Hesap Defteri"nde görüldüğü üzere 1937 yılında vergiye tabi tutulduğu tespit edilmiştir. Bu belgelere dayanarak konu gayrimenkuller için farklı tarihlerde "24.02.1984 tarih ve 2981 Sayılı Kanunun geçici 2. Maddesinin (a) bendinde 6785 sayılı İmar Kanununun yürürlüğe girdiği 17.01.1957 tarihinden önce yapılmış binaların iskanlı sayıldığı" hükmüne dayanılarak, yapılar için iskan talep edildiği, Yapılar için henüz iskan verilmediğinin anlaşıldığı,
- **Değerleme konusu 195 ada, 7 parsel, 200 ada, 3 parsel ve 209 ada, 3 parsel üzerinde yer alan yapıların yerinde görüldüğü üzere yıkılmaya başlanmış olması ve Özelleştirmeye ilişkin Şartname'de yer alan hususlara uygun olarak geliştirileceği,**
- **Mevcut Gayrimenkullerin vasıfları, tapu kayıtlarında kargir su deposu, kargir depo ve meyve bahçesi olarak yer aldığı**

Hususları dikkate alınarak;

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

- ✓ Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin, "**İpotek, rehin ve sınırlı aynı hak tesisi**" başlıklı 30. Maddesinin 1. Fıkrasında (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) "**Gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların satın alınması sırasında yalnızca bu işlemlerin finansmanına ilişkin olarak ya da yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis edilebilir. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine ipotek, rehin ve diğer sınırlı aynı haklar tesis ettirilemez ve başka herhangi bir tasarrufta bulunulamaz. Bu hususa ortaklıkların esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.**" hükmü gereği,
- **Gayrimenkulün üzerinde bulunan toplam 375.000.000,-USD tutarındaki ipoteğe konu kredilerin, Müşteri firma yetkililerinden edinilen bilgi/belgeye göre (EK:5) değerlendirme konusu projenin finansmanı amacıyla kullanılmış olduğu belirtilmiş olduğundan,**

Değerleme konusu gayrimenkullerin arsa vasfıyla GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı, Kanaatine varılmıştır.

Analiz, değerlendirme konusu mülk ve üzerinde kurulan ipoteğe ilişkin olup, ilgili Tebliğ hükümlerince GYO için getirilen toplam ipoteklerin portföydeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamayacağına ilişkin genel ipotek sınırı ve portföy sınırlamalarının değerlendirilmesi

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

çalışması kapsamında olmadığı düşünüldüğünden tarafımızca bir çalışma gerçekleştirilmemiş olduğunun dikkate alınmasında fayda görülmektedir.

Rapor'da değer atfedilmeyen, Maliye Bakanlığı (Hazine) tasarrufunda bulunan değerlendirme konusu 3.935,-m² alanlı İskele - Rıhtım ve Dolgu Alanı Kullanım İzninin;

- **Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca açıklanan İhale Şartnamesi gereği, mülklerle birlikte bedelsiz olarak devredileceği bildirilmiş olup, Milli Emlak Dairesi Başkanlığı & Tütün Mamulleri Tuz ve Alkol İşletmeleri A.Ş. arasındaki sözleşmenin Müşteri Şirkete devredileceğinin anlaşıldığı, ancak devre ilişkin olarak henüz bir sözleşme yapılmadığı,**
- ✓ **Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile)**
 - **"Tapuya Şerhi Zorunlu Sözleşmeler"** başlıklı 26. Maddesinde *"Ortaklık lehine sözleşmeden doğan alım, önalım ve geri alım haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri, kat karşılığı inşaat sözleşmeleri ve hasılat paylaşımı sözleşmeleri gibi ortaklık lehine haklar sağlayan sözleşmelerin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin **tapu siciline şerhi zorunludur.** Söz konusu yükümlülüğün yerine getirilmesinden ortaklık yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması halinde ilgili murahhas üye sorumludur. Bu maddede sayılan sözleşmelerin karşı tarafının Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve iştirakleri olması halinde bu sözleşmelerin tapu siciline şerhi zorunlu değildir."*

Hükmü ve konu hakkın portföyde yer alan gayrimenkullerin değerini artırıcı özelliği göz önünde bulundurularak, **söz konusu kullanım hakkının sözleşmeye konu edilmesi ve tapuya şerhinin gerektiği kanaatine varılmıştır.**

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

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

- ✓ **195 ada, 7 parsel** numaralı, 53.865,56m² yüzölçümlü "Arsa"
- ✓ **200 ada, 3 parsel** numaralı, 827,-m² yüzölçümlü "Kargir Su Deposu"
- ✓ **209 ada, 3 parsel** numaralı, 15.952,32m² yüzölçümlü " Kargir Depo ve Meyva Bahçesi"

Vasıflı gayrimenkuller ile

Maliye Bakanlığı (Hazine) tasarrufunda bulunan;

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

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

I. Değerleme konusu gayrimenkullerin Rapor'un 7.4'üncü bölümünde detayları verildiği üzere arsa vasfıyla GYO portföyünde yer almasında bir sakınca olmadığı,

II. Değerleme konusu 3.935,-m² alanlı İskele - Rıhtım ve Dolgu Alanı Kullanım İzni'nin, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nca açıklanan İhale Şartnamesi gereği satışı yapılan mülklerle birlikte bedelsiz olarak devredileceği bildirildiğinden, devre ilişkin olarak sözleşme yapılması ve bu hususun tapuya şerh edilmesi gerektiği,

III. Değerleme konusu parsellerin, parsel bazında detayları Rapor'un 7.1. bölümünde verildiği üzere, toplam adil piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;

- **KDV hariç 395.438.698,00TL**
- **KDV dahil 466.617.663,64TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,



Fatma **KOÇ KEŞEN**
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.