

YENİ GİMAT İŞYERLERİ İŞLETMESİ A.Ş.

ANKARA İLİ – YENİMAHALLE İLÇESİ

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

"Ankamall AVM ve Crowne Plaza Otel"

Revize Gayrimenkul Değerleme Raporu

29.05.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası.....	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü.....	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
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.....	5
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar.....	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar.....	5
3.5.1. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları	6
3.5.2. Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme.....	6
3.5.3. Standart 2, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Dışındaki Değerleme.....	9
3.5.4. Pazar Değeri Esaslı ve Pazar Değeri Dışı Değer Esaslı Değerlemeler için İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi	11
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	14
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	15
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	15
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	15
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi.....	16
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi.....	17
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	19
4.1. Global Ekonomik Görünüm.....	19
4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm	20
4.3. Türkiye Finansal Göstergeler	21
4.4. Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansal Göstergeler.....	21
4.5. Sektörel Görünüm	22
4.5.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü	22
4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	24
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	25
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	25
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı.....	25
5.1.2. Crowne Plaza Tanımı ve Yapısal Özellikleri.....	26
5.1.3. Ankamall AVM Tanımı ve Yapısal Özellikleri	26
5.1.4. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri.....	27
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreci Analizi.....	31
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yılı İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	31
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri.....	31
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	31
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,	33
5.3. Değerleme Konusu Gayrimenkuller Hakkında Malik Şirket Kayıtlarında Bulunan Belge ve Sözleşmeler.....	33
5.3.1. Crowne Plaza Otel 07.05.2009 tarihli Kira Tadil Sözleşmesi.....	33
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	36
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi.....	36
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler.....	38
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler.....	38
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar.....	38
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti	39
6.5.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Tespiti.....	39
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Tespiti	40
6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerinin Tespiti	41
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti	41
Uluslararası Değerleme Kılavuz No.9'da detaylı olarak yer verildiği üzere;	41
6.7. Gayrimenkullerin Rayiç (adil) Kira Bedellerinin Tespiti.....	46
6.7.1. Ankamall AVM için Kira Bedelinin Tespiti	46
6.7.2. Crowne Plaza Otel için Kira Bedelinin Tespiti	48
6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi	50
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	51
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	51
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi.....	51
6.8.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,.....	51
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	52
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması.....	52
7.2. Aşgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri.....	54
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyuncu Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	55
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	55
8. SONUÇ	57
8.1. Nihai Değer ve Kira Bedeli Takdiri.....	57
9. RAPOR EKLERİ	58
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	161
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	161

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

12.10.2012 – YGMT/001

1.2. Değerleme Tarihi

İş bu rapor; konu gayrimenkuller hakkında, **12.10.2012** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde gerçekleştirilen çalışmalar ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar esas alınarak tamamlanmış olan 23.10.2012 / SvP_12_YGİMAT_01 numaralı Rapor'un revizesi olan 22.01.2013 / SvP_12_YGİMAT_REV02_01 No'lu Rapor'un, Kurul Karar Organı'nın 30.04.2013 tarih ve 15/512 sayılı toplantısında belirtilen hususları da içerecek şekilde detaylandırılması amacıyla hazırlanmış olup, değerlemeye esas veriler güncellenmemiştir.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

29.05.2013 / SvP_12_YGİMAT_REV03_01

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 22.01.2013/ SvP_12_YGİMAT_REV02_01 tarih ve numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporunda yer alan, tapuda; Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

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

vasıflı gayrimenkullerin;

- **adil (rayiç) piyasa ve kira bedellerinin tespiti ile**
- Kurul Karar Organı'nın 30.04.2013 tarih ve 15/512 sayılı toplantısında belirtilen hususları da içerecek şekilde detaylandırılması,

amaçlarıyla hazırlanmış **gayrimenkul değerlendirme raporudur.**

Değerleme çalışmalarına esas teşkil eden verilerin elde edildiği tarihleri ve iş bu rapor tarihi arasında geçen sürenin kısalığı nedenleriyle verilerde değişme yaşanmadığı düşüncesi ve kıyaslanabilir olmasını teminen, ana raporda değerlemeye esas alınan veriler değiştirilmemiş, Kurul Karar Organı'nın talebi doğrultusunda;

- Değerleme konusu gayrimenkuller için, mevcut kira sözleşmeleri esas alınarak yapılacak değerlemelerin hangi durumlarda Pazar değerine, hangi durumlarda ise Pazar dışı değere ulaşmaya yol açacağı hususunun ayrıntılı olarak açıklanması,
- AnkaMall AVM'nin değer taktiri için kullanılan Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi kapsamında dikkate alınan nakit akımlarının niteliğine ilişkin açıklamaların detaylandırılması,

Amaçlanmıştır.

Bu Rapor'da belirlenmesine çalışılan adil (rayiç) piyasa değeri, UDES 1 de tanımlanan Pazar Değeri'dir. 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.

Raporun izleyen bölümlerinde detayları verileceği üzere, Pazar değerinin tespiti amacıyla, UDES 1, Pazar Değeri Esaslı Değerleme yaklaşım ve ilkeleri esas alınmıştır.

Rapor'da tanımlanan "adil (rayiç) piyasa değeri", aynı zamanda TMS:16, Paragraf 31 ve 32'de tanımlanan satış maliyetleri düşülmemiş "gerçeğe uygun değer" olup, Rapor, Sermaye Piyasası

Kurulu tarafından, **Kurul'un 20.07.2007 tarih ve 27/781 sayılı toplantısında** belirlenen formata uygun olarak hazırlanmıştır.

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

YENİ GİMAT İŞYERLERİ İŞLETMESİ A.Ş.
Mevlana Bulvarı, Ankamall Alışveriş Merkezi, Kat: 3, No: 1 - 06330 Akköprü-Yenimahalle/ANKARA
Tel: 0 (312) 541 14 71 (Pbx); Faks: 0 (312) 541 14 80; W: www.yenigimat.com.tr

3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor; **Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 22.01.2013/SVP_12_YGİMAT_REV02_01 tarih ve numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporunda yer alan, tapuda; Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

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

vasıflı gayrimenkullerin;

- **adil (rayiç) piyasa ve kira bedellerinin tespiti ve**
- Kurul Karar Organı'nın 30.04.2013 tarih ve 15/512 sayılı toplantısında belirtilen hususları da içerecek şekilde detaylandırılması,

amaçlarıyla hazırlanmış **gayrimenkul değerlendirme raporudur.**

Değerleme çalışmalarına esas teşkil eden verilerin elde edilmiş tarihleri ile iş bu rapor tarihi arasında geçen sürenin kısalığı ile verilerde değişme yaşanmadığı düşüncesi ve kıyaslanabilir olmasını teminen, ana raporda değerlemeye esas alınan veriler değiştirilmemiş, Kurul Karar Organı'nın talebi doğrultusunda;

- Değerleme konusu gayrimenkuller için, mevcut kira sözleşmeleri esas alınarak yapılacak değerlemelerin hangi durumlarda Pazar değerine, hangi durumlarda ise Pazar dışı değere ulaşmaya yol açacağı hususunun ayrıntılı olarak açıklanması,
- AnkaMall AVM'nin değer taktiri için kullanılan Gelirlerin Kapitalizasyonu yöntemi kapsamında dikkate alınan nakit akımlarının niteliğine ilişkin açıklamaların detaylandırılması,

Amaçlanmıştır.

Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, **Kurul'un 20.07.2007 tarih ve 27/781 sayılı toplantısında** belirlenen formata uygun olarak hazırlanmıştır.

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, **Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.** (Müşteri) yetkililerinin yazılı talebi üzerine Rapor'un 3.1. bölümünde açıklanan amaçlarla hazırlanmıştır.

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

Rapor'da gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri, filli 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 ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde, ıslak imzalı raporu başka amaçlarla kullanamaz. Rapor **sınırlı sayıda üretilmiş** olup, hiçbir zaman Standart'ın yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılamaz veya kopya edilemez.

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

- Rapor'da 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
- Rapor'da 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	Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
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	15.10.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7976 TL esas alınmıştır.
Euro/ TL	15.10.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,3469 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	15.10.2012 tarihinde, 14.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi ~% 5,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

Değerlemeler, bir varlığın **Pazar Değeri** veya **Pazar Değeri dışındaki** esaslara göre yapılır. Pazar, fiyat, maliyet ve değer kavramları, tüm değerlemelerin temelinde yer almaktadır. Bu kavramlar hem **Pazar Değeri**ni esas alan, hem de pazar dışındaki kriterleri esas alan değerlemelerle ilişkilidir. Değerleme Uzmanlarının çalışmaları açısından eşdeğer bir öneme sahip olan bir diğer unsur, değerlendirme sonuçlarının anlaşılır bir şekilde iletilmesi ve bu sonuçların nasıl elde edildiğinin anlaşılmasıdır. İyi bir Değerleme Raporunun, Uluslararası Değerleme Standartları'nda tanımlanan, değerlemenin bu üç temel yönüne de (**UDES 1, Pazar Değeri Esaslı Değerleme; UDES 2, Pazar**

Değeri Dışındaki Değerleme Esasları; UDES 3, Değerlemenin Raporlanması) hitap etmesi gerekir. Bu sebeple bu Rapor, UDES'in aşağıdaki açıklanacak değerlendirme standartları, uygulama esasları ve kılavuz notları yanında, UDES 3, Değerlemenin Raporlanması'na ilişkin esasları da içermektedir.

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

3.5.1. Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

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

Bu Standartın amacı, **Pazar Değeri'nin ortak bir tanımını** belirlemektir. Bu Standart ayrıca, değerlendirme 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 değerlendirme yapıldığı tarihte (açık) piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, **mülkün el değiştireceği tutarın bir temsilidir**. **Pazar Değeri'nin** 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'nin**

tahmin etmek amacıyla en sık uygulanan yaklaşımlar arasında **emsal karşılaştırma yaklaşımı, indirgenmiş nakit akımları analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı** yer almaktadır. Bu Yaklaşımlara ilişkin bilgiler, Rapor'un 3.6 Bölümünde verilmiştir.

- Tüm **Pazar Değeri ölçüm yöntemleri**, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadan elde edilen kriterleri esas aldıklarında **Pazar Değeri**'nin ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. **İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı** piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve piyasadan elde edilen geri dönüş oranlarını esas almalıdır. **İnşaat maliyetleri ve amortisman**, maliyetler ve birikmiş amortismanın piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.

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

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

Kapsam

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

Tanımlar

- **Pazar Değeri**, bu Standartlar çerçevesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır: **Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.**
- **Mülk** teriminin kullanılmasının nedeni, bu Standartların üzerinde odaklandığı noktanın mülkün değerlendirilmesi olmasıdır. Bu Standartlar, finansal raporlamayı da kapsadığından, **varlık** terimi, tanımın genel uygulamasında farklı anlamlar içerebilir. Tanımın her bir unsurunun kendisine ait bir kavramı vardır:
 - **"Tahmini tutar..."** tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir mülk için ödenecek olan para cinsinden (genelde yerel para biriminden) ifade edilen fiyat anlamındadır. **Pazar Değeri**, **Pazar Değeri** tanımıyla tutarlı olarak değerlendirme tarihinde piyasada makul ölçülerde elde edilebilir en olası fiyat olarak ölçülür. Satıcı tarafından makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyattır ve aynı zamanda alıcının da makul ölçüler çerçevesinde elde edebileceği en avantajlı fiyattır. Bu tahmin, **Özel Değer**'in veya herhangi bir unsurunun satışı veya başka herhangi bir özelliği ile ilişkili olarak herhangi biri tarafından sağlanan tipik olmayan finansman, satış veya geri kiralama anlaşmaları, özel sınırlamalar veya imtiyazlar gibi **özel durumlar veya şartlar nedeniyle artan veya azalan tahmini fiyatları içermemektedir** (Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi Standardı 2, paragraf 3.8).
 - **"...bir mülkün el değiştirmesi gereken..."** ile bir mülkün değerinin önceden belirlenmiş tutarı veya fiili satış fiyatını değil de **tahmini bir tutarı** ifade ettiği gerçeğinden bahsedilir. Pazarın, değerlendirme tarihinde **Pazar Değeri** tanımının tüm unsurlarını içeren **bir alım satım işleminin sonuçlanmasını beklediği fiyattır.**
 - **"...değerleme tarihinde..."** tahmini **Pazar Değeri**'nin belirtilen tarihe özgü olduğunu göstermektedir.

Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden **tahmini değer bir başka zamanda doğru veya uygun olmayabilir.**

Bu değerlendirme, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin **değerleme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtacaktır.** Bu tanımda ayrıca fiyatta herhangi bir farklılık olmaksızın satış sözleşmesinin eşzamanlı olarak el değiştirdiği ve tamamlandığı da varsayılmaktadır.

- **"...istekli bir alıcıyla..."** satın alma işlemi için motivasyonu olan ancak bu konuda zorunlu olmayan birisi anlamına gelmektedir. Bu alıcı, ne herhangi bir fiyatta satın almak için çok heveslidir ne de hiçbir şekilde satın almamaya kararlıdır. Bu alıcı, aynı zamanda varlığı kanıtlanamayan veya beklenti dahilinde olmayan hayal ürünü veya bir hipotez niteliğindeki bir piyasayla ilişkili olarak hareket etmekten ziyade cari piyasanın gerçeklerine bağlı olarak ve beklentileriyle hareket ederek satın alma işlemini gerçekleştiren kişidir. Bu alıcı, piyasanın gerektirdiği fiyatlardan daha yüksek bir fiyat ödemeyecektir. Var olan mülkün sahibi de "piyasa"yı oluşturanlar arasında sayılmaktadır.
- **"...istekli bir satıcı arasında..."** ifadesindeki satıcı ise ne herhangi bir fiyata satmaya hazır olup satma konusunda çok istekli olan veya satmak zorunda olan ne de cari piyasada makul kabul edilmeyecek bir fiyattan satış yapmaya hazır olan bir satıcıdır. İstekli satıcı, normal bir pazarlama faaliyetinin ardından (açık) piyasada elde edilebilir en iyi fiyattan, fiyat ne olursa olsun, piyasa şartları çerçevesinde mülkünü satmaya motive olmuş olan satıcıdır. **Fiili mülk sahibinin içinde bulunduğu koşullar, bu değerlemenin bir parçası değildir çünkü 'istekli satıcı' varsayımsal bir satıcıdır.**
- **"... tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında..."** fiyat seviyesini piyasa nitelikleriyle bağdaşmayan veya **Özel Değer nedeniyle yükselten özel veya belirli bir ilişkisi** (örneğin, ana ve bağlı ortaklıklar arasındaki veya arazi sahibi ve kiracısı arasındaki ilişki gibi) **olmayan taraflar arasındaki anlaşmadır** (Bkz. Uluslararası Değerleme Standardı 2, paragraf 3.8). **Pazar Değeri** üzerinden işlem, her biri bağımsız olarak hareket eden **birbirleriyle ilişkisi olmayan taraflar arasında gerçekleştirilmiş gibi varsayılır.**
- **"...uygun bir pazarlamanın ardından..."** mülkün **Pazar Değeri** tanımına uygun olarak makul ölçüler çerçevesinde elde edilebilecek en iyi fiyat seviyesinden elden çıkarılmasını sağlamak üzere **piyasaya en uygun şekilde sunulması** anlamına gelmektedir. Mülkün piyasaya sunulma süresi, piyasa koşullarına göre farklılık gösterebilir, ancak mülkün uygun sayıda potansiyel alıcının dikkatine sunulması için yeterli olması gerekir.
Piyasaya sunulma süresi, değerlendirme tarihinden önce gerçekleşir.
- **"... tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri..."** ifadesiyle de hem istekli alıcının hem de istekli satıcının mülkün özellikleri ve niteliği, fiili ve potansiyel kullanım alanları ve değerlendirme tarihi itibarıyla piyasanın durumu hakkında makul ölçüler dahilinde bilgilendirildiği varsayılmaktadır. Ayrıca, tarafların her birinin bu bilgilerle birlikte kendi çıkarları doğrultusunda ve işlem dahilindeki kendi pozisyonları için en iyi fiyatı elde etmek amacıyla da basiretli olarak hareket ettikleri varsayılmaktadır. Bu işlemde gösterilen basiret, daha sonraki bir tarihte ortaya çıkacak bir gizli çıkar değil de, değerlendirme tarihinde 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 anlaşılmaktadır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir ve değerlendirilmekte olan mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.

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

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

- o Uluslararası Değerleme Standartları 2'nin (UDES 2) iki amacı vardır: ilki, Pazar Değeri dışındaki değer esaslarını belirlemek ve açıklamak ve bunların uygulanmasına yönelik standartları tesis etmek, ikincisi ise bu esasları Pazar Değeri'nden ayırt etmektir. Profesyonel Değerlemelerin, özellikle de Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1), Finansal Raporlama İçin Değerleme'de bahsedilen varlık değerlemelerinin önemli bir kısmı **Pazar Değeri'ni** içerirse de **Pazar Değeri dışındaki değerlerin gerekli olduğu durumlar da vardır**. Hem Değerleme Uzmanı hem de değerlemelerin kullanıcılarının Pazar Değeri ve Pazar Değeri Dışı Değer esaslı Değerlemeler arasındaki farkı ve (eğer varsa) bu kavramlar arasındaki farklılıkların değerlemenin uygulanabilirliği üzerindeki etkilerini açıkça anlamaları gerekir.
- o Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi (UDSK) pazar değeri dışındaki değerlendirme esaslarının kullanılması ve uygulanmasıyla ilgili olarak ülkeler arasındaki uluslararası yanlış anlamaları ve kavram karmaşalarını önlemeyi amaçlamaktadır. Bu Standartları uygulamaktan sorumlu olan Değerleme Uzmanları, doğru esasların seçildiğinden, değerlemeyi kullananların onu daha iyi anlamalarını sağlamak için her tür makul yöntemin kullanıldığından, kamuyu yanlış yönlendirebilecek durumlardan kaçınıldığından ve tarafsız olarak desteklenen takdirlerin raporlandığından emin olmalıdır.

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

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

3.0 Tanımlar

- **Kullanım Değeri:** Belirli bir mülkün, belirli bir kullanıcı için, belirli bir kullanıma yönelik olarak sahip olduğu değerdir ve bu nedenle de pazar ile ilişkili değildir. **Bu değer tipi, mülkün en verimli ve en iyi kullanımına (EVİK) veya mülkün satılması halinde elde edilecek parasal değere bakılmaksızın, bir parçasını oluşturduğu kuruma yaptığı katkı üzerine odaklanmaktadır. Kullanım Değeri'nin muhasebedeki tanımı bir varlığın süregelen kullanımından ve kullanım ömrünün sonunda elden çıkartılmasından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değeridir.** (Bkz. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları 5, Ek A, [UFRS 5, Ek A].)
- **Yatırım Değeri:** Bir mülkün belirli bir yatırımcı veya yatırımcılar grubu için, belirlenmiş yatırım hedefleri doğrultusunda ifade ettiği değerdir. Bu subjektif kavram, bir mülkü, tanımlanabilir yatırım hedefleri ve/veya kriterleri bulunan belirli bir yatırımcı, yatırımcılar grubu veya kurumla ilişkilendirir. Bir varlığın yatırım değeri, o varlığın Pazar Değeri'nden daha fazla veya daha az olabilir. Yatırım Değeri terimi yatırım mülkünün Pazar Değeri ile karıştırılmamalıdır. Bununla birlikte Pazar Değeri, belirli bir mülke birçok kişi tarafından atfedilen yatırım değerlerini yansıtabilir. Yatırım değeri, Özel Değer ile ilişkilidir.
- **Faal İşletme Değeri:** Bir işletmenin bir bütün olarak değeridir. Bu kavram, faaliyetlerini sürdüren bir kuruluşun her biri tek tek ele alındığında Pazar Değeri'ni oluşturan bileşenler olarak görülmeyen ancak toplam işletme değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içerir. Bu nedenle, "Faal İşletme Değeri" kavramı, sadece bir işin veya kurumun parçasını oluşturan mülklere uygulanabilir.
- **Sigortalabilir Değer:** Bir mülkün, bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan tanımlar çerçevesindeki değeridir.
- **Vergi Değeri:** Bir mülkün vergi değeri, ilgili yasalarda yer alan tanımları esas alan değeridir. Her ne kadar bazı mevzuatlarda Pazar Değeri, Değerlemenin esası olarak belirtilse de bu değerler için kullanılan yaklaşımlar, UDES 1'de tanımlanan Pazar Değeri'nden farklı sonuçlara neden olabilir. Bu nedenle Vergi değeri, aksi açık bir şekilde belirtilmediği müddetçe Pazar Değeri ile uyumlu olarak görülemez.
- **Kurtarılabılır Değer:** Arazi dışındaki bir varlığın, özel tamirat veya uyarılama yaparak kullanmaya devam etmekten çok, içerdiği malzeme için elden çıkarılma değeridir. Bu değer, elden çıkarma maliyetlerini içeren brüt veya bu maliyetleri içermeyen net değer olarak

verilebilir ve ikinci durumda paraya çevrilebilir net değere eşit olabilir. Her durumda, değere dahil edilen veya dışında tutulan unsurlar belirtilmelidir.

- **Tasfiye veya Zorunlu Satış Değeri.** Pazar Değeri tanımının gerektirdiği pazarlama süresine göre çok kısa bir zaman içerisinde bir mülkün satışından makul olarak elde edilebilecek tutardır. Bazı ülkelerde **Zorunlu Satış Değeri**, gönülsüz bir satıcı ve satıcının bu dezavantajını bilen alıcı veya alıcıların bulunduğu durumları da içerebilir.
- **Özel Değer: Pazar Değeri'nin** üzerinde yer alan olağandışı bir değer unsurunu ifade eder. **Özel Değer**, örneğin, bir mülkün bitişiğindeki mülk gibi başka bir mülk ile fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden kaynaklanabilir. Genelde pazardan ziyade bir mülkün özel bir sahibi veya kullanıcısı ya da potansiyel bir sahibi veya kullanıcıyla ilgili olarak yaşanan bir değer artışıdır ve bu nedenle de özel değer sadece özel bir çıkarı olan alıcıya uygulanabilir. Evlilik (birleştirme) değeri, bir mülkteki iki veya daha fazla sayıdaki hakkın birleşmesinden kaynaklanan değer artışıdır ve özel değerlere bir örnek niteliğindedir. Özel değer, işletme değeri ve yatırım değeri unsurları ile de ilişkili olabilir. Değerleme Uzmanı, bu tür mülklerin değerini takdir etmek için kullanılan kriterlerin **Pazar Değeri**'ni takdir etmek için kullanılanlardan ayrı olduğunu ve kullanılan her tür özel varsayımı açık bir şekilde belirtmelidir.

