



**STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.**

## **TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

---

BURSA İLİ – OSMANGAZİ İLÇESİ  
6002 ADA – 6 NUMARALI PARSEL

### **“Zafer Plaza AVM”**

Gayrimenkul Değerleme Raporu

**27.02.2012**

**İÇİNDEKİLER**

<b>1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER .....</b>	<b>2</b>
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası .....	2
1.2. Değerleme Tarihi .....	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası .....	2
1.4. Rapor Türü .....	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar .....	2
<b>2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER .....</b>	<b>2</b>
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri .....	2
<b>3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ .....</b>	<b>3</b>
3.1. Değerleme Raporunun Amacı .....	3
3.2. Sınırlayıcı Koşullar .....	3
3.3. Beyanlar .....	3
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar .....	4
3.5. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler .....	4
3.5.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı .....	4
3.5.2. Maliyet Yaklaşımı .....	4
3.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi .....	5
<b>4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER .....</b>	<b>6</b>
4.1. Global Görünüm .....	6
4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm .....	6
4.3. Piyasalarda Son Durum .....	8
4.4. Sektörel Görünüm .....	10
4.4.1. Perakende Piyasası; .....	10
4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler, .....	15
<b>5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER .....</b>	<b>16</b>
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler .....	16
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı, .....	16
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri, .....	16
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri, .....	18
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi .....	18
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri, .....	18
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri, .....	18
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri .....	19
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri: .....	19
<b>6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI .....</b>	<b>20</b>
6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler .....	20
6.2. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler .....	20
6.3. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar .....	20
6.4. Ayırıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti .....	20
6.4.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi, .....	20
6.4.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Maliyet Değerinin Belirlenmesi, .....	21
6.4.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi, .....	22
6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu–İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi .....	22
6.6. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri .....	24
6.6.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi .....	24
6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi, .....	24
6.6.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi, .....	24
<b>7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>25</b>
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenecek Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması .....	25
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri .....	26
7.3. Yasal Gereklerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler .....	26
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş .....	26
<b>8. SONUÇ .....</b>	<b>27</b>
8.1. Nihai Değer Takdiri .....	27
<b>9. RAPOR EKLERİ .....</b>	<b>28</b>
<b>10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ ....</b>	<b>28</b>
<b>11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER .....</b>	<b>28</b>

## 1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

### 1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

10.10.2011 / TRGYO-2011

### 1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerleme raporuna konu olan gayrimenkul hakkında, **01.12.2011** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde çalışmalara başlanılmış ve değerleme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dökümanlar **31.12.2011** tarihine kadar hazır hale getirilmiştir.

### 1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

27.02.2012/SvP\_11\_TRGYO\_09

### 1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Şehreküstü Mahallesi, 6002 ada, 6 numaralı parsel ve üzerinde yer alan, **paylı mülkiyetli**, toplam 187 bağımsız bölümden oluşan "**Zafer Plaza**"nın **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne ait olan 8.302.187/11.488.932 hissesinin** yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

### 1.5. Raporu Hazırlayanlar

Değerleme Uzmanı : Güner **ŞAN** - Değerleme Uzmanı  
**S.P.K. Lisans No.: 400288**

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

## 2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

### 2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

#### **STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.**

Eski Büyükdere Caddesi İz Plaza Giz No:4 Kat:6/18 Maslak – İstanbul  
T: 0-212-290 64 93; F: 0-212-290 64 91; W: [www.standartgd.com](http://www.standartgd.com)

### 2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

#### **TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

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

### 3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

#### 3.1. Değerleme Raporunun Amacı

İş bu Rapor **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine, **8.302.187/11.488.932 oranında hissesi Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**'ne ait olan, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

#### 3.2. Sınırlayıcı Koşullar

İş bu Rapor, Standart tarafından, Müşteri'nin yazılı talebi üzerine, söz konusu gayrimenkulün yasal durumunun irdelenmesi, fiili değerlendirme tarihindeki adil (rayiç) piyasa değeri ve GYO portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla hazırlanmış olan gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

Rapor'da gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri, fiili değerlendirme tarihi esas alınarak belirlenmiş olup bu tarihten sonra ekonomik ve piyasa koşullarının değişmesi halinde olabilecek maddi değişikliklerden ve ilgili kuruluşlar nezdinde yapılan inceleme tarihinden sonra doğmuş hukuki işlemlerden dolayı Standart sorumlu tutulamaz.

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

#### 3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

### 3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H <sub>max</sub>	Maksimum Yapı Yüksekliği
m <sup>2</sup>	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
β	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD \$ / TL	30.12.2011 tarihli TCMB efektif satış kuru 1,9003 TL esas alınmıştır.
Euro/ TL	30.12.2011 tarihli TCMB efektif satış kuru 2,4593 TL esas alınmıştır.

### 3.5. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler

Gayrimenkul değerlendirme çalışmalarında yaygın olarak genel kabul görmüş 3 farklı yöntem kullanılmaktadır.

- "Piyasa Değeri Yaklaşımı"
- "Maliyet Oluşumları Yaklaşımı" ve
- "Gelirlerin Kapitalizasyonu –İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı" dır.

Bu yaklaşımlara ilişkin özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

#### 3.5.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı

Piyasa Değeri 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.

Piyasa Değeri Yaklaşımı'nın uygulanabilmesi için aşağıdaki kriterlerin mevcudiyeti aranmalıdır:

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

#### 3.5.2. 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 metod kullanılmaktadır.

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

### 3.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

## 4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

### 4.1. Global Görünüm

Küresel ekonomide kriz sonrasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik görünümünde önemli bir ayrışma yaşanmakla birlikte, kademeli bir toparlanma gözlenmektedir. Krizin ardından geniş kapsamlı ve etkili kamusal müdahalelerin, efektif talebi canlandırması ve finansal piyasalarda hüküm süren belirsizlik ve sistemik riskleri hafifletmesi ile yeniden ekonomik büyüme sürecine girilmiştir.

Finansal piyasalardaki koşullar düzelmeye devam etmektedir, ancak esas olarak gelişmiş ekonomilerden kaynaklanan riskler hala devam etmekte olup özellikle Avrupa'daki bazı ülkelerin bankacılık ve kamu kesimlerinde artarak süren sorunlar piyasaları olumsuz yönde etkilemektedir. Özellikle bütçe dengesinde ciddi boyutta bozulmanın yaşandığı ve kamu borçluluk düzeyinin aşırı yükseldiği gelişmiş ülkelerde mevcut kırılganlıklar önemini korumaktadır.

Kriz sonrası dönemde küresel düzeyde ortaya çıkan atıl kapasite ve özel tüketim ve yatırımın azalması, tüm dünyada enflasyonu bir kaygı olmaktan çıkarmış, ekonomide öncelik finansal istikrar, büyüme ve istihdama yönelmiştir. Bu çerçevede, ekonomileri canlandırmak amacıyla para politikaları mümkün olduğunca gevşetilmiş, bütçe açıkları artırılmıştır. Uygulanan gevşek para politikalarının sunduğu bu ortam bir yandan ekonomileri canlandırırken, diğer yandan da başta gıda ve petrol olmak üzere emtia fiyatlarının, yüksek oranda artmasına imkan tanımıştır. Bu koşullar altında krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte enflasyon, özellikle gelişmekte olan ülkelerde geleceğe dair en önemli risklerden biri haline gelmiştir.

Kamu maliyeleri, finansal yapıları ve büyüme potansiyelleri görece olarak daha iyi durumda olan gelişmekte olan ekonomiler, krizin etkilerini hızla atlatarak nispeten daha hızlı bir toparlanma sürecine girmişlerdir. Ancak, küresel ekonominin bütünleşik yapısı dikkate alındığında, gelişmiş ülkelerdeki sorunlar tam anlamıyla çözülmediği sürece, gelişmekte olan ülkelerde daha ziyade iç talebe dayalı olan mevcut hızlı toparlanma eğiliminin ne kadar sürdürülebileceği konusu belirsizliğini korumaktadır.

Gelişmiş ülkelerde kısa vadeli faiz oranlarının uzun süre düşük kalacağına yönelik beklentiler, yatırımcıları yüksek getiri arayışına sevk etmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yatırım araçlarına talep artmıştır. Ancak özellikle EURO bölgesinde kamu borçlarını ödemekte zorlanan ülkelere ilişkin risk algılamaları uluslararası piyasalarda kaygıların sürmesine neden olmaktadır.

### 4.2. Ulusal Ekonomik Görünüm

İktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden hızlı olması, orta vadeli programın mali disiplinin süreceğine işaret etmesi, finansal sistemin istikrarı, kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu değerlendirmeleri, risk primi göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinin de altında seyretmesi ülkemiz ekonomisi açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde, kısa vadeli sermaye akımlarındaki hızlanmanın yanı sıra, kredi kullanımının artarak devam etmesi ve cari işlemler açığının artması finansal istikrar açısından önem taşımaktadır. Bu çerçevede, makro riskleri azaltıcı önlemler, diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizin de gündeminde olacaktır.

**Küresel risk iştahındaki artış, ülkemizdeki yüksek büyüme oranı, kamu maliyesindeki disiplin, sağlam finansal sistem ve göreceli yüksek faiz oranları nedeniyle ağırlıklı olarak bankaların yurt dışı yükümlülükleri ve portföy yatırımlarından oluşan sermaye girişi yaşanmaktadır.** Küresel krizden çıkışla birlikte sermaye girişleri hızlanmış ve 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde net doğrudan uluslararası yatırım girişi (fiili giriş) 4.677 milyon ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir.<sup>1</sup> Uluslararası doğrudan yatırım girişleri kaleminde yer alan sermaye girişi 2011 yılının ilk dört ayında toplam 6.002 milyon ABD dolarına ulaşmıştır. 4.342 milyon doları mali aracı kuruluşların faaliyetleri sektöründen kaynaklanmıştır. 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde nakit sermaye girişinin %88,6'sı AB ülkeleri kaynaklıdır.