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

4.0. Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

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

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

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

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

6.1 Kullanım Değeri (bkz. parag. 3.1), belirli bir kullanıcının bakış açısına göre ölçülmüş olan bir **Pazar Değeri Dışı Değer**'dir. Kullanım değeri bazen 'belirli bir kullanıcı veya sahip açısından değer' olarak da görülür. **El Değiştirme Değeri** (bkz. UDES 1, parag. 1.2 ve devamı) ise bir varlığın mülkiyetinin kuramsal veya varsayım olarak el değiştirdiği bir pazarda

kabul edilen değeridir. *Pazar Değeri*'nin finansal raporlama için uygun olan UDSK¹ tanımı, *Kullanım Değeri*ni değil *El Değiştirme Değeri* ilkesini esas alır.

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

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

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

Giriş

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

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

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

2.0 Kapsam

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

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

3.0 Tanımlar

3.1 *İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi (İNA)*. Bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Değerlemeye uygulanan *gelir yaklaşımı* çerçevesinde kabul edilen bir metodoloji olarak İNA analizi, bir işletme mülküne, bir geliştirme mülküne veya bir işletmeye yönelik bir dizi periyodik nakit akışının tahmin edilmesini içerir. Bu tahmin edilen nakit akışı serisine, uygun görülen ve pazardan elde edilen bir indirim oranı da mülk veya işletmeyle ilişkili gelir akışının bugünkü değerinin bir göstergesini temin etmek amacıyla uygulanır. Taşınmaz mülklerin işletilmesi durumunda periyodik nakit akışı, genelde brüt gelirden boş kalma ve tahsilat kayıpları ile işletme masrafları/giderleri çıkarıldıktan sonra kalan miktar şeklinde

¹ Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi

tahmin edilir. Bu periyodik net işletme gelirleri, son değer tahminiyle birlikte projeksiyon döneminin sonunda tahmin edilir ve sonra da indirgenir. Geliştirme mülkleri söz konusu ise sermaye giderleri, geliştirme maliyetleri ve tahmini satış gelirleri, tahmin edilen geliştirme ve pazarlama dönemleri boyunca indirgenecek olan bir dizi net nakit akışı elde edilecek şekilde tahmin edilir. İşletme söz konusu ise periyodik nakit akışı tahminleri ve projeksiyon döneminin sonundaki işletme değeri indirgenir. İNA analizinin en yaygın uygulaması İç Verim Oranı (İVO) ve Net Bugünkü Değer (NBD)'dir.

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

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

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

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

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

5.0 Kılavuz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5.2.5 Net nakit akışlarına uygulanan indirgeme oranı veya oranları ve bunların arkasındaki nedenler ve bunların seçilmesini destekleyici sebepler;

5.2.6 Son değeri hesaplamak için uygulanan dönem sonu indirgeme oranı ve bunların seçilmesinin ardındaki nedenler ve

5.2.7 Analizin temelini oluşturan varsayımların tamamının bir analizi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için *amortismanı da* içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

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

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

6.3 En Verimli ve En İyi Kullanım şu şekilde tanımlanır:

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

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: OECD

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

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

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

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

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

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

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibarıyla

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

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

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

4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

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

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

Reel kesim beklentileri ile tüketici güveni 2011 yılının ilk çeyrek döneminde artış eğilimi içinde olmuştur. Ancak bu eğilim yılın ikinci çeyrek döneminde tersine dönmüş ve reel kesim beklentileri ile

tüketici güveni gerilemeye başlamıştır. Buna rağmen beklenti ve güven endeksleri halen yılbaşı seviyesinin üzerindedir.

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

KAYNAK: TC, MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle, (1) Mayıs

4.3. Türkiye Finansal Göstergeler

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

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

KAYNAK: TC, MERKEZ BANKASI, HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU, İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1) Mayıs, (2) 22 Haziran

4.4. Türkiye Gayrimenkul Sektörü Finansal Göstergeler

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

Gayrimenkul Sektöründe Kullanılan Krediler				
DÖNEMLER	İNŞAAT SEKTÖRÜ TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	İNŞAAT SEKTÖRÜ YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR	GAYRİMENKUL TİCARİ KREDİLER MİLYON TL	GAYRİMENKUL YURTDIŞI KREDİLER MİLYON DOLAR
2010 Q2	33.544	6.758	12.607	3.816
2010 Q3	34.926	7.028	14.299	3.777
2010 Q4	36.459	7.176	16.616	3.995
2011 Q1	39.937	7.508	23.502	3.840
2011 Q2	43.166	7.533	22.772	3.990
2011 Q3	48.226	7.373	26.828	3.920
2011 Q4	49.314	6.962	26.918	3.864
2012 Q1	51.535	6.743	26.918	4.015
2012 Q2 ⁽¹⁾	52.473	6.769	26.817	3.636

KAYNAK: TC, MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin sonu itibariyle, (G) Güncellenmiştir, (1) Nisan

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

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

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

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

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

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

4.5. Sektörel Görünüm

4.5.1. Türkiye Ticari Gayrimenkul Sektörü

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

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

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Mayıs

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

Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100			
DÖNEMLER	TOPLAM CİRO ENDEKSİ	KIRALANABİLİR ALAN M ² ENDEKSİ ^(G)	M ² BAŞINA CİRO ENDEKSİ
2010 Q2	142	185	96
2010 Q3	153	196	102
2010 Q4	151	200	99
2011 Q1	141	203	92
2011 Q2	151	218	95
2011 Q3	137	222	91
2011 Q4	152	227	108
2012 Q1	138	230	95
2012 Q2 ¹	132	232	93

KAYNAK: AMPO NIELSEN PERAKENDE ENDEKSİ

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1) Mayıs, (G) Güncellenmiştir

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

4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler²

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

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

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



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

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

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

2011 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre, Ankara İli,

Yenimahalle İlçesi'nin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın
Yenimahalle	668.586	327.967	340.619
Ankara	4.890.893	2.439.058	2.451.835

² Bölge analizi ile ilgili bilgiler için İlgili Belediye Başkanlığı, Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,

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

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

vasıflı gayrimenkullerdir.



(EK: 1: Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

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

Gayrimenkullerin yakın çevresinde bulunan önemli noktalara uzaklıkları aşağıdaki tabloda sunulmuştur;

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

5.1.2. Crowne Plaza Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

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

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

Crowne Plaza Otel'inin

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

yer almaktadır.

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

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

Crowne Plaza Otel;

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

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

5.1.3. Ankamall AVM Tanımı ve Yapısal Özellikleri

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

- A Blok: 127.973,-m² kapalı alanlı olup bodrum kat, zemin kat ve 2 normal kat olmak üzere dört katlı,
- B Blok: 703,-m² kapalı alanlı olup, bodrum kat, zemin kat ve 2 normal kat olmak üzere dört katlı,
- D Blok: 81.228,-m² kapalı alanlı olup, 2 bodrum kat, zemin kat, 2 normal kat ve ofis katı olmak üzere 6 katlı,
- E Blok: 60.628,-m² kapalı alanlı olup, 2 bodrum kat, zemin kat, 1 normal kat olmak üzere 4 katlı,

olmak üzere 270.532,-m² kapalı alana sahiptir. Ayrıca, söz konusu yapı 5.600 adet araçlık otopark alanına sahiptir.

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

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

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

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

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

A ve B blokların;

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

yer almaktadır.

D Blok'un;

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

bulunmaktadır.

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

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

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

5.1.4. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

	43344 ada, 2 parsel	43345 ada, 1 parsel
SAHİBİ	Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.	
İLİ	Ankara	
İLÇESİ	Yenimahalle	
BUCAĞI	2. Bölge	
MAHALLESİ	Gazi	
PAFTA NO	---	
ADA NO	43344	43345
PARSEL NO	2	1
NİTELİĞİ	Betonarme 2 adet mağaza, otel ve altında otoparkı bulunan arsa	İşyeri - mağaza (*)
ARSA ALANI	50.000 m ²	50.725 m ²
ARSA PAYI	Tamamı	1692763/50725000
KAT NO	---	Bodrum
BAĞIMSIZ BÖLÜM	---	112 adet ³
YEVMIYE NO	279	2877 (**)
CİLT NO	17	19
SAYFA NO	1630	1867
TAPU TARİHİ	16.01.2006 ⁴	24.05.2002 (**)

(EK: 2: Gayrimenkullere Ait 113 adet Tapu Belgesi)

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

³ 43345 ada, 1 parsel üzerinde mülkiyeti Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.'ne ait 112 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır.

⁴ Takyidat belgesi esas alınmıştır.

43345 ada 1 numaralı parsel üzerinde konumlu olan Ankamall AVM içerisinde yer alan Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. mülkiyetinde 112 adet bağımsız bölüme ait tapu bilgileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

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

57	73	1. Kat	İşyeri Mağaza	98505	50725000	20	1939	24.05.2002/2877
58	75	1. Kat	İşyeri Mağaza	251734	50725000	20	1941	24.05.2002/2877
59	76	1. Kat	İşyeri Mağaza	612153	50725000	20	1942	24.05.2002/2877
60	77	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1943	24.05.2002/2877
61	78	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1944	24.05.2002/2877
62	79	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1945	24.05.2002/2877
63	80	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1946	24.05.2002/2877
64	81	1. Kat	İşyeri Mağaza	149645	50725000	20	1947	24.05.2002/2877
65	82	1. Kat	İşyeri Mağaza	95133	50725000	20	1948	24.05.2002/2877
66	83	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1949	24.05.2002/2877
67	84	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1950	24.05.2002/2877
68	85	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1951	24.05.2002/2877
69	86	1. Kat	İşyeri Mağaza	371880	50725000	20	1952	24.05.2002/2877
70	87	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1953	24.05.2002/2877
71	88	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1954	24.05.2002/2877
72	89	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1955	24.05.2002/2877
73	90	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1956	24.05.2002/2877
74	91	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1957	24.05.2002/2877
75	92	1. Kat	İşyeri Mağaza	124642	50725000	20	1958	24.05.2002/2877
76	93	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1959	24.05.2002/2877
77	94	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1960	24.05.2002/2877
78	95	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1961	24.05.2002/2877
79	96	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1962	24.05.2002/2877
80	97	1. Kat	İşyeri Mağaza	120136	50725000	20	1963	24.05.2002/2877
81	98	1. Kat	İşyeri Mağaza	251734	50725000	20	1964	24.05.2002/2877
82	99	2+1, 2, 3.AS	Sosyal Tesis - Sinema	5815001	50725000	20	1965	24.05.2002/2877
83	100	2. Kat	İşyeri Mağaza	251393	50725000	20	1966	24.05.2002/2877
84	101	2. Kat	İşyeri Mağaza	56144	50725000	20	1967	24.05.2002/2877
85	102	2. Kat	İşyeri Mağaza	205467	50725000	20	1968	24.05.2002/2877
86	103	2. Kat	İşyeri Mağaza	290428	50725000	20	1969	24.05.2002/2877
87	104	2. Kat	İşyeri Mağaza	251236	50725000	20	1970	24.05.2002/2877
88	105	2. Kat	İşyeri Mağaza	61874	50725000	20	1971	24.05.2002/2877
89	106	2. Kat	İşyeri Mağaza	99168	50725000	20	1972	24.05.2002/2877
90	107	2. Kat	İşyeri Mağaza	124522	50725000	20	1973	24.05.2002/2877
91	108	2. Kat	İşyeri Mağaza	131713	50725000	20	1974	24.05.2002/2877
92	109	2. Kat	İşyeri Mağaza	534446	50725000	20	1975	24.05.2002/2877
93	110	2. Kat	İşyeri Mağaza	790680	50725000	20	1976	24.05.2002/2877
94	111	2. Kat	İşyeri Mağaza	412278	50725000	20	1977	24.05.2002/2877
95	112	2. Kat	İşyeri Mağaza	72091	50725000	20	1978	24.05.2002/2877
96	113	2. Kat	İşyeri Mağaza	72607	50725000	20	1979	24.05.2002/2877
97	114	2. Kat	İşyeri Mağaza	65900	50725000	20	1980	24.05.2002/2877
98	115	2. Kat	İşyeri Mağaza	78476	50725000	20	1981	24.05.2002/2877
99	116	2. Kat	İşyeri Mağaza	123066	50725000	20	1982	24.05.2002/2877
100	117	2. Kat	İşyeri Mağaza	252931	50725000	21	1983	24.05.2002/2877
101	118	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1984	24.05.2002/2877
102	119	2. Kat	İşyeri Mağaza	299669	50725000	21	1985	24.05.2002/2877
103	120	2. Kat	İşyeri Mağaza	219820	50725000	21	1986	24.05.2002/2877
104	121	2. Kat + ASMA	Çok Amaçlı Gösteri Salonu	1228128	50725000	21	1987	24.05.2002/2877
105	122	2. Kat	İşyeri Mağaza	218540	50725000	21	1988	24.05.2002/2877
106	123	2. Kat	İşyeri Mağaza	247966	50725000	21	1989	24.05.2002/2877
107	124	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1990	24.05.2002/2877
108	125	2. Kat	İşyeri Mağaza	52974	50725000	21	1991	24.05.2002/2877
109	126	2. Kat	İşyeri Mağaza	454473	50725000	21	1992	24.05.2002/2877
110	127	2. Kat	İşyeri Mağaza	65909	50725000	21	1993	24.05.2002/2877
111	128	2. Kat	İşyeri Mağaza	72635	50725000	21	1994	24.05.2002/2877
112	129	2. Kat	İşyeri Mağaza	72064	50725000	21	1995	24.05.2002/2877

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel üzerinde konumlu olan Ankamall AVM içerisinde yer alan Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. mülkiyetindeki 112 adet bağımsız bölüm için 634 Sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun ilgili maddeleri doğrultusunda "KAT MÜLKİYETİ" tesis edilmiştir. Kat mülkiyeti tesisi, aşağıda tam metni verilen 634 Sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu'nun "Sözleşme ve Tescil" Başlıklı maddesinde ve izleyen hükümlerinde de belirtildiği üzere, gerekli belgelerin düzenlenmesinin ardından "*ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu tapu kütüğü*

sayfasındaki mülkiyet hanesine "Bu gayrimenkulün mülkiyeti kat mülkiyetine çevrilmiştir." ibaresi yazılarak," kat mülkiyeti tesis edilmiş olmaktadır.

Değerleme konusu Ankamall AVM içerisinde konumlu, **112 adet bağımsız bölümün** 12.10.2012 tarihli Yazılı Tapu Takyidatı belgelerinden de görüldüğü üzere "**KAT MÜLKİYETİ**" kurulmuştur. İlgili Tapu Müdürlüğü'nden temin edilen yazılı ve ıslak imzalı tapu takyidatı dökümleri Rapor Eki:3'te verilmiştir.

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

Yenimahalle Belediyesi'nde yapılan incelemelerde ise 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 129 olan bağımsız bölüm sayısının 51'e düşürüldüğü, Ek Bina olarak ilave edilen B Blokdaki 8 adet bağımsız bölümle birlikte A ve B Bloklarda toplamda 59 adet bağımsız bölüm bulunduğu görülmektedir. Ancak bu durumun henüz tapu kütüğüne işlenmemiş olması nedeni ile değerlendirme tarihi itibarıyla tapu kayıtlarında yalnızca A Blok ve A Blok'ta ki eski projesine 129 adet bağımsız bölüm görülmektedir. Mevcut Tapu kayıtları dikkate alınarak takyidat incelemeleri 129 bağımsız bölüm için gerçekleştirilmiştir.

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

"KAT MÜLKİYETİNİN KURULMASI:

I - İSTEM VE BELGELER:

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

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

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

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

II - SÖZLEŞME VE TESCİL:

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

(Değişik fıkra: 14.11.2007-5711 S.K./6.mad.) *Sözleşme düzenlenince kat irtifakının kat mülkiyetine çevrilmesinde kat irtifakının kayıtlı olduğu kat mülkiyeti kütüğü sayfasındaki, doğrudan doğruya kat mülkiyetinin kurulması halinde ise ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu tapu kütüğü sayfasındaki mülkiyet hanesine "Bu gayrimenkulün mülkiyeti kat mülkiyetine çevrilmiştir." ibaresi yazılarak, sayfa ana gayrimenkulün leh ve aleyhine tesis edilecek irtifak hakları dışındaki işlemlere kapatılır ve kat mülkiyetine konu olan her bağımsız bölüm, kat mülkiyeti*

kütüğünün ayrı bir sayfasına o bölüme bağlı arsa payı ve ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu genel kütükteki pafta, ada, parsel, defter ve sayfa numaraları gösterilmek suretiyle tescil edilir; ana gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu genel kütük sayfasına da, bağımsız bölümlerin kat mülkiyeti kütüğündeki defter ve sayfa numaraları işlenmek suretiyle, kütükler arasında bağlantı sağlanır."

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

12.10.2012 tarihi itibari ile Yenimahalle Tapu Sicil Müdürlüğü ve Yenimahalle Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

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

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

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

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

İrtifak Bölümü:

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

Şerhler Bölümü:

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

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

İrtifak Bölümü:

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

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 23.05.2002

(EK: 3: Gayrimenkullere ait 113 adet Yazılı Tapu Takyidatı)

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

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

43344 ada, 2 no'lu parsel;

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

43345 ada, 1 no'lu parsel;

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

Genel Plan Notları;

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

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

- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu yapılar için 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 126.610,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **A Blok'a** ait 26.09.2007 tarih ve 741/A no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 127.973,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **A Blok'a** ait 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 127.973,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **B Blok'a** ait 26.09.2007 tarih ve 741/B no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 703,-m² olduğu görülmüştür.
- **43345 ada 1 no'lu parsel** üzerinde konumlu **B Blok'a** ait 12.11 2008 tarih ve 547 belge numaralı **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 703,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **D Blok'a** ait 07.09.2007 tarih ve 674/D no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 81.228,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **D Blok'a** ait 01.05.2008 tarih ve 249-1 no'lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 81.228,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **E Blok'a** ait 07.09.2007 tarih ve 674/E no'lu tadilat **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 60.628,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **E Blok'a** ait 01.05.2008 tarih ve 249-2 no.lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 60.628,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **F Blok'a** (Crowne Plaza Otel) ait 07.09.2007 tarih ve 674-F no'lu **Yapı Ruhsatının** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 27.650,-m² olduğu görülmüştür.
- **43344 ada 2 no'lu parsel** üzerinde konumlu **F Blok'a** (Crowne Plaza Otel) ait 01.05.2008 tarih ve 249-3 no'lu **Yapı Kullanma İzin Belgesinin** bulunduğu ve toplam kullanım alanının 27.650,-m² olduğu görülmüştür.

Değerleme konusu 43345 ada, 1 numaralı parsel için Yenimahalle Tapu Müdürlüğünde yapılan incelemelerde, parsel üzerinde konumlu olan A Blok'un 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi doğrultusunda kat mülkiyetinin kurulduğu ve 129 bağımsız bölümden oluştuğu tespit edilmiştir. Bu yapıda yer alan 129 bağımsız bölümün 112 adedi Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. adına kayıtlı olup, hissesi

35375615/50725000, 17 adedi ise Migros Türk Ticaret A.Ş. adına kayıtlı olup, hissesi 15349385/50725000'dir.

Yenimahalle Belediyesinde yapılan incelemelerde ise 05.06.2007 tasdik tarihli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 129 olan bağımsız bölüm sayısının 51'e düşürüldüğü, 51 adet A Blok ve 8 adet B Blokte olmak üzere A ve B Bloklarda toplamda 59 adet bağımsız bölüm bulunduğu tespit edilmiştir. Bağımsız bölüm sayısının tadilat projesi ile değiştirilmesine karşın maliklerin hisse oranlarının değişmediği yani, Migros Türk Ticaret A.Ş. hissesinin 15349385/50725000 (%30,26), Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. hissesinin ise 35375615/50725000 (%69,74) olarak kaldığı tespit edilmiştir.

Hisseli durumda olan 43345 ada 1 parselde, 05.06.2007 tasdik tarihli Tadilat Mimari Projesine ve 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme Yapı Ruhsatına göre kurulan 59 adet bağımsız bölüm (51 adet A blokta ve 8 adet B blokta) için Migros Türk A.Ş. ve Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. arasında T.C. Ankara 27. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 19324 no.lu ve T.C. Kadıköy 4. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 69533 no.lu "Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, Gazi Mahallesi, Ankara İmarlı 43345 Ada 1 Parselle Ait Paylaşım Cetveli" mutabık kalınarak imzalanmış olmasına rağmen tapu kütüğüne henüz tescil ettirilmediği görülmüştür.

Sonuç olarak,

- 43345 numaralı parsel üzerinde yer alan A Blok'ta 129 adet bağımsız bölüm için 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi ile kurulan kat mülkiyetinin iptal edilerek,
- Yeni hazırlanan tadilat mimari projesi ve tadilat yapı ruhsatı doğrultusunda, binada yapılmakta olan tadilat işlerinin tamamlanmasının, ardından Yeni Yapı Kullanma İzin Belgesinin alınarak A ve B Blok'ta ki toplam 59 adet bağımsız bölüm için Kat mülkiyetinin kurulması gerekmektedir.

Yerinde yapılan incelemelerde, inşai faaliyetlerin devam ettiği ve 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme Yapı Ruhsatının geçerliliğini koruduğu görülmüş olup, gayrimenkulün bu işlemlerin ardından Yapı Kullanma İzin Belgesini alması ile ilgili herhangi bir sorun olmadığı tespit edilmiştir.

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

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

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

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

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

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

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

5.3.1. Crowne Plaza Otel 07.05.2009 tarihli Kira Tadil Sözleşmesi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Lisans Sözleşmesinin, sözleşme süresi boyunca devamlılığının sağlanması Kiracının sorumluluğundadır.

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

Kira dönemi 01.04.2009 tarihinde başlar ve 31.03.2036 tarihinde biter.

Sözleşme Süresince ödenecek yıllık kira bedeli şöyledir:

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

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

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

.....

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

Olarak ödenecektir.

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

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

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

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

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

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

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

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

6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Diğer taraftan, **varlıklarda değer düşüklüğü hususunu düzenleyen TMS:36**, bir işletmenin, varlıklarının geri kazanılabilir tutarından daha yüksek bir değerden **izlenmemesini** sağlamak amacıyla uygulanması gereken ilkeleri belirlemektedir. 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 muhasebeleşmesini gerektirir.

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

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

Crowne Plaza için UDES 2 Pazar Değeri Dışı Esaslı Değerleme ilkelerine uygun şekilde "kullanım değeri" olarak tanımlanan "Pazar değeri dışı değer" de belirlenmiş, **değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır.**

- Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar yanında Pazar değeri dışı esaslı yaklaşımlar da** dikkate alınmış olup, "gerçeğe uygun piyasa değeri" olarak herhangi bir değer atfedilmemiştir.
- Finansal Raporlama İçin Değerleme (UDU 1) muhasebeyi etkileyen değerlendirme standartlarıyla ilgili olarak Değerleme Uzmanlarına, Muhasebecilere ve kamuya kılavuzluk etmektedir. Duran varlıkların **Makul Değeri**, genelde **Pazar Değerleri**'dir (Bkz. Genel Değerleme Kavramları ve İlkeleri, paragraf 8.1).
- Bu Rapora konu gayrimenkullere ilişkin olarak gerçekleştirilen değerlendirme çalışmalarında **varlıkların elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir.** Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle **vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması** önerilmektedir.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

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

Değerleme çalışmalarına esas teşkil eden verilerin elde edilme tarihleri ile iş bu rapor tarihi arasında geçen sürenin kısalığı ile verilerde değişim yaşanmadığı düşüncesi ve kıyaslanabilir olmasını teminen, ana raporda değerlemeye esas alınan verilerde değişikliklere gidilmemiştir.