<sup>1</sup> Hazine Müsteşarlığı, Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni, Haziran 2011

**Ekonomide yurt içi talepteki artışın desteğiyle hızlı bir toparlanma gerçekleşmektedir.** 2010 yılının son çeyreğine ilişkin hesaplanan gayri safi yurtiçi hâsıla değeri bir önceki yıla göre sabit fiyatlarla %9,2 artış göstererek 28.015 milyon TL olmuştur. 2010 yılı gayri safi yurtiçi hâsıla değeri cari fiyatlarla %16,0'lık artışla 1.105.101 milyon TL, sabit fiyatlarla % 8,9'luk artışla 105.680 milyon TL olmuştur. 2010 yılında kişi başına gayri safi yurtiçi hâsıla değeri cari fiyatlarla 15.138 TL, ABD doları cinsinden 10.079 dolar olarak hesaplanmıştır.

**İşsizlik oranları kriz öncesi seviyelerine yaklaşırsa da, temel enflasyon göstergeleri orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmektedir.** Küresel kriz ve ekonomideki daralmayla birlikte artan işsizlik oranları mevsimsel etkilerden arındırılmış verilerle 2009 yılı ilk çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamış, 2011 yılı ilk çeyreğinden itibaren ise istihdamda görülen güçlü artışların etkisiyle hızla azalarak kriz öncesi seviyelerine yaklaşmıştır. 2011 yılı Mart döneminde %10,8'e gerilemiştir<sup>2</sup>. İstihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen işsizlik oranları halen yüksek seviyelerdedir. Dış talebin zayıf seyri nedeniyle kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelere ulaşmasının zaman alması, istihdam koşullarındaki iyileşmeye rağmen halen yüksek seviyesini koruyan işsizlik oranı ve Türk Lirasının güçlü konumu temel enflasyon göstergelerindeki düşük düzeylerin korunmasına destek vermektedir.

**Cari işlemler açığı artmaya devam etmektedir.** Küresel kriz sonucunda iktisadi faaliyetteki durgunlaşma ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle daralan ve 2009 yılı sonunda 38,8 milyar ABD dolarına gerileyen dış ticaret açığı, ekonomideki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve 2011 Nisan ayında 9,1 milyar dolar açık vermiştir. İhracattaki toparlanmaya rağmen ithal mallara yönelik talebin ivmelenmesi sonucu, 2011 yılı Ocak-Nisan döneminde dış ticaret açığı geçen yılın aynı dönemine göre %86,7 artarak 33,7 milyar ABD doları olurken, 12 aylık kümülatif dış ticaret açığı Mart'taki 83,7 milyar ABD dolardan 87,2 milyar ABD dolara genişlemiş ve iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma daha belirgin hale gelmiştir. Nisan ayındaki ihracat, Mart'taki %19,5'ten sonra yıllık bazda %26,5 artarak 11,9 milyar ABD dolara ulaşmıştır. Diğer taraftan ithalat %40,2 artışla 21 milyar ABD doları olarak gerçekleşerek, ilk çeyrek boyunca görülen artış hızının altında kalmıştır. Diğer yandan mevsimsellik ve çalışılan işgünü etkisinden arındırılmış verilere göre ihracat Nisan'da önceki aya göre %9,2 yükselirken, bu yükseliş ithalattaki %2,8 artışın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Nisan ayı verileri ihracat ve ithalatın büyüme oranlarının birbirine önemli oranda yakınlaşması nedeniyle cari açıktaki yavaşlama konusunda ilk önemli işaret olabilir. Küresel kriz ve ekonomideki küçülmeye birlikte 2009 yılı sonunda milli gelirin %2,3'üne kadar gerileyen cari işlemler açığı, iktisadi faaliyetteki canlanmayla birlikte tekrar artmaya başlamış ve 2010 yılı sonu itibarıyla milli gelirin % 6,6'sına ulaşmıştır. Ocak-Nisan 2010 döneminde 13,9 milyar ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, 2011 yılı ilk dört ayında %113,8 oranında artarak 29,6 milyar ABD dolara yükselmiştir.

**Para politikası sıkı bir duruş sergilerken iktisadi faaliyetin öngörülenden hızlı toparlanması, kontrol altında tutulan kamu harcamaları ve faiz giderlerindeki düşüş kamu maliyesi dengelerini olumlu yönde etkilemiştir.** 2010 yılında bütçe gelirleri, iç talepteki artışa bağlı olarak yükselmiş, faiz oranlarındaki düşüşle faiz giderleri azalmış ve faiz dışı harcamalar görece sınırlı düzeyde artmıştır. Bu gelişmeler sonucunda bütçe performansı olumlu bir seyir izlemiş ve 2009 yılı sonunda yıllık 440 milyon TL olan merkezi yönetim faiz dışı bütçe fazlası, 2010 yılı sonunda 8,7 milyar TL'ye yükselmiştir. Merkezi yönetim bütçe açığı ise 2009 yılında 52,8 milyar TL tutarındayken, 2010 yılında 39,6 milyar TL'ye gerilemiştir. Böylece, 2009 yılında milli gelirin % 5,5'ine ulaşan bütçe açığı, 2010 yılında milli gelirin % 3,6'sına düşmüştür. 2011 yılının ilk dört aylık döneminde bütçe performansındaki iyileşme devam etmektedir. Bu dönemde artan vergi gelirleri ve faiz harcamalarındaki gerileme bütçe gelişmelerine olumlu katkıda bulunurken, faiz dışı harcamaların artış hızının yavaşlaması bütçe performansındaki iyileşmeye destek vermiştir. 2011 yılı Ocak-Mart dönemine ilişkin bütçe açığı geçen yılın aynı dönemine göre % 63,6 oranında azalarak 4,1 milyar TL olmuştur. Faiz dışı fazla ise geçen yılın aynı dönemine göre 2,7 kat artarak 9,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Bütçe gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %20,5 oranında artarak 68,7 milyar TL olmuştur. Bütçe giderleri ise sadece % 6,6 oranında artarak 72,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Vergi gelirleri geçen yılın

<sup>2</sup> TÜİK

aynı dönemine göre % 19,9 oranında artarak 57,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın faiz hariç bütçe giderleri ise % 10,3 oranında artarak 58,9 milyar TL olmuştur.<sup>3</sup> Cari işlemler açığının arttığı bir ortamda, kamu harcamalarının kontrol altında tutularak, kamu maliyesinde gevşemeye gidilmemesinin finansal istikrar açısından gerekli olduğu düşünülmektedir.

**Ekonomide görülen hızlı toparlanma, belirsizliklerin azalması, faiz oranlarında yaşanan düşüş ve kredi kullandırma koşullarında görülen iyileşme sonucunda firmaların borçluluğu artmakla birlikte yurt dışı kaynaklı borçların payı azalmaktadır.** Firmaların toplam finansal borçları 2009 yılında önemli bir değişim göstermezken, 2010 yılında kademeli olarak artmış, 2011 yılı Şubat ayı itibarıyla 461 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Firmaların finansal borçlarının milli gelire oranı da 2010 yılı sonunda bir önceki yılsonuna göre 2,9 puan artarak % 39,1'e yükselmiştir. 2011 yılı Şubat ayı itibarıyla firmaların finansal borçlarının % 59'u yabancı para cinsinden olmakla birlikte, yabancı para borçlar ağırlıklı olarak uzun vadeli. Aynı dönemde yurt dışı kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı % 29,2 olup, Türk bankalarının yurt içi ve yurt dışı şubeleri ile yurt dışı iştiraklerince reel sektöre kullandırdıkları Türkiye kaynaklı kredilerin toplam krediler içindeki payı 2010 yılı Eylül ayına göre, 1,8 puan artarak % 79,8'e ulaşmıştır.

**Firmaların kredi kullanımlarının yanı sıra satış gelirlerinin arttığı ve kârlılık performanslarının güçlü seyrettiği görülmektedir.** İMKB'de işlem gören firmaların satış gelirleri 2011 yılı Mart döneminde geçen yıla göre % 25, faaliyet kârları % 28 artarken, dönem kârları % 13,1 azalmıştır. Firmaların artan satış gelirleri ve faaliyet kârlarına rağmen kur farkı giderlerindeki artışa bağlı olarak artan finansal giderler dönem kârındaki azalışta etkili olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2010 yılı Mart döneminde % 3,72 olan özkaynak kârlılığı, 2011 yılı Mart döneminde % 2,95'e gerilemiştir. Firmaların gerileyen özkaynak kârlılığında özellikle kâr marjındaki düşüş etkili olmuştur. Faaliyet kârı dışında tutulan finansal giderlerdeki artış firmaların kâr marjlarını olumsuz etkilemiştir.

**Firmaların yabancı para varlık ve yükümlülükleri incelendiğinde, yabancı para net açık pozisyonunun arttığı ve kur riskinin firmalar için önemini koruduğu görülmektedir.** Küresel krizden sonra azalmaya başlayan reel sektörün net açık pozisyonu, ekonomideki toparlanmayla birlikte artmaya başlamıştır. 2009 yılında bir önceki yıla göre % 2,5 azalan yabancı para açık pozisyonu, 2011 yılı Şubat ayında % 28,6 artarak 100,1 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2011 yılı Şubat ayında yabancı para varlıkların yükümlülükleri karşılama oranı ise 2010 yılı son çeyreğinden itibaren 1,6 puan azalarak % 47'ye gerilemiştir.

**Hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri ile konut kredilerinin payı artmaya devam ederken, taşıt kredilerinin payı sınırlı bir artış, kredi kartlarının payı ise düşüş göstermiştir.** Hane halkı yükümlülüklerinin gelişimi türlerine göre incelendiğinde, 2011 yılı Mart ayı itibarıyla 2009 yılı sonuna göre ihtiyaç kredileri % 53, konut kredileri % 42, taşıt kredileri % 43,6, kredi kartları ise % 18,4 artış göstermektedir. Bu gelişmeler sonucunda hane halkı yükümlülükleri içinde ihtiyaç kredileri, konut kredileri ve taşıt kredilerinin payı artarken, kredi kartının payı gerilemiştir. 2010 ve 2011 yıllarında kredi kartı bakiyeleri artışını sürdürmekle birlikte, faize tabi bakiyelerin toplam kredi kartı bakiyelerine oranı 2009 yılı sonuna kıyasla gerilemiştir.

### 4.3. Piyasalarda Son Durum

**2011 Ağustos ayı başı itibarıyla,** piyasalarda, ABD ekonomisinin ikinci dibe girebileceğine ilişkin endişelerle TCMB'den gelen sürpriz kararlar etkili olmuştur. Bunlarla birlikte, İtalya ve İspanya'nın 10 yıllık tahvillerinin Alman tahvilleri ile arasındaki getiri farkının açılması, borç krizinin önümüzdeki dönemde bu ülkelerde daha sert hissedileceği yönündeki endişeleri güçlendirmektedir.

<sup>3</sup> Maliye Bakanlığı, Makro Ekonomik Görünüm Raporu, Nisan 2011

En önemli gelişmelerden birisi, kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin ABD'nin kredi notunu düşürmesi olmuştur. S&P ABD'nin "AAA" olan kredi notunun "AA+"ya düşürüldüğünü, kredi notu görünümünün ise negatif izlemeye alındığını açıklamıştır.

Gelişmiş ekonomilerde ve Çin'de son dönemde büyümede görülen yavaşlama Ağustos'ta yeniden belirsizlik dalgasını, dolayısıyla uluslararası piyasalardaki dalgalanmayı güçlendirmiş durumdadır. Avrupa'da yaşanan borç sorunlarına ABD kaynaklı endişelerin de eklenmesi, politika çözümlerinde geç kalınması ve yeterli adım atılmamasının Amerika'nın not düşüşüne neden olması, G7 ve G20 ülkelerinde politika yapımcıları yeniden koordineli bir çare arayışına itmiş gibi görünmektedir.

Temel olarak bakıldığında yılın ikinci yarısında Amerikan ekonomisinin daha iyi bir performans göstermesi olasılığı hala güçlü olmakla beraber, bunun için piyasalardaki satış ve panik havasının kontrol altına alınması gerektiği belirtilmektedir. G7 veya G20'den gelecek açıklamaların bu nedenle önemli olması beklenmektedir.

Yurtiçinde, yaşanan gelişmeler üzerine TCMB, gelişmiş ülkelerdeki sorunların artması ve yurtiçinde iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın beklenenden daha sert olması halinde para politikası araçlarının genişletici yönde kullanılabileceğinin sinyalini vermiştir. TCMB, küresel ekonomiye ilişkin giderek artan sorunların yurtiçi iktisadi faaliyet üzerinde "durgunluğa yol açma riskini" azaltmak amacıyla politika faiz oranını beklenmedik bir şekilde 50 baz puan indirerek %5,75 düzeyine çektiğini açıklamıştır. Ayrıca, kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla gecelik borçlanma faiz oranını %1,50 seviyesinden %5 düzeyine yükselttiğini duyurmuştur. Bunun yanında, 5 Ağustos'tan itibaren gerek gördüğü günlerde piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla döviz satım ihalelerine başlayacağını açıklamış, taraftan yabancı para cinsinden zorunlu karşılık oranlarında da tüm vadeler için 0,5 puan indirim yapmıştır.

Enflasyon verileri beklentilere kıyasla daha olumlu bir seyir izlemektedir. Temmuz 2011'de bir önceki aya göre TÜFE %0,41, ÜFE %0,03 gerilemiştir. Piyasanın aylık enflasyon beklentisi TÜFE'nin %0,07 düşeceği, ÜFE'nin ise %0,80 artacağı yönünde iken, TÜFE, aylık bazda Haziran 2011'de kaydettiği hızlı düşüşün ardından Temmuz 2011'de gerilemiş, yıllık artış ise hafif yükseliş kaydederek %6,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllık ÜFE artışı da benzer bir seyir izleyerek %10,3'e yükselmiştir. Temmuz 2011 itibarıyla TÜFE'deki gerilemenin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde, giyim ve ayakkabı ile gıda ve alkolsüz içecekler grubundaki fiyat gelişmeleri etkili olmuştur.

Bu ortamda bir süredir Türkiye'de sinyalini aldığımız büyümeye odaklı para politikası tercihinin ise Ağustos ayında TL'nin değerine istikrar kazandırma arayışı sırasında sürpriz bir faiz indiriminin eşlik etmesiyle yeni bir boyut kazanmıştır. Bu gelişme bize mevcut para politikasını enflasyon hedeflemesi çerçevesinde değerlendirmenin, diğer bir deyişle mevcut beklentilerle hedefler arasındaki farkı dikkate alarak temkinli bir duruş beklemenin yanıltıcı olduğunu göstermiştir. Önümüzdeki döneme dair görünüm değerlendirilirken, bunun dikkate alınması faydalı olacaktır.

Ülkelerin çok uzun süre yüksek cari açıkla yaşayamayacağı, çünkü yüksek cari açığın o ülkede döviz arzı eksikliği yaratacağı, bu da zaman içinde o ülkenin para biriminin değer kaybetmesine, dolayısıyla cari dengeye ulaşılmasına neden olacağı hipotezi, bu resme cari açığın finansmanını yani sermaye hareketlerini de eklediğinde ve sermaye hareketlerinin cari açıktan daha güçlü olduğu zamanlarda bu tezi çürütmektedir. Bugün Türkiye'de izlenen para politikasının özünü de bu oluşturmaktadır. Yüksek cari açığı olan bir ülkede sermaye girişi güçlü kalmaya devam ediyorsa faizleri yükselterek ekonomiyi soğutmak bir çözüm olmaktan çok sorunu büyütebilir. Çünkü yüksek faiz dünyanın içinde bulunduğu konjonktür itibarıyla ülkeye sermaye girişini (daha çok da portföy yatırımları girişini) güçlendirebilecek, bu da para biriminde gereken düzeltmeyi geciktirecek (aksine değerlendirilmeyi güçlendirebilecek) Ve cari açık sorununu daha da büyütebilecektir.

2009 krizine yüksek faiz ortamında giren TCMB'nin küresel belirsizlikleri dikkate alarak olası bir sermaye hareketi oynaklığına karşı benzer bir durumda kalmak istemediği açıkça görülmektedir. 2010 sonundan bu yana uygulanan para politikasının sermaye hareketlerinde bir kırılganlık yaratmamış olması da (ki bunu da Türkiye ekonomisinin yapısal güçlü tarafları ve genel olarak

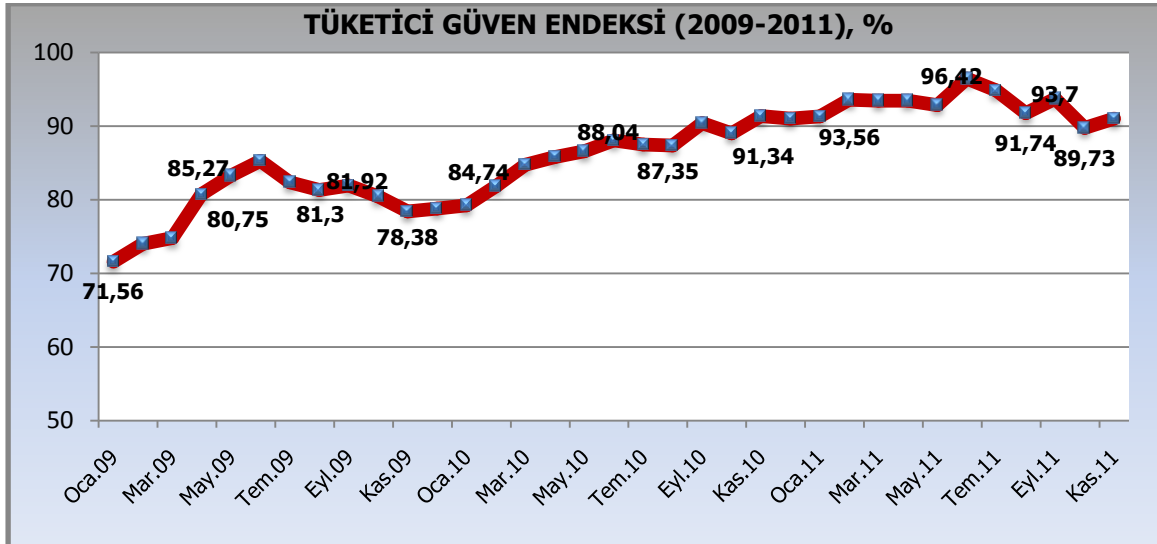
gelişmekte olan ülkelere olan ilgi ile açıklamak mümkün) bu duruşu desteklemektedir. Burada alınan en temel riskin ise kura istikrar kazandırmak ve enflasyon görünümüne ilişkin olduğu düşünülmektedir. Bu ortamda rezervlerin kullanılıyor olması kredi derecelendirme kuruluşlarından gelebilecek negatif bir tepki olasılığını arttırmış olsa da, buna kısa vadeli borç stokunun düşüşünün (özellikle bankaların) eşlik edebileceği ve görünümü rahatlatılabileceği düşünülmektedir. Temel güven unsurunun ise, enflasyonun baz etkisinin desteğiyle gerilemesi, önümüzdeki iki ayda verilerin ekonomideki yavaşlamayı teyit etmesi ve maliye politikasında beklenen sıkılaştırmanın açıklanmasının olacağı düşünülmektedir.