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, UDES 2'de tanımlanan Pazar Değeri Dışı Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı gerçekleştirildikleri hususları dikkate alınarak, UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1) bir arada ele alınmıştır.

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

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

Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel (arsa) değerine, değerlendirme konusu parseller üzerinde yer alan yapıların

yapılaşma özellikleri dikkate alınarak Maliyet Yaklaşımı esaslarına uygun olarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle, **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmıştır.

Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi (Parsel değeri için emsal yaklaşımı, yapı değerleri için ise maliyet yaklaşımı) kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak Müşteri'den temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

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

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

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti

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

Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile değerlendirme konusu "Ankamall AVM" ve "Crowne Plaza Otel" in konumlandığı parsel değerlerinin tespiti amacıyla bölgede yapılan araştırma sonuçlarına yer verilmiştir.

SATILIK ARSA EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	\$	\$/m ²	
Emsal#1 Eskişehir Yolu'na cepheli, Eczacıbaşı deposu bitişiği, 10.660,-m ² yüzölçümlü, E:1,50 olan ticari imarlı arsa satılıktır.	10.660	22.000.000	2.064	12.238.540	1.148	
Emsal#2 Eskişehir Yoluna cepheli, Başkent Üniversitesi karşısı, ticari imarlı, E:1,50, 28.000,-m ² arsa satılıktır.	28.000	75.499.200	2.696	42.000.000	1.500	
Emsal#3 Eskişehir Yolu'na cepheli, CEPA AVM arkasında, 2.790,-m ² yüzölçümlü, E:1,50 olan ticari imarlı arsa satılıktır.	2.790	12.550.000	4.498	6.981.531	2.502	
Emsal#4 Eskişehir Yoluna cepheli, ticari imarlı, E:1,50, 28.758,-m ² arsa satılıktır.	28.700	116.844.000	4.071	65.000.000	2.265	
Emsal#5 Eskişehir Yoluna cepheli, Konutkent 2 girişinde, ticari imarlı, E:1,00, 5.000,-m ² arsa satılıktır.	5.000	10.785.600	2.157	6.000.000	1.200	
Emsal#6 Eskişehir Yoluna cepheli, Çayyolu Mevkinde, ticari imarlı, E:1,00, 8.353,-m ² arsa satılıktır.	8.353	19.519.959	2.337	10.858.900	1.300	

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- Eskişehir Yoluna cepheli ticari imarlı arsaların m² emsal satış bedellerinin 2.064,-TL ile 4.498,-TL aralığında olduğu,
- Değerleme konusu gayrimenkuller gibi AVM ve 5 Yıldızlı otel projelerinin Eskişehir Yolu üzerinde yoğunlaştığı,
- Ankara şehir merkezine yaklaştıkça arsa m² satış bedellerinin yükseldiği,
- Emsal 3 ve 4'de yer alan arsaların Çayyolu Mahallesi'ne ve Ankara Merkez'e yakın konumlu olduğu,
- Konu parsellerin özelliklerine sahip, o konumda yer alan arsa arzının kısıtlı olduğu,

Tespitleri yapılmıştır.

Bu tespitler doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkullerin köşe konumu, ana arterlere yakınlığı, büyük yüzölçümü ve yapılaşma hakkı (E:1,50 ve E:2,00) göz önünde bulundurularak

- **43345 ada, 1 numaralı parselin m² satış değeri 4.500,-TL**
- **43344 ada, 2 numaralı parselin ise yapılaşma hakkının E:2,00 olması nedeni ile m² satış değeri aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi düzeltilerek 6.000,-TL**

Emsal Değer, ABD \$/m ²		Emsal Yapılaşma Hakkı	m ² Başına İnşaat Hakkı Değeri		2,0 Yapılaşma Hakkına Göre Düzeltilmiş Parsel Değeri	
TL	ABD \$		TL	ABD \$	TL	ABD \$
4.500	2.503,34	1,5	3.000	1.669	6.000	3.338
Düzeltilmiş m² Parsel Değeri, TL					6.000	3.338

Olarak tespit edilmiştir.

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

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

(*) 43345 ada,1 numaralı parsel üzerinde konumlu 129 bağımsız bölümlü yapının, 17 adet bağımsız bölümü (15349385/50725000 arsa payı) Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye aittir. Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye ait bağımsız bölümlerin arsa paylarından yola çıkarak sahip olduğu arsa payı yüzölçümü 15.349,-m² olarak hesaplanmıştır. **05.06.2007 tasdik tarihli Tadilat Mimari Projesi'ne göre bağımsız bölüm sayısı değişmiş olmasına karşın Maliklerin Hisse oranları (Arsa Payları) değişmemiştir.**

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

Sonuç olarak piyasa yaklaşımı esaslarıyla gerçekleştirilen analizler sonucunda;

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

olduğu kanaatine varılmıştır.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Değerinin Tespiti

Çalışmanın bu bölümünde, Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu parseller üzerinde konumlandırılan, 298.182,-m² kapalı alanlı ve hali hazırda alışveriş merkezi ve otel kullanım fonksiyonlu olarak kullanılan betonarme karkas ve betonarme karkas – çelik konstrüksiyon sistemde inşa edilmiş yapıların yapım maliyeti hesaplanmıştır.

- **AVM + Otel Yapı Maliyeti**, 58 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2012 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve İşyerleri için 1. sınıf inşaat birim maliyeti olan **1.541,84 TL/m²** esas alınarak hesaplamalara dâhil edilmiştir.
- **Çevre Düzeni + Peyzaj Maliyeti**, toplam yapı değerinin %2'si olarak varsayılmış ve hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Yıpranma oranı %4 olarak tespit edilmiş ve bu oranda yıpranma hesaplanarak gayrimenkul değerinden düşülmüştür.

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

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

ANKAMALL AVM YAPI MALİYETİ	
Σ Kapalı Alanı, m ²	231.594,64
Birim Maliyet	1.541,84
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	46,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	47,64
Diğer Maliyetler	49,07
Gydirilmiş Birim Maliyet	1.684,81
Ankamall Yeniden Yapım Maliyeti	390.193.015
Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	7.803.860
Yıpranma Oranı	0,04
Yıpranma Bedeli, TL	15.919.875
Ankamall Bugünkü Yapı Değeri, TL	382.077.001

(*) Ankamall AVM toplam 270.582,-m² kapalı alanıdır. Bu alanın 231.594,64m²lik kısmı Yeni Gimat'a, 38.937,-m²lik kısmı ise Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye aittir. Migros Türk Ticaret A.Ş.'ye ait olan alan değerlendirme dışı bırakılmıştır.

CROWNE PLAZA OTEL YAPI MALİYETİ	
Σ Kapalı Alanı, m ²	27.650,00
Birim Maliyet	1.541,84
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti	46,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti	47,64
Diğer Maliyetler	49,07
Gydirilmiş Birim Maliyet	1.684,81
Crowne Plaza Yeniden Yapım Maliyeti	46.585.002
Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti	931.700
Yıpranma Oranı	0,04
Yıpranma Bedeli, TL	1.900.668
Crowne Plaza Otel Bugünkü Yapı Değeri, TL	45.616.034

Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı esaslarıyla gerçekleştirilen analizler sonucunda;

- Ankamall AVM'nin bugünkü yapı değerinin **382.077.001,-TL**
- Crowne Plaza Otel'in bugünkü yapı değerinin **45.616.034,-TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam Değerinin Tespiti

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

	Ankamall AVM	Crowne Plaza
Arsa Değeri, TL	410.253.947	48.936.321
Yapı Değeri, TL	382.077.001	45.616.034
Toplam Değer, TL	792.330.947	94.552.355

Sonuç olarak, **UDES içerisinde Pazara Dayalı Değerleme Yöntemleri arasında yer alan**, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımıyla hesaplanan parsel değerine, Maliyet Yaklaşımıyla hesaplanan mevcut yapı değerleri eklenmek suretiyle;

- ✓ Ankamall AVM'nin toplam adil pazar değeri **792.330.947,-TL** ve
- ✓ Crowne Plaza Otel'in toplam adil pazar değeri **94.552.355,-TL**

olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle Gayrimenkul Değerinin Tespiti

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

1.1 İndirgenmiş nakit akışı (İNA) analizi, bir mülkün veya işletmenin gelecekteki gelirleri ve giderleri ile ilgili kesin varsayımlara dayalı bir finansal modelleme tekniğidir. Bu tür varsayımlar, bugünkü değere indirgenmiş olan para girişi ve çıkışının tutarı, özelliği, değişkenliği, zamanlaması ve

süresi ile ilgilidir. İNA analizi, **uygun ve desteklenebilir veri** ve iskonto oranlarıyla birlikte değerlendirilmede kullanılan *gelir indirgeme yaklaşımının* sıkça başvurulan metodolojilerinden biridir.

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

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

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

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

i. Ankamall AVM için Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

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

Bu bilgi doğrultusunda yapılan analizlerde değerlendirme konusu gayrimenkulün mevcut durumda yarattığı kira gelirleri tespit edilmiş ve 2012 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler bazında gerçekleşen gelirler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

1'inci Etap	Kiralanan Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, TL	Aylık Kira Getirisi, TL
Dükkan	36.733,78	72,44	2.661.107,11
Depo	903,38	36,92	33.356,77
Stand / Kiosk	396,75	124,77	49.503,58
Taksi			16.541,87
Anten			4.140,90
Reklam / Pano			20.006,64
ATM			9.675,35
TOPLAM	38.033,91	73,47	2.794.332,23
2'nci Etap	Kiralanan Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, TL	Aylık Kira Getirisi, TL
Dükkan	51.205,05	70,06	3.587.504
Depo	3.502,67	19,27	67.507
Stand / Kiosk	355,94	251,76	89.610,43
Taksi			11.027,92
Anten			426,22
Reklam / Pano			21.012,17
ATM			2.514,92
TOPLAM	55.063,66	68,64	3.779.602
GENEL TOPLAM	93.097,57		6.573.935

Yapılan İncelemeler sonucunda;

- Kiraya konu alanların 93.097,57m² olduğu,
- 2012 yılı itibariyle aylık kira gelirinin ~6.573.935,-TL, yıllık kira gelirinin ~78.887.215,-TL (43.884.743,-ABD \$) civarında gerçekleşeceği,
- Mevcut kira kontratlarında (çoğunlukla) ABD \$ bazlı yapılan kiralamalarda yıllık kira artış oranının yaklaşık %3,5 olarak belirlenmiş olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

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

- "Yasal olarak kullanıcı tarafından ödenmesi gereken su, elektrik, kalorifer, yakıt, vs gibi bu kiralanan yerin faaliyeti ile ilgili vergi ve harçlar, özellikle çevre vergisi, **Kiracı tarafından ödenecektir.**"
- "Ortak alan giderleri, örneğin alışveriş merkezinin genel temizliği, güvenliği, güzelleştirilmesi ve yönetimi ile ilgili giderler ve her türlü enerji, yakıt, elektrik, su giderleri, ortak tesislerin ve park

yerlerinin bakım ve onarım giderleri Kiralanan Yer'in alanının Alışveriş Merkezinin toplam kiralanan alanına oranı çerçevesinde tüm **kiraçılar tarafından ödenir.**"

- "Ortak alan giderleri, aynı zamanda aşağıdaki giderleri de kapsamaktadır:
 - o Girişler, cam çatılar, dış cephelerdeki metal/cam unsurlar, çarşı koridoru, Kiralanan yer içerisinde yer almayan tüm tuvalet ve sıhhi tesisatlar, yürüyen merdivenler, asansörler, fıskiye gibi yapısal ve teknik diğer ortak tesis ve tertibatların işletim, temizlik, muhafaza, bakım ve onarımı ile,
 - o Ortak tesis ve tertibatların elektrik beslemesi, çöp imhası, su ve atık su uzaklaştırma giderleri,

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

Bu tespitler ve 2012 yılı EKİM gerçekleştirmeleri ışığında Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizinin gerçekleştirilmesinde kullanılan varsayımlar aşağıda sunulmuştur.