#### 4.4. Sektörel Görünüm

##### 4.4.1. Perakende Piyasası;

###### - **Tüketici Güven Endeksi;**

2011 yılının ilk iki çeyrek döneminde tüketicinin satın alma eğilimleri kuvvetli seyretmiştir. Ekonomideki soğutma önlemlerine rağmen 2011 yılının birinci ve ikinci çeyreklerinde tüketicilerin satın alma eğilimleri hızlı ekonomik büyüme yaşanan 2010 yılı genelinin üzerinde gerçekleşmiştir. Fakat küresel ekonomideki belirsizliklerin etkisiyle yerel para biriminin USD ve AVRO karşısında %25 -%30 bandında değer kaybettiği ve bunun da endekste düşüşe neden olduğu gözlemlenmiştir. Endeks Kasım 2011 itibarıyla tekrar %91'e gerilemiştir.

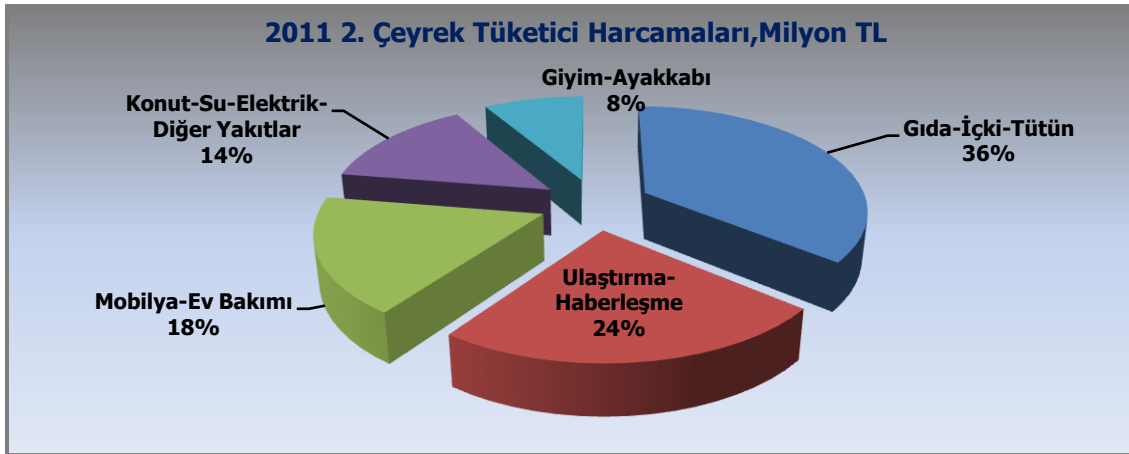


**Kaynak: TÜİK**

2009-2011 inceleme döneminde birkaç ay hariç endekste yetersiz de olsa bir artış trendinden bahsetmek mümkündür. Nisan 2008'den beri 80'li değerlerin altında seyretmeye başlayan endeks değerinin, 2009 yılı Nisan ayından itibaren tekrar 80'lerin üzerinde değerler almaya başladığı, son iki yıldan bu yana ise kriz öncesi seviyelere ulaştığı görülmektedir. 2009-2010-2011 yıllarının tüm aylarında tüketici güven endeksinde endeks sayısının 100'ün altındaki değerlerde kalması, tüketici güvenindeki kötümser durumu göstermektedir.

###### - **Türkiye Hanehalkı Tüketim Harcamaları;**

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) 2011 Yılı 2. Dönem Gayri Safi Yurtiçi Hasıla verilerine göre, yerleşik ve yerleşik olmayan hane halklarının **yurtiçi tüketimi harcamaları** yılın ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,5 artışla 19 milyar 961 milyon TL'ye yükselirken, bunun 5 milyar 332 milyon TL'lik en büyük bölümünü gıda, içki ve tütün harcamaları oluşturmuştur.

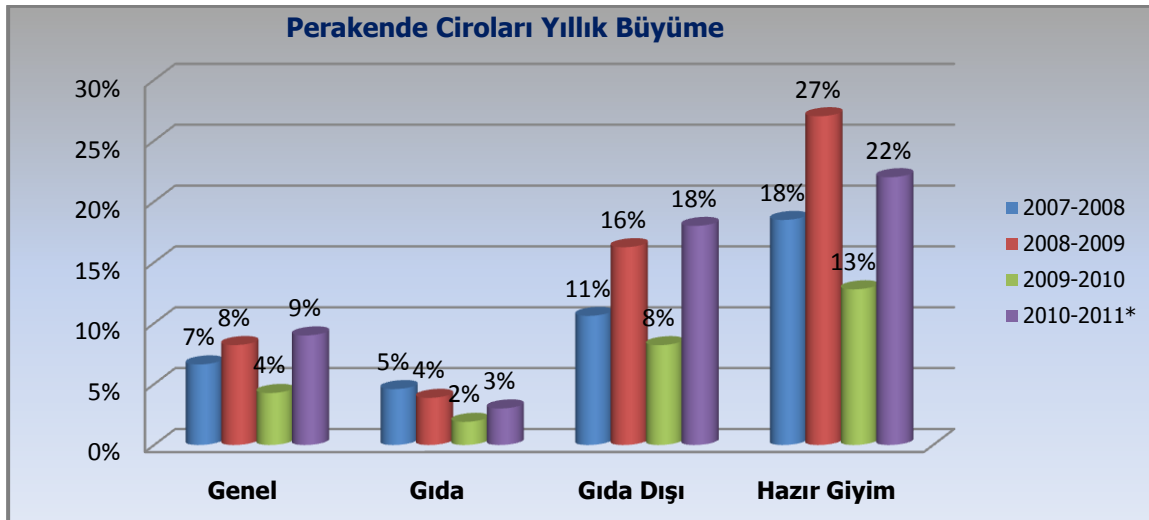


**Kaynak: TÜİK**

2011 yılının ikinci çeyreğinde ulaştırma ve haberleşme için 3 milyar 573 milyon TL; mobilya, ev aletleri ve ev bakımı için 2 milyar 617 milyon TL, konut, su, elektrik, gaz ve diğer yakıtlar için 2 milyar 64 milyon TL, giyim ve ayakkabı için 1 milyar 272 milyon TL harcama yapıldığı kaydedilmiştir. Tüketicilerin yılın ikinci çeyreğinde yaptığı sağlık harcamaları 1 milyar TL'yi aşarken, eğitime 156 milyon TL, eğlence ve kültüre 897 milyon TL, lokanta ve otellere ise 710 milyon TL olmuştur.

**- Perakende Ciroları;**

Tüketici algısındaki olumlu değişimin etkisi ile perakende cirolarında artış gözlenmektedir. AMPD verilerine göre; Kasım 2011'de aylık %7 düşüş göstermesine rağmen, 2011'in ilk 11 ayında, 2010 ilk 11 ayına göre %9 **büyüme ile önemli bir ivme yakalamıştır.**



**Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Derneği (AMPD)**

\*2011 yılı 11 ayına ilişkin değişimi ifade etmektedir.

**2011 Kasım ayında, Ekim ayındaki mevsimsel yükselişten sonra cirolar normal seyrine dönmüştür. Yılın ilk 11 ayındaki büyüme, yılsonu büyüme oranlarının 2010'un üzerinde olacağına işaret etmektedir.**

**- Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi;**

<b>Alışveriş Merkezleri Perakende Endeksi 2005=100</b>			
<b>DÖNEMLER</b>	<b>TOPLAM CİRO ENDEKSİ</b>	<b>KİRALANABİLİR ALAN M2 ENDEKSİ</b>	<b>M<sup>2</sup> BAŞINA CİRO ENDEKSİ</b>
2009 Q2	133	176	97
2009 Q3	155	183	109
2009 Q4	168	192	116

2010 Q1	127	195	90
2010 Q2	142	203	96
2010 Q3	153	205	101
2010 Q4	151	218	99
2011 Q1	141	221	92
2011 Q2	151	236	95
2011 Q3	137	242	91
2011 Q4*	152	244	98

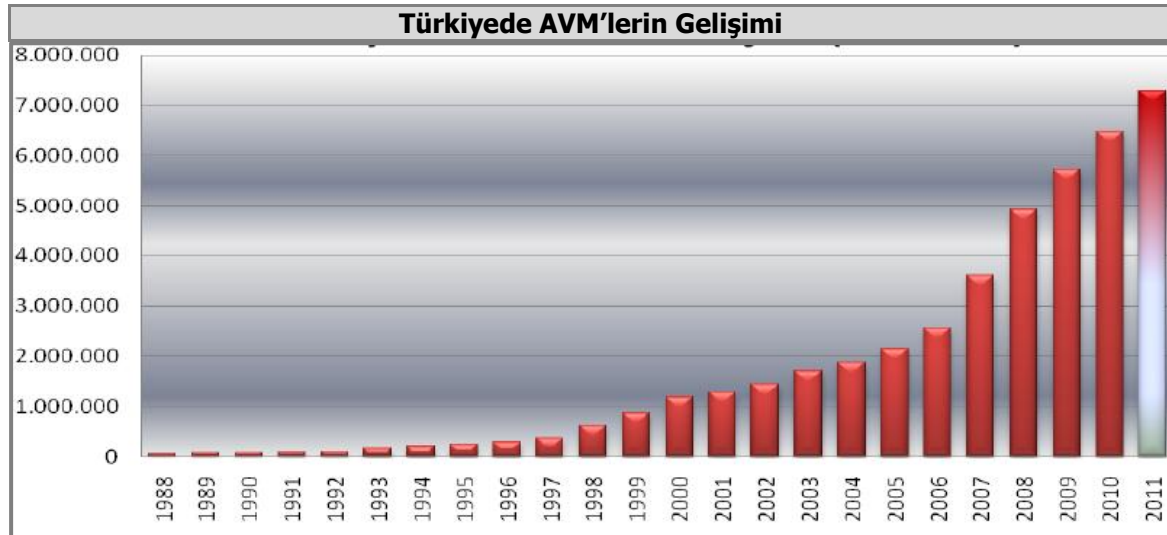
KAYNAK: AMPD

\*12 Aralık

2011 yılı ilk çeyreğinde AVM ciroları geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 11,9 artmıştır. 2010 yılının son çeyreğine göre ise mevsimsellik etkisi ile gerilemiştir. Kiralanabilir alan endeksi yılın ilk çeyreğinde yüzde 1,4 oranında genişleme göstermiştir. M<sup>2</sup> başına ciro endeksi ise mevsimsellik etkisi ile bir önceki çeyreğe göre gerilemişken, geçen yılın aynı çeyrek dönemine kıyasla yüzde 2 artış göstermiştir. **2011 yılının ikinci çeyrek döneminde ise AVM ciroları geçen yılın aynı dönemine göre %6,3 oranında artmıştır. Kiralanabilir alan endeksi de yılın ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %6,8 oranında artış göstermiştir. M<sup>2</sup> başına ciro endeksi ise 95 ile geçen yılın aynı dönemine göre 1 puan gerilemiştir. 2011 yılı üçüncü çeyrek döneminde mevsimsellik etkisi ile Eylül ayı sonunda toplam ciro endeksi 137 ile yılın en düşük seviyesine inmiştir. Kiralanabilir alan m<sup>2</sup> endeksinde ise artış devam etmektedir. M<sup>2</sup> başına ciro endeksi de bu gelişmelere bağlı olarak üçüncü çeyrek son ayı itibari ile 91 puanla yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Yine mevsimsellik etkisi ile Ekim ayında ise hem toplam cirolarda hem de m<sup>2</sup> başına ciro endeksinde kuvvetli bir toparlanma görülmektedir.**

#### - Türkiye AVM Piyasası;

İlk modern alışveriş merkezi olan **Galeria İstanbul Ataköy'de 1988 yılında**, açılmıştır. Bunu sırasıyla, Karum(1991), Carrefour(1991), Akmerkez(1993), Capitol(1993), Carousel(1995), Kipa(1995), Migros(1998), Profilo(1998) takip etmiştir. Alışveriş tutkusu Anadolu'ya yayıldığında ilk adımı ise Konya'da Adesa(1993) atmıştır. Organize Perakendecilik bu dönemden sonra bir patlama yapmıştır. Bu dikkat çekici büyümede hayat tarzlarındaki değişim, tüketici kredisi ve kredi kartının yaygınlaşması, otomobil sayısının artması ve kadınların çalışma hayatına katılması gibi çok değişik faktör rol oynamıştır.



Kaynak: Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği (AYD)

Ekonomide hızlı büyüme ve perakende sektöründeki gelişmeye bağlı olarak AVM yatırımları yılın üçüncü çeyrek döneminde de canlı kalmayı sürdürmüştür. Yerli ve yabancı yatırımcıların İstanbul ve diğer illerde AVM yatırımları ve yeni proje girişimleri artmaktadır. Perakende sektöründeki gelişme, yabancı markaların da Türkiye'ye ilgisini arttırmakta ve girişini hızlandırmaktadır. Büyük şehirlerin yanı sıra diğer şehirlerde de ilave AVM yatırımları başlanmakta ve planlanmaktadır.

Satın alma gücündeki genişleme ve yeni orta sınıfın tüketici tercihleriyle birlikte diğer illerde de AVM yatırımlarının genişlemesi organize perakendenin payının artmasına destek olmaktadır.

2011 yılında açılan yeni AVM yatırımlarına ek olarak yaklaşık 2.0 milyon m2 kiralanabilir alana sahip AVM inşaatı devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde birincil kiralarda bir değişiklik olmamıştır. Ancak döviz kurlarındaki artış nedeniyle AVM yatırımcıları ile perakendeciler arasında kira tartışmaları yaşanmaktadır. Döviz kurlarındaki artış nedeni ile döviz cinsi kiralarda artış beklenmemektedir.

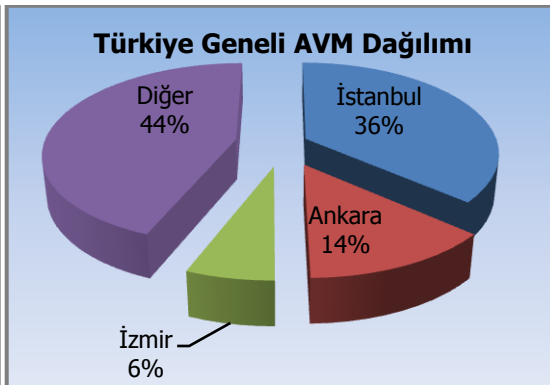
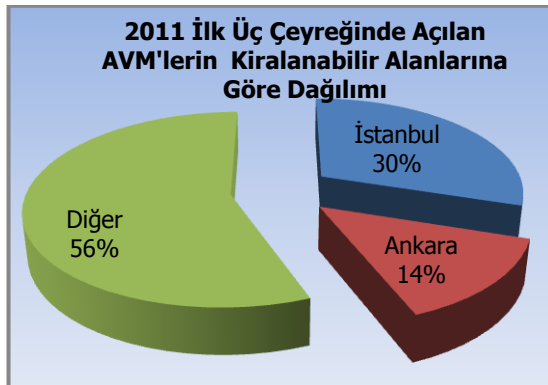
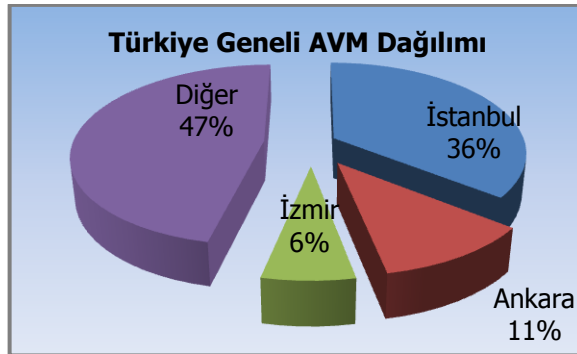
Türkiye Genelinde Alışveriş Merkezleri				
DÖNEMLER	AÇILAN AVM SAYISI	AÇILAN AVM KİRALANABİLİR ALAN M <sup>2</sup>	TOPLAM AVM SAYISI	TOPLAM KİRALANABİLİR ALAN M <sup>2</sup>
2009 Q1	5	55.700	194	4.458.258
2009 Q2	5	129.000	199	4.587.258
2009 Q3	7	251.000	206	4.852.758*
2009 Q4	7	368.700	213	5.221.458
2010 Q1	3	122.000	216	5.343.458
2010 Q2	7	148.280	223	5.491.738
2010 Q3	6	174.000	226	5.665.738
2010 Q4	7	250.000	261	6.285.271
2011 Q1	6	236.900	267	6.522.171
2011 Q2	11	350.725	278	6.872.896
2011 Q3	8	281.880	286	7.154.776
2011 Q4*	6	178.640	292	7.333.416

KAYNAK: TÜİK-AYD

\*12 Aralık

GYODER'den yapılan açıklamaya göre, Türkiye genelinde 2011 yılının üçüncü ve dördüncü çeyrek dönemlerinde yeni AVM açılışları devam etmiştir. Üçüncü çeyrekte 8 yeni AVM, 12 Aralık itibari ile dördüncü çeyrekte ise 6 yeni AVM açılmıştır. Üçüncü ve dördüncü çeyrekte açılan AVM'ler ile toplam AVM sayısı 292'ye, toplam kiralanabilir alan ise 7.33 milyon m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır.

İllere göre bakıldığında İstanbul 104 aktif alışveriş merkezi ile ilk sırada yer alırken, Ankara 33, İzmir 19 alışveriş merkezi ile İstanbul'u takip etmektedir.



KAYNAK: AYD

**Türkiye’de henüz 81 ilin 48’inde AVM bulunmaktadır.** Isparta, Artvin ve Hatay illerinde 2010 yılında ilk AVM’ler açılmışken, Mardin Kızıltepe, Siirt ve Kırıkkale illerinde ise yakında açılacak AVM’ler yatırımların küçük şehirlere doğru kaydığının bir göstergesidir. Adapazarı, **Bursa**, Düzce, Adana, Edirne, Antakya, Balıkesir, Antalya ve Diyarbakır AVM’lerin yeni adresleri olarak ortaya çıkmaktadır. 2013’te AVM yatırım potansiyeli taşıyan illerin arasında Kilis, Sinop, Kars, Iğdır, Kahramanmaraş ve Afyon yer alırken, Mersin, Sakarya, Nevşehir, Gaziantep ve Van doygunluğu devam edecek iller olarak sıralanmaktadır.