- **İskonto Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılmakta olup gerçekçi tahmini çok önemlidir.
- **Büyüme Oranı:** Bu oran, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının dönemsel (yıllık) ve nominal olarak büyüme oranını ifade etmekte olup, genelde kullanılan para birimi ile ilgili enflasyon oranı olarak kabul edilmektedir. Bu çalışmada, Yıllık Kira Gelirlerin artış oranı, mevcut sözleşmeler gereği %3,5 ve DED'in hesaplanmasında ise %2,5 oranında kabul edilmiştir.

AVM'lerde kiralamalar,

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

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

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

Ankamall AVM'nin 2012 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler (Dükkan, Depo, KİOSK, ATM, STAND, vb.) bazında gerçekleşen gelirler üzerinden İNA Analizi hazırlanmıştır.

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

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

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

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

Düşünülmektedir.

Anlaşılmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmada TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, analizlerin ABD Doları bazlı yapılması uygun görülmüştür.

İskonto Oranı	10,00%
Risksiz Getiri Oranı(*)	5,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	2,50%

(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.

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

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

ANKAMALL, 1000 \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	DED
1'inci Etap	18.654	19.307	19.982	20.682	21.406	22.155	22.930	23.733	24.563	25.423	26.313
Dükkan	17.764	18.386	19.030	19.696	20.385	21.099	21.837	22.601	23.392	24.211	25.058
Depo	223	230	239	247	256	264	274	283	293	303	314
Stand / Kiosk	330	342	354	366	379	392	406	420	435	450	466
Taksi	110	114	118	122	127	131	136	140	145	150	156
Anten	28	29	30	31	32	33	34	35	36	38	39
Reklam / Pano	134	138	143	148	153	159	164	170	176	182	188
ATM	65	67	69	72	74	77	79	82	85	88	91
2'inci Etap	25.231	26.114	27.028	27.974	28.953	29.967	31.015	32.101	33.224	34.387	35.591
Dükkan	23.949	24.787	25.654	26.552	27.482	28.443	29.439	30.469	31.536	32.640	33.782
Depo	451	466	483	500	517	535	554	573	593	614	636
Stand / Kiosk	598	619	641	663	686	710	735	761	788	815	844
Taksi	74	76	79	82	84	87	90	94	97	100	104
Anten	3	3	3	3	3	3	3	4	4	4	4
Reklam / Pano	140	145	150	156	161	167	172	178	185	191	198
ATM	17	17	18	19	19	20	21	21	22	23	24
Ankamall Net Kira Geliri	43.885	45.421	47.010	48.656	50.359	52.121	53.946	55.834	57.788	59.810	61.904
Net Nakit Akımları	43.885	45.421	47.010	48.656	50.359	52.121	53.946	55.834	57.788	59.810	825.384
İskonto Oranı	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
İskonto Faktörü	1,02	1,12	1,23	1,35	1,49	1,64	1,80	1,98	2,18	2,40	2,64
1 / İskonto Faktörü	0,98	0,89	0,81	0,74	0,67	0,61	0,56	0,50	0,46	0,42	0,38
Net Nakit Akımlarının BD	43.165	40.615	38.215	35.957	33.832	31.833	29.952	28.182	26.517	24.950	313.004
Net Nakit Akımları BD Toplamı											646.220
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü											1,008
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$											651.583
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL											1.171.285

Sonuç olarak; yukarıdaki varsayımlar altında gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi çerçevesinde,

- ✓ Ankamall AVM'nin malik şirkete ait kısmının toplam (parsel+yapı) değeri ~1.171.285.000,-TL (değerleme tarihi itibarıyla ~651.583.000,-ABD \$),

olarak hesaplanmıştır.

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

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

Kanaatine varılmıştır.

ii. Crowne Plaza Otel Nitelikli Gayrimenkul Değerinin Tespiti Amaçlı için Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi

Değerleme konusu Crowne Plaza Otel'in 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesine göre her dönem için kira bedeli belirtilmiş, "01.04.2012-31.03.2013 dönemi için kira bedeli 2.060.000,-ABD\$+KDV" olacağı belirtilmiştir. İleriki yıllarda kira bedeli %3 büyütülerek tespit edilmiştir.

05.07.2009 tarihli Tadilli Kira Sözleşmesi'nde yer alan kira bedelleri esas alınarak hesaplanan gayrimenkul değeri aşağıda sunulmuştur.

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

CROWNE PLAZA OTEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Crowne Plaza Otel Net Kira Geliri	343	2.122	2.185	2.251	2.319	2.388	2.460	2.534	2.610	2.688	2.768
Net Nakit Akımı	343	2.122	2.185	2.251	2.319	2.388	2.460	2.534	2.610	2.688	36.913
İskonto Oranı	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
İskonto Faktörü	1,02	1,12	1,23	1,35	1,49	1,64	1,80	1,98	2,18	2,40	2,64
1 / İskonto Oranı	0,98	0,89	0,81	0,74	0,67	0,61	0,56	0,50	0,46	0,42	0,38
Net Nakit Akımlarının BD	338	1.897	1.777	1.663	1.558	1.459	1.366	1.279	1.197	1.121	13.998
Nakit Akımlarının BD Toplamı											27.653
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü											1,008
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$											27.882
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL											50.121

Sonuç olarak, yukarıdaki varsayımlar altında gerçekleştirilen İNA Analizi çerçevesinde,

- ✓ Crowne Plaza Otel'in mevcut kira sözleşmesine dayalı kira gelirlerinden oluşan nakit akımlarının net bugünkü (parsel + yapı) değeri ~50.121.000,-TL (değerleme tarihi itibarıyla ~27.882.000,-ABD \$),

olarak hesaplanmıştır.

Bu değerin,

- ✓ Müşteri'den temin edilen (ve mevcut pazar katılımcıları tarafından belirlenenlerden farklılaştığı düşünölen) 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesinde belirtilen kira bedeli ve artış oranları doğrultusunda belirlenmiş olması ve bu kira bedellerinin piyasada mevcut kira bedeli/değer ilişkisinden yola çıkılarak hesaplanan adil (rayiç) kira bedellerinden piyasa toleranslarını aşan şekillerde farklılaşmış olması,
- ✓ İNA analizine esas alınan Kira gelirlerinin dayanağını oluşturan sözleşmenin;
 - Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımadığı,
 - Geçmişte olduğu gibi taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,
 - Birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,
 - Piyasa koşullarından verileri ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,
 - Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerinden yola çıkılarak gerçekleştirilen İNA Analiziyle ulaşılan değerin, diğer bir yöntem (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) ile bulunan değerden aşığı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, Maliyet Yaklaşımına ilişkin verilerin ise Şirket kayıtlarını gibi öznel değerlerin değil, Pazar değerini yansıtan veriler esas alınarak belirlenmiş olduğu,
 - Maliyet yaklaşımının ana ilkesi olan "her hangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz" ilkesi gereği, piyasa verilerine dayalı olarak bu yöntemle hesaplanmış olan değerin, gayrimenkulün adil Pazar değerinin belirlenmesine esas alınmasının uygun olacağı,
 - Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, UDES 1' de belirtildiği üzere ⁶, İNA analiziyle ulaşılan değerin Pazar değerini değil UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri" ni ifade ettiği,

kanatine varılmıştır.

6.7. Gayrimenkullerin Rayiç (adil) Kira Bedellerinin Tespiti

6.7.1. Ankamall AVM için Kira Bedelinin Tespiti

6.7.1.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

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

1'inci Etap	Kiralanan Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, TL	Aylık Kira Getirisi, TL
Dükkan	36.733,78	72,44	2.661.107,11
Depo	903,38	36,92	33.356,77
Stand / Kiosk	396,75	124,77	49.503,58
Taksi			16.541,87
Anten			4.140,90
Reklam / Pano			20.006,64
ATM			9.675,35
TOPLAM	38.033,91	73,47	2.794.332,23

⁶ Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

Tüm Pazar Değeri ölçüm yöntemleri, teknikleri ve prosedürleri, uygulanabilir bir yeterlilikte olmaları ve doğru bir şekilde uygulanmaları halinde piyasadan elde edilen kriterleri esas aldıklarında Pazar Değeri'nin ortak bir tanımını oluşturacaklardır. Emsal karşılaştırmaları veya diğer pazar karşılaştırmaları, pazardaki gözlemlerden kaynaklanmalıdır. İndirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı piyasanın tespit ettiği nakit akışlarını ve piyasadan elde edilen geri dönüş oranlarını esas almalıdır. İnşaat maliyetleri ve amortisman, maliyetler ve birikmiş amortismanın piyasa esaslı tahminleri üzerinden yapılan bir analiz ile tespit edilmelidir.

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

2'nci Etap	Kiralanmış Alan, m ²	Ortalama Aylık Kira Geliri, TL	Aylık Kira Getirisi, TL
Dükkan	51.205,05	70,06	3.587.504
Depo	3.502,67	19,27	67.507
Stand / Kiosk	355,94	251,76	89.610,43
Taksi			11.027,92
Anten			426,22
Reklam / Pano			21.012,17
ATM			2.514,92
TOPLAM	55.063,66	68,64	3.779.602
GENEL TOPLAM	93.097,57		6.573.935

Bu bilgiler doğrultusunda Ankamall AVM içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin aylık mevcut kira bedeli toplamı **6.573.938,-TL** olarak tespit edilmiştir.

AVM'lerde kiralamalar,

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

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

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

Ankamall AVM'nin 2012 yılı Ekim ayı itibari ile bölüm bazında / kira geliri yaratan faaliyetler (Dükkan, Depo, KIOSK, ATM, STAND, vb.) bazında **gerçekleşen gelirler** üzerinden İNA Analizi hazırlanmıştır.

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

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

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

Kanaatine varılmıştır.

6.7.1.2 Değerden Türetme Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Değerden türetme yaklaşımıyla Kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen 440.771.555,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 792.330.947,-TL) olup, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak bu değerden rayiç kira bedeli türetilmiştir.

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

İskonto Oranı	% 10,00
Risksiz Getiri Oranı(*)	% 5,00
Piyasa Risk Primi	% 2,25
Sektör Risk Primi	%2,25

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

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mülklerin geri dönüş süresi yaklaşık 14,28 yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu sebeple gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan 440.771.555,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 792.330.947,-TL) değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD \$	440.771.555
İskonto Oranı	0,10
Büyüme Oranı ⁷	0,03
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	30.854.009
Yıllık Kira Bedeli, TL	55.463.166
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	2.571.167
Aylık Kira Bedeli, TL	4.621.931

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

- ✓ Yıllık toplam 55.463.166,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 30.854.009,-ABD\$)
- ✓ Aylık toplam 4.621.931,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 2.571.167,-ABD\$)

olarak belirlenmiştir.