**Türkiye’de, 2011 sonu itibariyle 1000 kişi başına 103 m<sup>2</sup>’lik kiralanabilir alan ile birçok Avrupa ülkesinin gerisinde kalmaktadır.** Fransa’da bu sayı her 1000 kişiye yaklaşık 252,9 m<sup>2</sup> iken İngiltere’de 258 m<sup>2</sup>, Almanya’da ise 153,6 m<sup>2</sup>’dir. **Ankara ve İstanbul sırasıyla 236 m<sup>2</sup> ve 232 m<sup>2</sup> ile, 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan bazında, en yoğun pazarlar olarak öne çıkmaktadır.** İstanbul ve Ankara’yı Karabük, Bolu, Trabzon ve Bursa takip etmektedir. Bolu, Karabük ve Trabzon gibi ikincil şehirlerde yüksek perakende yoğunluğunun arkasındaki temel sebep, pazarın gelişmişliği değil, şehir nüfuslarının azlığıdır. Bu nedenle, ikincil şehirlerin perakende yoğunlukları ile öne çıkmaları sıkça görülen bir durumdur ve bazen ikincil şehirlerde orta ölçekli bir alışveriş merkezinin açılışı, o şehrin 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alanını iki katına çıkartabilmektedir. İnşaat halindeki projelerin tamamlanmasıyla, 2013 sonunda İstanbul’un perakende yoğunluğunun 257,-m<sup>2</sup>’ye ulaşarak, Ankara’yı geride bırakması ve tekrar en yoğun şehir haline gelmesi beklenmektedir.

1.000 Kişi Başına Düşen TKA, 2011		
Şehir	2010 Q4	2011 Q4
Ankara	207 m <sup>2</sup>	236 m <sup>2</sup>
İstanbul	210 m <sup>2</sup>	232 m <sup>2</sup>
Karabük	65 m <sup>2</sup>	179 m <sup>2</sup>
Bolu	25 m <sup>2</sup>	148 m <sup>2</sup>
Trabzon	142 m <sup>2</sup>	143 m <sup>2</sup>
Bursa	134 m <sup>2</sup>	143 m <sup>2</sup>
Tekirdağ	139 m <sup>2</sup>	139 m <sup>2</sup>
Denizli	119 m <sup>2</sup>	130 m <sup>2</sup>
<b>Türkiye</b>	<b>90 m<sup>2</sup></b>	<b>103 m<sup>2</sup></b>

KAYNAK: Jones Lang LaSalle

- **Bursa AVM Piyasası**

Bursa’da alışveriş merkezi oluşumu ilk olarak kent merkezindeki Zafer Plaza ile başlamıştır ve en son olarak 2010 yılında açılan Anatolium Alışveriş Merkezi ile de bu oluşum devam etmektedir. Bursa’da bulunan ve değerlendirme konusu taşınmaza emsal teşkil edecek olan bazı alışveriş merkezlerinin konumu, açılış tarihi ve kiralanabilir alanı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

PROJE ADI	KONUMU	AÇILIŞ TARİHİ	KİRALANABİLİR ALAN, m <sup>2</sup>	MAĞAZA KİRA BEDELİ, ABD \$/m <sup>2</sup>	YEME-İÇME ALANLARI KİRA BEDELİ, ABD \$/m <sup>2</sup>
<b>CARREFOUR BURSA</b>	Nilüfer	Eylül,2001	38.758	40-50	60-90
<b>KORUPARK</b>	Mudanya Yolu	Ağustos,2007	74.580	65-70	70-85
<b>AS MERKEZ</b>	Yalova Yolu	Aralık,2000	44.500	20-40	40-45
<b>NİLPARK</b>	Nilüfer	2009	22.000	55-65	55-70

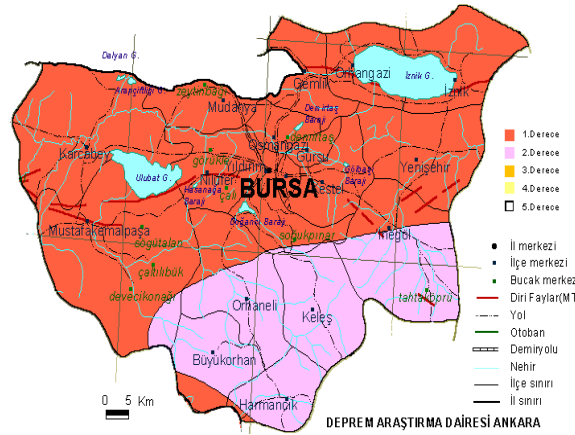
#### 4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler<sup>4</sup>,

**BURSA;** Marmara Bölgesi'nin Güney Marmara bölümünde yer almakta olup, Türkiye'nin 4'üncü büyük kentidir. Bursa ili kuzeyinde Marmara Denizi ve Yalova, kuzeydoğuda Kocaeli ve Sakarya, doğuda Bilecik, güneyde Kütahya ve Balıkesir illeri ile çevrilidir. Şehir, Uludağ'ın yamaçları boyunca kurulmuş ve gelişmiştir.

Bursa iklimi Akdeniz ile Karadeniz arasında bir geçiş niteliği göstermektedir. Kışların çok sert geçmediği ilde yaz dönemlerinde şiddetli bir kuraklık görülmemektedir.

Bursa ilinin kent merkezi, Türkiye'nin büyük metropol kentlerinden ve en çok nüfusa sahip 4. şehridir. Ekonomik açıdan Türkiye'nin gelişmiş kentlerinden biri olan Bursa doğal ve tarihsel zenginlikleriyle de önem taşır. Ayrıca Bursa Marmara bölgesinin İstanbul'dan sonra gelen ikinci büyük şehridir. Türkiye'nin en önemli sanayi kentlerindedir. Şehir, İstanbul'dan sonra en büyük ikinci ihracatı gerçekleştirmektedir.

**Osmangazi;** Nilüfer, Yıldırım, Mudanya, Gemlik, Kestel, Gürsu ile beraber Bursa (merkez)'yı oluşturan 7 ilçeden biridir. Ayrıca Türkiye'nin nüfus bakımından en büyük 3'üncü ilçesidir. Osmangazi, Uludağ'ın eteklerinde, doğuda Gökdere Vadisi'yle başlar; batıda Nilüfer Deresi ve Yeni Mudanya Yolu, kuzeyde Katırlı Dağları, Nilüfer Çayı ve Bursa Ovası'nı içine alan topraklara



sınır oluşturan bölgeyi kapsar. 1165,2 kilometrekarelik bir alana yayılmıştır. İlçenin denizden yüksekliği ortalama 150 metredir. İzmir, İstanbul, Eskişehir yollarının kesiştiği kavşak noktasında bulunan Osmangazi, Mudanya Limanı'na 31,-km, Yalova'ya 74,-km, Gemlik'e 30,-km uzaklıktadır. 109 mahalleden oluşmaktadır.

Bursa İli Deprem Haritasına göre; Osmangazi İlçesi 1'inci derece deprem bölgesinde kalmaktadır.

2010 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre Osmangazi İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

	İl/ilçe merkezleri			Belde/köyler			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
<b>Osmangazi</b>	<b>764.944</b>	<b>381.748</b>	<b>383.196</b>	<b>13.582</b>	<b>6.754</b>	<b>6.828</b>	<b>778.526</b>	<b>388.502</b>	<b>390.024</b>
Bursa	2.308.574	1.153.373	1.155.201	296.921	146.910	150.011	2.605.495	1.300.283	1.305.212

<sup>4</sup> Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

## 5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

### 5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler

#### 5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,

Değerleme konusu gayrimenkul, Bursa İli, Osmangazi ilçesi, Şehreküstü Mahallesi, Cemal Nadir Caddesi, No:181 Osmangazi / BURSA açık adresinde; tapuda, Bursa İli, Osmangazi ilçesi, Şehreküstü Mahallesi, 6002 ada, 6 parsel numarasında kayıtlı, 187 bağımsız bölümden oluşan "Zafer Plaza AVM"nin Müşteri Şirket hissesine düşen kısmıdır.



(EK: 1: Gayrimenkule Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu ana taşınmaz, Bursa İli'nin en eski alışveriş merkezlerinden biri olup, merkezi işlev alanlarının yoğun olduğu bir bölgede yer almaktadır. Cemal Nadir Caddesi üzerinde ulaşımı kolay bir lokasyonda yer almakla beraber, bölgenin ticari hareketliliği sayesinde müşteri potansiyeli yüksek bir noktadadır. Yakın çevresinde kapalı çarşı ile tüm banka şubelerinin bulunduğu bir cadde yer almaktadır. Ayrıca, şehrin en önemli kutsal yapılarından Ulucami'ye 5 dakika mesafede olup Devlet Hastanesi ve Devlet Tiyatrosu'na da yakın konumlanmıştır.

#### 5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu Zafer Plaza AVM, 14.04.1999 tarihinde ayrı inşaat nizamında, betonarme karkas (Kafes sistemi ile) olarak ve sonrasında 21.04.2009 tarihinde çelik konstrüksiyon olarak ilave inşaatı tamamlanmış olup iskanı alınmıştır. 1999 yılında açılmış olan AVM, yapı kullanma izin belgesine göre **57.122,-m<sup>2</sup>** kapalı alanlıdır. A, B, C ve D olmak üzere 4 adet bloktan oluşmaktadır. Taşınmaz 6 Bodrum+Zemin+3 Normal Katlıdır<sup>5</sup>. Zemin ve Normal katlar çarşı

<sup>5</sup> Her bir blok için kat sayıları kot farkından dolayı değişmektedir. Mimari projede 209,20metre (Cumhuriyet Caddesi) yol kotu olarak alınmıştır.

katıdır. Blokların yer altında yer alan 3 çarşı katı ve 3 otopark katı olmak üzere toplam 6 katı mevcuttur. A Blok ile B Blok arasından Cumhuriyet Caddesi geçmektedir. Cumhuriyet caddesi ile B blok arasında Zafer Meydanı yer almaktadır.