Anılan tutarlar, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlenmiş olup, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi dışında bir yöntemle bulunan gayrimenkul değerinin, mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret etmektedir. Bu tutarın, mevcut kira bedellerinin altında kalması, kira bedelinin türetildiği değer, Maliyet ve Emsal Yaklaşımı birlikte kullanılarak (Ayrıştırma yöntemi) bulunan değer olması⁹ ve AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralama konusuna edilebildiği anlamına gelmekte olup, İNA analiziyle bulunan gayrimenkul değerinin daha yüksek bulunmasını da açıklamaktadır.

6.7.2. Crowne Plaza Otel için Kira Bedelinin Tespiti

6.7.2.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Rapor'un 6.6.li başlıklı bölümünde detayları açıklandığı üzere değerlendirme konusu Crowne Plaza Otel'in 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesine göre 01.04.2012-31.03.2013 dönemi için kira bedeli 2.060.000,-ABD\$+KDV (değerleme tarihi itibarı ile 3.703.056,-TL + KDV) olarak belirtilmiştir.

⁷ Kira sözleşmelerinde yer alan genel büyüme oranı yerine, piyasa kabulünü yansıtan oran esas alınmıştır.

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

⁹ Maliyet yaklaşımıyla bulunan değer, genel olarak gayrimenkul için bulunan alt değerleri temsil etmektedir.

6.7.2.2 Değerden Türetme Yaklaşımı İle Kira Bedelinin Tespiti

Kira bedeli tespitinde esas alınacak değer olarak, Raporun 6.5'nci bölümünde, Ayrıştırma Yöntemi ile belirlenen 52.599.218,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 94.552.355,-TL) olup, mevcut piyasa koşullarının belirlediği Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak rayiç kira bedeli türetilmiştir.

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

İskonto Oranı	% 10,00
Risksiz Getiri Oranı(*)	% 5,00
Piyasa Risk Primi	% 2,25
Sektör Risk Primi	%2,25

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

Diğer bir ifadeyle %3 CPI (ABD enflasyon beklentisi) altında, mevcut piyasa koşullarında ticari mülklerin geri dönüş süresi yaklaşık 14,28 yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu geri dönüş süresi esas alınarak gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile hesaplanan 52.599.218,-ABD\$ (değerleme tarihi itibarıyla 94.552.355,-TL) değerinden türetilen kira bedeli aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Kira Bedelinin Tespiti (Değerden Türetme)	
ΣGayrimenkul Değeri, ABD \$	52.599.218
İskonto Oranı	0,10
Büyüme Oranı	0,03
Yıllık Kira Bedeli, ABD \$	3.681.945
Yıllık Kira Bedeli, TL	6.618.665
Aylık Kira Bedeli, ABD \$	306.829
Aylık Kira Bedeli, TL	551.555

Sonuç olarak, yukarıda da varsayıldığı üzere, Yıllık olarak ABD doları karşılığı ve %3 artış oranı ile belirlenmek suretiyle, kira bedeli tespitine konu Crowne Plaza Otel binasının değerlendirme tarihi itibarıyla adil (rayiç) kira bedeli, gayrimenkulün Ayrıştırma Yöntemi ile tespit edilen rayiç (adil) piyasa değerinden yola çıkılarak¹⁰

- Yıllık toplam 6.618.665,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 3.681.945,-ABD\$)
- Aylık toplam 551.555,-TL (değerleme tarihi itibarıyla 306.829,-ABD\$)

olarak belirlenmiştir.

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

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

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

¹⁰ Tersine (İNA yaklaşımıyla bulunan değerden yola çıkma) uygulama, neden-sonuç ilişkisini bozacak, mevcut kira gelirleri esas alınarak hesaplanan değerden, rayiç kira bedeli tespiti, aynı kira bedeline ulaşılması sonucunu verecektir.

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

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

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

6.7.3. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkullerin Kira Bedeli Tespiti için Değerden Türetme Yöntemi kullanılmış ve bulunan bu değer mevcut kira bedelleri ile kıyaslanmış olup, özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (AYLIK Rayiç (adil) Kira Bedeli)				
Kullanılan Yöntem	ANKAMALL AVM		CROWNW PLAZA OTEL	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
Mevcut Kira Bedeli	6.573.935	3.657.062	308.588	171.667
Değerden Türetme Yöntemi	4.621.931	2.571.167	551.555	306.829

Sonuç olarak, değerlendirme konusu,

✓ Ankamall AVM'nin;

- Gayrimenkulün rayiç aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **4.621.931,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 2.571.167,-ABD\$)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- Toplam mevcut (sözleşmelere dayalı) **kira bedelinin**, Değerden Türetme Yaklaşımı ile bulunan ortalama **adil (rayiç) kira bedelinden yüksek olduğu**,
- **Kiralamaların, birbirinden bağımsız çok sayıda kiracıya yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralanması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralamalarla bu sayı artmaktadır), bu sebeple etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği**, her hangi bir kiralayanın özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlendiği ve mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında, gayrimenkulün yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret ettiği**,
- **Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, mevcut kira bedellerinin altında olmasının, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına geldiği**,
- Gayrimenkulün, ortalama olarak değerden türetme yöntemi ile bulunan rayiç kira bedelinin, gerçekleşmiş mevcut kira bedellerinin altında olmasının, Şirket'in halka açık yapısı dikkate alındığında bir sorun teşkil etmeyeceği, bu hususun işletme başarısı olarak değerlendirilebileceği,

✓ Crowne Plaza Otel'in

- Rayiç aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **551.555,-TL** (Değerleme tarihi itibarıyla 306.829,-ABD\$)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- **Mevcut sözleşmeye dayalı kira bedellerinin,**
 - Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımayan sözleşmeye dayalı olduğu,
 - Sözleşmenin, (geçmişte olduğu gibi) taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,
 - Kira bedelinin birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,
 - Piyasa koşulları ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,

- o Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerini esas alan İNA Analiziyle ulaşılan değer, piyasa verileri dikkate alınarak hesaplanan (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) değerden aşağı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, bu hususun İNA analizine esas teşkil eden verilerin, Pazar verileri ile uyumlu olmadığı şeklinde yorumlanması gerektiği,
- o Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, sözleşmede belirtilen kira bedelinin, UDES 1'de belirtildiği üzere, Pazar değeri esaslarına uygun olmadığı, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri"nin hesaplanmasına esas Pazar Dışı bedeli ifade ettiği,

kanatine varılmıştır.

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

6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,

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

6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.8.3. Gayrimenkul ve Buna Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,

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

43344 ada, 2 numaralı parsel üzerinde;

İrtifak Bölümü:

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

Şerhler Bölümü:

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

43345 ada, 1 numaralı parselde konumlu bütün bağımsız bölümler üzerinde;

İrtifak Bölümü:

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

Beyanlar Bölümü:

- ✓ Yönetim Planı: 23.05.2002

Takyidatları yer almaktadır.

Yukarıda detayları verilen takyidatların, gayrimenkullerin devrini kısıtlayıcı bir özellik taşımadığı anlaşılmaktadır.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Değerleme çalışmalarında, aşağıda UDES Standart 1'de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar, UDES 2'de tanımlanan Pazar Değeri Dışı Esaslı standartlar ile ilgili kılavuz notları ve değerlemelerin mali tablolara yansıtma amaçlı gerçekleştirildikleri hususları dikkate alınarak, UDES Finansal Raporlama İçin Değerleme, Uluslararası Değerleme Uygulaması 1 (UDU 1) bir arada ele alınmıştır.

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

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

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

Ayrıca, Ayrıştırma Yöntemi (Parsel değeri için emsal yaklaşımı, yapı değerleri için ise maliyet yaklaşımı) kullanılarak hesaplanan gayrimenkullerin toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak Müşteri'den temin edilen Kira Kontratları esas alınarak gerçekleştirilen **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

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

1. Gayrimenkullerin Nihai Değerinin Belirlenmesi;

Farklı yöntemler kullanılarak hesaplanan gayrimenkul değerleri aşağıda tablo olarak sunulmuştur.

Kullanılan Yöntem	Ankamall AVM	Crowne Plaza Otel
Ayrıştırma (Piyasa / Maliyet) Yöntemi	792.330.947	94.552.355
Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi	1.171.284.817	50.120.735

Gerçekleştirilen değerlendirme çalışmaları sonucunda;

- ✓ Değerleme konusu gayrimenkuller için farklı değerlendirme yöntemleri ile bulunan değerlerin kendi içlerinde tutarlı olmakla birlikte, birebir örtüşmediği,
- ✓ **Ankamall AVM'nin Rapor'un 5.1.4 bölümünde detayları verildiği üzere, Müşteriye ait olan kısmının,**
 - Ayrıştırma Yaklaşımı ile bulunan değer, genellikle gelişimini tamamlamış, gelir yaratan mülklerde tercih edilen bir yöntem olmayıp, bu tür mülklerde bulunan değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin test edilmesinde kullanılmakta olduğu,
 - Maliyet Yaklaşımının ana ilkesi olan "**her hangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz**" ilkesi gereği, değerlemelerde bulunan değerler için **bir alt sınır teşkil etmekte olduğu,**

- Bu yöntemle bulunan değer (aynen değerlendirme konusu Ankamall AVM'de de olduğu gibi), geliştirici kararı ile projenin marka değerini içermemesi ve sadece maliyet unsuruna dayalı olması sebebiyle, beklenildiği üzere İNA yaklaşımıyla bulunan değerden daha düşük olarak bulunduğu,
- Gayrimenkulün mevcut durum itibarıyla gelir yaratıyor olması ve bu hususun istikrar arz etmesi yanında, Rapor'un ilgili bölümlerinde de irdelendiği üzere değerlemeye esas alınan gelirlerin, pazar verilerini yansıtır olması sebebiyle gelir yaklaşımına dayalı değerlendirme yöntemlerinin "gayrimenkul değerini" daha doğru temsil edeceği,
- **Sonuç olarak**, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan **1.171.284.817,- TL** tutarındaki değer, **gayrimenkulün rayiç (adil) piyasa değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

✓ **Crowne Plaza Otel'in,**

- **İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ile bulunan net bugünkü değerinin,**
 - o **Müşteri'den temin edilen ve** mevcut pazar katılımcıları tarafından belirlenenlerden farklılaştığı düşünülen 05.07.2009 tarihli kira sözleşmesinde belirtilen kira bedeli ve artış oranları doğrultusunda belirlenmiş olması ve
 - o Maliyet Yaklaşımının ana ilkesi olan "**her hangi bir varlığın değeri, onu talep eden olmasa dahi, onun için katlanılan maliyetler ve külfetlerden az olamaz**" ilkesine ters düşerek, Rapor'un 6.5'inci Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile belirlenen değerden düşük bulunması,
 - o **Raporun ilgili bölümlerinde de belirtildiği üzere,** pazara dayalı verilere yansıtan kira bedellerinden yola çıkılarak hesaplanmadığından, **Pazar değerini değil, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri"ni ifade etmekte olduğu,**
- Yukarıdaki hususlar birlikte dikkate alındığında, parsel ve yapı değerinin ayrı ayrı hesaplanması sonucu bulunan değer, gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı,
- **Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi** kullanılmak suretiyle bulunan **94.552.355,-TL** tutarındaki değer, Crowne Plaza Otel olarak tanımlanan gayrimenkulün adil (rayiç) pazar değeri olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

2. Gayrimenkullerin Nihai Kira Bedelinin Belirlenmesi;

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

ÖZET TABLO (AYLIK Rayiç (adil) Kira Bedeli)				
Kullanılan Yöntem	ANKAMALL AVM		CROWNW PLAZA OTEL	
	TL	ABD\$	TL	ABD\$
Mevcut Kira Bedeli	6.573.935	3.657.062	308.588	171.667
Değerden Türetme Yöntemi	4.621.931	2.571.167	551.555	306.829