9.622,33-m<sup>2</sup> arsa alanı üzerinde konumlanmış olan Zafer Plaza AVM, 01.02.2000 tarih 9/30 no.lu tadilli yapı kullanma izin belgesine göre toplam 54.773 m<sup>2</sup> kapalı alanlıdır. İlgili Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne göre Zafer Plaza AVM'nin alanlarının dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Mağaza	119 Adet	18.679,-m <sup>2</sup>
Depo	31 Adet	3.761,-m <sup>2</sup>
Sinema	4 Adet	452,-m <sup>2</sup>
İtfaiye (B.H.A)	1 Adet	1.148,-m <sup>2</sup>
Büro	1 Adet	241,-m <sup>2</sup>
Özel Otopark ve Ortak Alanlar	-	30.492,-m <sup>2</sup>
<b>Toplam Alan, m<sup>2</sup></b>	<b>156 Adet</b>	<b>54.773,-m<sup>2</sup></b>

Toplam kapalı alanının, bağımsız bölüm sayısının ve niteliklerinin değiştiği ve toplamda 57.122,-m<sup>2</sup> kapalı alana ulaştığı, 21.04.2009 tarih 82 no.lu kısmi kullanma izni niteliğindeki Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne göre Zafer Plaza AVM'nin alanlarının dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Mağaza	107 Adet	20.598,-m <sup>2</sup>
Yeme İçme (6 Büfe)	27 Adet	2.377,-m <sup>2</sup>
Depo	46 Adet	1.647,-m <sup>2</sup>
Sinema	5 Adet	527,-m <sup>2</sup>
İtfaiye (B.H.A)	1 Adet	1.148,-m <sup>2</sup>
Özel Otopark	1 Adet	246,-m <sup>2</sup>
Ortak Alanlar	-	30.579,-m <sup>2</sup>
<b>Toplam Alan, m<sup>2</sup></b>	<b>187 Adet</b>	<b>57.122,-m<sup>2</sup></b>

Son alınan yapı kullanma izin belgesi ile toplam kapalı alan 2.349,-m<sup>2</sup> artmıştır. Mevcutta ise 21.04.2009 tarih 82 no.lu iskan belgesinden farklı olarak 6 adet sinema salonu bulunmaktadır.

### **İç Mekan Özellikleri;**

Proje kapsamında blokların iç mekan inşaat özellikleri benzerdir. Sirkülasyon alanlarında zeminler granit seramik kaplı, duvarlar saten boyalı, kolon yüzeyleri ahşap, metal ve cam giydirme, tavanları alçıpan asma tavanlıdır. Müşteri WC'lerinde (2. Ve 3. Bodrum katlarda yer almaktadır) yer döşemesi seramik, duvarlar fayans kaplı ve kısmen saten boyalı, tavanlar metal asma tavanlıdır. Hilton lavabolu ve duvara ankastre rezervuarlı konsol klozet taşlıdır. Kapı doğramaları ahşap ve alüminyumdur.

Ortak kullanım alanlarında tavanlarda spot ışıklandırma, havalandırma tünelleri, sprinkler sistem, duman dedektörleri ve ses yayın tesisatı mevcuttur. 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 beton kaplı, duvarları ve tavanları plastik boyalıdır.

Kiralanan hacimler kullanıcı firmaların kendi zevk ve ticari faaliyetlerine uygun şekilde tefriş edilmiştir. Bu hacimlerin tavanlarında havalandırma kanalları ve menfezleri ile yangın sprink sistemi mevcut olup asma tavan imalatı yapılmıştır.

AVM'nin dışı silikon esaslı dış cephe kaplama malzemesi ile kaplanmıştır. Bazı bölümleri derzli tuğladır. Parselin orta kısmında cam granitten ve çelik konstrüksiyon destekli piramit şekli mevcuttur.

C Blok yönetim katında; danışma, halkla ilişkiler, muhasebe, genel müdür odası, yönetim kurulu başkanı odası, toplantı odası ve mutfak bulunmaktadır.

### 5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,

İli	:	Bursa
İlçesi	:	Osmangazi
Mahallesi/Köyü	:	Şehreküstü
Pafta No	:	H22D07A1C
Ada No	:	6002
Parsel No	:	6
Yüzölçümü,m <sup>2</sup>	:	9.622,33
Niteliği	:	Yol seviyesi altında altı yol seviyesi üstünde dört toplam on katlı betonarme dükkan depo sinema büro itfaiye (B.H.A) O.P ve ortak alan
Cilt No. / Sahife No.	:	1/10
Edinme Tarihi ve Yevmiye No.	:	24.03.2009/4623
Malik	:	<b>Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.</b>
Hisse	:	<b>8302187/11488932</b>

*\*\*Zafer Plaza AVM en büyük 8302187/11488932, en küçük 78/7659288 hisse payına sahip olmak üzere toplam 99 hissedardır. (Hissedarlara ait ayrıntılı liste Ek:3'te verilen takyidat dökümünde yer almaktadır.) (EK: 2: Gayrimenkule Ait Tapu Belgesi)*

Değerleme konusu gayrimenkul, tapu belgesi ve takyidat bilgisinde de görüldüğü üzere paylı mülkiyetlidir. Paylı Mülkiyetli gayrimenkullerin alım satım işlemlerinde, pay sahiplerinin önalım hakkı vardır. Önalım hakkı ile ilgili bilgiler, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nun aşağıda belirtilen maddelerinde detaylı olarak verilmiştir.

#### a. Önalım hakkı sahibi

**Madde 732.-** Paylı mülkiyette bir paydaşın taşınmaz üzerindeki payını tamamen veya kısmen üçüncü kişiye satması hâlinde, diğer paydaşlar önalım hakkını kullanabilirler.

#### b. Kullanma yasağı, feragat ve hak düşürücü süre

**Madde 733.-** Cebrî artırımla satışlarda önalım hakkı kullanılamaz.

*Önalım hakkından feragatin resmî şekilde yapılması ve tapu kütüğüne şerh verilmesi gerekir. Belirli bir satışta önalım hakkını kullanmaktan vazgeçme, yazılı şekle tâbidir ve satıştan önce veya sonra yapılabilir.*

*Yapılan satış, alıcı veya satıcı tarafından diğer paydaşlara noter aracılığıyla bildirilir. Önalım hakkı, satışın hak sahibine bildirildiği tarihin üzerinden üç ay ve her hâlde satışın üzerinden iki yıl geçmekle düşer.*

#### c. Kullanılması

**Madde 734.-** Önalım hakkı, alıcıya karşı dava açılarak kullanılır.

*Önalım hakkı sahibi, adına payın tesciline karar verilmeden önce, satış bedeli ile alıcıya düşen tapu giderlerini, hâkim tarafından belirlenen süre içinde hâkimin belirleyeceği yere nakden yatırmakla yükümlüdür.*

## 5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi

14.12.2011 tarihi itibari ile Osmangazi Tapu Sicil Müdürlüğü ve Osmangazi Belediyesi'nde yapılan inceleme ve alınan yazılı tapu takyidat bilgileri aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu ana gayrimenkulün bağımsız bölümleri 24.03.2009 tarih ve 4623 yevmiye no. ile 181/957411 pay Ali Canan Ersöz adına kayıtlı iken Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. adına satış işleminden tescil edilmiştir.

### 5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,

Değerleme konusu 6002 ada, 6 numaralı parsel üzerinde yer alan takyidatlar aşağıda verilmiştir.

#### Beyan Bölümü:

- Necla Güner'in Kadıköy 1.Sulh Hukuk Mah. Verilen 16.05.2000 tarih 2000/452-605 esas ve karar sayılı veraset ilamı tapu ve kadastro Bursa Müd. 01.07.2003 gün 831 sayılı yazıları ile aksi sabit olmuştur. (01.07.2003 tarih 1497 sayılı yazısı)

**İrtifak Bölümü:**

- o B:H: Bu parsel aleyhine kamunun lehine E:1293,53 m<sup>2</sup>'lik kısımda geçit hakkı vardır. Tar: 12.11.1998 Yev: 7480 (Başlama tarihi: 12.11.1998, Bitiş tarihi: 12.11.1998 – Süre: -)

(EK: 3: Gayrimenkule Ait Takyidat Belgesi)

**5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri**

Rapor konusu 6002 ada, 6 numaralı parsel, 20.01.2004 onay tarihli, 1/1000 ölçekli Şehreküstü Mahallesi Koruma Amaçlı Uygulama İmar Planı'na göre "**Ticaret Alanı**" içerisinde yer almaktadır.

**Plan notlarına göre yapılaşma şartları aşağıdaki şekildedir;**

- İmar parselinin tamamı 'Ticaret Alanı'dır. Gerekli otopark alanı bodrum katlarda düzenlenecektir. Büyükşehir Belediyesi'nce onaylanacak uygulama projesi ve B.K.T.V.K.K'nca onaylanacak gabari ve silüete göre uygulama yapılacaktır.
- İmar parseli sınırları içinde tabii zemin kotunda kamuya ait yol kullanımı için belediye lehine irtifak hakkı tesis edilecektir. Yol kotu altında ticaret kullanımında bağımsız bölümler oluşturulabilir.
- İmar parselinin birden fazla sayıda oluşması durumunda, parseller arasında geçiş sağlanmak üzere irtifak hakkı düzenlenmelidir.
- Trafo alanı bodrum katlarda düzenlenecektir.