Sonuç olarak, değerlendirme konusu,

✓ **Ankamall AVM'nin;**

- o Gayrimenkulün rayiç aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **4.621.931,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 2.571.167,-ABD\$)'nin **esas alınmasının** uygun olacağı,
- o Toplam mevcut (sözleşmelere dayalı) **kira bedelinin**, Değerden Türetme Yaklaşımı ile bulunan ortalama **adil (rayiç) kira bedelinden yüksek olduğu**,
- o **Kiralamaların, birbirinden bağımsız çok sayıda kiracıya yapılmakta olduğu, (Ana gayrimenkulde Mülkiyeti Şirkete ait 112 bağımsız bölüm bulunmakla beraber, bağımsız bölümlerin bölünerek kiralanması, ortak alanlarda KİOSK, ATM, reklam panosu ile depo ve eklentiler gibi kiralamalarla bu sayı artmaktadır), bu sebeple etkin piyasa koşullarının belirlediği fiyatı temsil ettiği, her hangi bir kiralayanın özel durumunu temsil eden bir değer olmadığı,**

- o Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, bağımsız bölüm bazında ayrıma gidilmeksizin ortalama olarak belirlendiği ve mevcut piyasa getiri ve risk oranları dikkate alındığında, gayrimenkulün yaratması beklenen dönemsel adil (rayiç) kira bedellerine işaret ettiği,
- o Değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan kira bedellerinin, mevcut kira bedellerinin altında olmasının, AVM'nin ortalama olarak daha iyi bedellerle kiralamaya konu edilebildiği anlamına geldiği,
- o Gayrimenkulün, ortalama olarak değerden türetme yöntemi ile bulunan rayiç kira bedelinin, gerçekleşmiş mevcut kira bedellerinin altında olmasının, Şirket'in halka açık yapısı dikkate alındığında bir sorun teşkil etmeyeceği, bu hususun işletme başarısı olarak değerlendirilebileceği,

✓ **Crowne Plaza Otel'in**

- o Rayiç aylık kira bedeli olarak, değerden türetme yaklaşımıyla hesaplanan **551.555,- TL** (Değerleme tarihi itibarıyla 306.829,-ABD\$)'nin esas alınmasının uygun olacağı,
- o **Mevcut sözleşmeye dayalı kira bedellerinin,**
 - Tapuya tescilli ve aynı hak niteliğini taşımayan sözleşmeye dayalı olduğu,
 - Sözleşmenin, (geçmişte olduğu gibi) taraflar arasında kolaylıkla değişikliğe konu edilebileceği,
 - Kira bedelinin birçok katılımcı/piyasa aktörü tarafından belirlenmiş olmayıp, yalnızca kiracı/kiralayan arasındaki bedeli (kiralama fiyatını) temsil ettiği,
 - Piyasa koşulları ve pazarın katılımı ile belirlenmiş bedel olmadığı,
- o Mevcut kira sözleşmelerine konu kira bedellerini esas alan İNA Analiziyle ulaşılan değer, piyasa verileri dikkate alınarak hesaplanan (Parsel değeri için emsal, yapı değeri için ise maliyet yaklaşımı) değerden aşağı yönde ve önemli ölçüde farklılaştığı, bu hususun İNA analizine esas teşkil eden verilerin, Pazar verileri ile uyumlu olmadığı şeklinde yorumlanması gerektiği,
- o Yukarıdaki açıklamalar ve gerekçeler çerçevesinde, sözleşmede belirtilen kira bedelinin, **UDES 1' de belirtildiği üzere, Pazar değeri esaslarına uygun olmadığı, UDES 2 Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları'nda belirtilen "Kullanım Değeri"nin hesaplanmasına esas Pazar Dışı bedeli ifade ettiği,**

kanatine varıdır.

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

Bu değerlendirme çalışmasında, asgari bilgilerden raporda yer verilmeyen herhangi bir husus bulunmamakta olup; değerlendirme çalışmalarına esas teşkil eden verilerin elde edilmiş tarihleri ve iş bu rapor tarihi arasında geçen sürenin kısalığı nedenleriyle verilerde değişme yaşanmadığı düşüncesi ve kıyaslanabilir olmasını teminen, ana raporda değerlemeye esas alınan veriler değiştirilmemiş ve Kurul Karar Organı'nın 30.04.2013 tarih ve 15/512 sayılı toplantısında belirtilen hususlar doğrultusunda;

- Değerleme konusu gayrimenkuller için, mevcut kira sözleşmeleri esas alınarak yapılacak değerlemelerin hangi durumlarda Pazar değerine, hangi durumlarda ise Pazar dışı değere ulaşmaya yol açacağı hususunun ayrıntılı olarak açıklanması,
- AnkaMall AVM'nin değer taktiri için kullanılan Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi kapsamında dikkate alınan nakit akımlarının niteliğine ilişkin açıklamalara detaylı olarak yer verilmiştir.

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

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

- 43344 ada 2 parsel üzerinde yer alan D, E ve F (Crowne Plaza) blokların mevzuat gereğince alınması gerekli belgelerinin eksiksiz ve tam olduğu,
- 43345 ada, 1 parsel üzerinde yer alan yapıların
 - o Yapı Kullanma İzin Belgesinin bulunduğu,
 - o Yapı Kullanma İzin Belgesinin ardından bağımsız bölüm sayısı ve bağımsız bölüm arsa paylarının değiştirilmesi için tadilat mimari projesi ve tadilat yapı ruhsatının mevcut olduğu, ancak, inşai çalışmaların devam etmesi nedeni ile henüz yeni Yapı Kullanma İzin Belgesinin alınmamış olduğu,
 - o 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme Yapı Ruhsatının 5 yıllık yasal süresinin dolmadığı ve ruhsatın geçerliliğini koruduğu,

Tespit edilmiştir.

7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün GYO Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

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

1. Değerleme konusu 43345 ada 1 parsel üzerinde yer alan A ve B Bloklar için;

- o 23.07.2001 tarih ve 317 belge numaralı Yapı Kullanma İzin Belgesi doğrultusunda kat mülkiyetinin kurulduğu,
- o Ancak, 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok'un 129 adet olan bağımsız bölüm sayısının 51 adete düşürüldüğü ve B Bloktaki 8 adet bağımsız bölümle birlikte toplam 59 adet bağımsız bölüm için 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu yenileme Yapı Ruhsatı hazırlandığı,
- o 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi doğrultusunda Migros Türk T. A. Ş. ve Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. arasında T.C. Ankara 27. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 19324 no.lu ve T.C. Kadıköy 4. Noterliği'nde 19.10.2009 tarih ve 69533 no.lu "Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, Gazi Mahallesi, Ankara İmarlı 43345 Ada 1 Parsele Ait Paylaşım Cetveli" oluşturulduğu ve paylaşımında mutabık kalındığı,
- o Yenileme Yapı Ruhsatı ve Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile A Blok da yer alan bağımsız bölüm sayısının 129'dan, 51'e düşürüldüğü, ancak Malik hisse oranlarının değişmediği,
- o 05.06.2007 tasdik tarihli Yangın Tahliye Projesi işli Tadilat Mimari Projesi ile 5 yıllık yasal süresinin dolmamış olan ve geçerliliğini koruyan 16.02.2012 tarih ve 300 no'lu Yenileme Yapı Ruhsatı doğrultusunda mevcut kat mülkiyetinin bozularak, yeni kat irtifakının kurulması gerektiği,
- o Binada Yerinde yapılan incelemelerde; A bloğun hali hazırda alışveriş merkezi olarak işlemekte olduğu, ancak yangın yönetmeliğine göre yapılması gereken bazı imalatların henüz tamamlanmadığı, bu nedenle Yeni Yapı Kullanma İzin Belgesinin mevcut olmayıp, yeniden tesis edilecek kat mülkiyetinin oluşturulmadığı,

- o Tadilat Mimari Proje ve Yangın Yönetmeliği doğrultusunda tamamlanacak imalatlar sonucunda alınacak Tadilat/Yenileme Yapı Kullanma İzin Belgesi ile Kat Mülkiyetinin tekrar tesis edilmesi gerektiği,

2. Müşteri Şirket'in GYO'na dönüşüm aşamasında olduğu dikkate alınarak, Seri: VI, No: 11 Sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin değişik 38'nci maddesi hükmü gereği, Değerleme gerektiren işlemler başlığı altında "Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi" hususunun da sayılmış olduğu ve Ekspertiz değerinin kullanılması başlıklı 41'nci maddesinin değişik üçüncü ve dördüncü fıkalari gereği,

"sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir ekspertiz değerleri dikkate alınarak yenilenmesi"nin zorunlu olduğu, ayrıca, Mevcut piyasa veya ödeme koşulları dikkate alınarak yapılacak alım işlemlerinde ekspertiz değerlerinden daha yüksek, satım ve kiralama işlemlerinde ise ekspertiz değerinden daha düşük değerler esas alınır, bu durumun Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanması ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi zorunludur."

Hükümlerine uygun olarak işlemlerin gerçekleştirilmesi gerektiği,

Kanaatine varılmış olup, yukarıda açıklanan hukuki durumlar göz önünde bulundurulduğunda 43345 ada 1 parsel üzerinde yer alan A ve B Blokların GYO portföyüne alınmasında herhangi bir sakınca olmadığı kanaatine varılmıştır.

Ayrıca, Değerleme konusu 43344 ada 2 parsel üzerinde yer alan D, E ve F (Crowne Plaza) Blokların mevzuat uyarınca alınması gerekli olan yasal izin ve belgelerin eksiksiz ve tam olduğu, bu nedenle GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer ve Kira Bedeli Takdiri

İş bu Rapor; **Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.** (Müşteri) yetkilerinin yazılı talebi üzerine Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından hazırlanan 22.01.2013/SvP_12_YGİMAT_REV02_01 tarih ve numaralı Gayrimenkul Değerleme Raporunda yer alan, tapuda; Ankara İl, Yenimahalle İlçesi, 2'nci Bölge Bucağı, Gazi Mahallesi;

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

vasıflı gayrimenkullerin;

- **Adil (Rayiç) Piyasa Değerleri ve Kira Bedellerinin tespiti ile**
- Kurul Karar Organı'nın 30.04.2013 tarih ve 15/512 sayılı toplantısında belirtilen hususları da içerecek şekilde detaylandırılması,

amacıyla hazırlanmıştır.

- I) Rapor'un 7.4.'üncü bölümünde detayları verildiği üzere, **gayrimenkullerin GYO portföyüne alınmalarında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II) **Ankamall AVM olarak tanımlanan gayrimenkullerin, Müşteri Şirket (Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş) mülkiyetindeki kısmının, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**
 - a. **Adil (Rayiç) Piyasa Değerinin,**
 - o **KDV hariç 1.171.284.817,00TL**
 - o **KDV dahil 1.382.116.084,06TL**
 - b. **Aylık Adil (Rayiç) Kira Bedelinin,**
 - o **KDV hariç 4.621.931,00TL**
 - o **KDV dahil 5.453.878,58TL**
- III) **Crowne Plaza Otel olarak tanımlanan gayrimenkulün, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre;**
 - a. **Adil (Rayiç) Piyasa Değerinin,**
 - o **KDV hariç 94.552.355,00TL**
 - o **KDV dahil 111.571.778,90TL**
 - b. **Aylık Adil (Rayiç) Kira bedelinin,**
 - o **KDV hariç 551.555,00TL**
 - o **KDV dahil 650.834,90TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,

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

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

İşbu rapor, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından **Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş.**'nin yazılı talebi üzerine üç nüsha ve orijinal olarak düzenlenmiş olup, kopyaların kullanımını halinde ortaya çıkabilecek sonuçlardan Şirketimiz sorumlu değildir.