**Yapı Ruhsatı:** 23.03.2009 tarih, 113 sayılı "Mağaza, Yeme İçme (6 Büfe), Depo, Sinema, İtfaiye(B.H.A), Özel Otopark ve ortak alanlar" ı kapsayan 57.122,-m<sup>2</sup> alan için verilmiş Tadilat Yapı Ruhsatı Mevcuttur.

**Yapı Kullanma İzin Belgesi:** 21.04.2009 tarih, 82 sayılı "Mağaza, Yeme İçme (6 Büfe), Depo, Sinema, İtfaiye(B.H.A), Özel Otopark ve ortak alanlar"ı kapsayan 57.122,-m<sup>2</sup> alan için verilmiş Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcuttur.

(EK : 4 : Gayrimenkule Ait Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesi)

**5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:**

Değerleme konusu gayrimenkule ait yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgesi üzerinde herhangi bir Yapı Denetimi kuruluşu adına rastlanmamıştır.

## 6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

### 6.1. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler

Değerleme konusu gayrimenkul ile ilgili değerlendirme işlemini olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan her hangi bir faktör bulunmamaktadır.

### 6.2. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler

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

### 6.3. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

Raporun 3.5'inci bölümünde, ana hatlarıyla belirtilen analiz ve değerlendirme yöntemlerinden, Rapor'a konu olan gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

**Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Piyasa Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parsel üzerinde yer alan yapıların yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Ayrıca, Piyasa Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

### 6.4. Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti

**Ayrıştırma Metodu** ile değerlendirme konusu gayrimenkullerin **Arsa Değeri** ile **Yapı Değerinin** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkullerin toplam değeri tespit edilmiştir.

- Söz konusu parselin değeri, konu taşınmazın yakın çevresinde bulunan, aynı ya da benzer imar durumlarına sahip olan arsaların Emsal araştırma yöntemi kullanılarak **Piyasa Değeri Yaklaşımı** ile bulunmaktadır.
- **Yapının özellikleri** dikkate alınarak **Maliyet Analizi Yaklaşımı** ile **Yapı Değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi yapılan **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmaktadır.

#### 6.4.1. Piyasa Değeri Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu gayrimenkulün konumu ve imar durumu dikkate alınarak, yakın zamanda alım - satıma konu olmuş / fiili değerlendirme tarihi itibari ile piyasada satılık **arsa emsalleri** araştırılmış olup, yapılan araştırmaların değerlendirmeleri aşağıda sunulmuştur;

- Değerleme konusu gayrimenkulün merkezi işlev alanlarının yoğun olduğu bir bölgede konumlanmış olması,
- Bölgenin en eski yerleşim birimlerinden biri olması,
- Boş arsa arzının kısıtlı olması,

sebepleriyle satılık arsa emsali bulunamamış, ancak yapılan araştırmalar ve emlak pazarlama firmaları ile yapılan görüşmeler neticesinde, daha düşük yapılaşma hakkına ve daha az tercih edilebilecek konumlara sahip arsa bedellerinin 1.500 ila 2.000,-ABD \$ aralığında yer aldığı tespitleri yapılmış olup, 6002 ada, 6 numaralı parselin tercih edilen konumu, yüksek yapılaşma

haklı gibi olumlu faktörler dikkate alınarak **5.000,-ABD \$/m<sup>2</sup>** bedelin **emsal değeri** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu birim değer esas alınarak hesaplanan toplam arsa rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

PİYASA YAKLAŞIMI/PARSEL DEĞERİ	
Arsa Alanı, m <sup>2</sup>	9.622
m <sup>2</sup> Değeri, ABD \$	5.000
<b>Toplam Arsa Değeri, ABD \$</b>	<b>48.111.650</b>
ABD \$/TL	1,9008
<b>Toplam Arsa Değeri, TL</b>	<b>91.450.624</b>
<b>Torunlar Hissesine Düşen Arsa Değeri, TL</b>	<b>66.084.488</b>

**Sonuç olarak, Piyasa Yaklaşımı çerçevesinde;**

- **Parselin toplam değeri 91.450.624,-TL**
- **Parselin Müşteri Şirket hissesi (8.302.187/11.488.932 ) değeri 66.084.488,-TL olarak tespit edilmiştir.**

**6.4.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Maliyet Değerinin Belirlenmesi,**

Değerleme konusu gayrimenkulün, yapı ruhsatında belirtilmiş olan 5-A yapı sınıfı kategorisinde olduğu dikkate alınarak aşağıdaki varsayımlar altında, yeniden yapım maliyeti hesaplanmıştır.

- **AVM Alanı Yapı Maliyeti**, 56 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2011 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Ticarethane ve işyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.398,36 TL/m<sup>2</sup>** esas alınmış, ancak 2011 yılı üçüncü dönem TÜİK tarafından açıklanan, bir önceki yılın son dönemine göre inşaat malzemeleri ve işçilik endeksi artış oranında (%12,76) eskale edilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Belirlenen birim değere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti yapı inşaat maliyetinin **%2** oranında olacağı varsayılmıştır.

<b>Mimari ve Mühendislik Bedeli Oranı</b>	<b>3%</b>
Mimarlık ve Mühendislik giderleri toplam inşaat maliyetinin %3'ü oranında varsayılmıştır.	
<b>Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı</b>	<b>3%</b>
Koordinasyon ve Genel Giderler Oranı, inşaat maliyeti ve Mimari ve Mühendislik Bedelleri toplamının %3'ü oranında varsayılmıştır.	
<b>Diğer Giderler Oranı</b>	<b>3%</b>
Diğer Giderler, toplam maliyetlerin %3'ü oranında varsayılmıştır.	

MALİYET YAKLAŞIMI İLE YAPI MALİYET DEĞERİNİN HESAPLANMASI	
<b>Bina Σ Kapalı Alanı,m<sup>2</sup></b>	<b>57.122,00</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2)</b>	<b>100.389.736</b>
<b>1-AVM İnşaat Maliyeti,TL</b>	<b>98.421.309</b>
• Birim Maliyet,TL	1.576,79
• Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	47,30
• Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti,TL	48,72
• Diğer Maliyetler, TL	50,18
• <b>Giydirilmiş Birim Maliyet, TL</b>	<b>1.723,00</b>
<b>3- Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti,TL</b>	<b>1.968.426</b>
<b>ABD \$/TL</b>	<b>1,9008</b>
<b>Σ İnşaat Maliyeti, ABD \$</b>	<b>52.814.465</b>
<b>Torunlar Hissesine Düşen Yapı Değeri, TL</b>	<b>72.544.111</b>

**Sonuç olarak, Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Zafer Plaza AVM'nin,**

- **Toplam yapım maliyeti 100.389.736,-TL,**
- **Müşteri Şirket hissesi (8.302.187/11.488.932 ) değeri 72.544.111,-TL olarak tespit edilmiştir.**

#### 6.4.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu gayrimenkulün piyasa (emsal) yaklaşımı sonucunda ulaşılan arsa değerine, maliyet yaklaşımı ile hesaplanan yapının bugünkü değeri ilave edilmek suretiyle toplam değerine ulaşılmış olup, aşağıda tablo olarak sunulmuştur;

Ayrıştırma Yöntemi	
Arsa Değeri, TL	91.450.624
Yapı Değeri, TL	100.389.736
<b>Gayrimenkulün Toplam Değeri, TL</b>	<b>191.840.360</b>
<b>Torunlar GYO Hisse Değeri, TL</b>	<b>138.628.599</b>

Sonuç olarak; **Ayrıştırma(Piyasa/Maliyet) Yöntemi çerçevesinde gayrimenkulün,**

✓ Toplam değeri **191.840.360,-TL**

✓ **Müşteri Hissesi (8.302.187/11.488.932) değeri 138.628.599,-TL**

olarak hesaplanmıştır.

#### 6.5. Gelirlerin Kapitalizasyonu–İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup değerlendirme konusu olan bölgede yapılan emsal araştırmaları sonucunda türetilen kira bedeli esas alınarak hesaplanan değer, Piyasa Yaklaşımı sonucunda bulunan değeri destekleyip desteklemediği test edilmiştir.

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

İskonto Oranı	<b>10,5%</b>
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,2%
Piyasa Risk Primi	2,5%
Sektör Risk Primi	1,8%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2041 vadeli) ABD Doları bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

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

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, bu çalışmada TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, analizlerin ABD Doları bazlı<sup>6</sup> yapılması uygun görülmüştür.

**Değerleme konusu gayrimenkulün gelirlerinden yola çıkılarak hesaplanan İNA Analizine esas teşkil edecek kira gelirlerinin belirlenmesinde 2 farklı gelir esas alınmıştır;**

**A- Emsal Kira Bedellerine Göre:** Değerleme konusu gayrimenkulün konumlandığı bölgede gerçekleştirilen emsal araştırmaları sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

<sup>6</sup> Uluslararası piyasalar paralelinde, ülkemiz gibi dolarize olmuş ekonomilerde İndirgenmiş Nakit Akımı analizine esas alınan yıllık iskonto oranları ve risk primleri dolar bazlı olarak ele alınmaktadır. Analiz, izleyen yıllara ilişkin bedellerin ABD Doları olarak hesaplanmaması sonucu hatalı sonuçlar verebilir. Bu sakıncaların giderilmesi amacıyla, hesaplamalarda ABD Doları'nın esas alınması, işlem günü TL'ye dönülmesi gerekmektedir.

YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ					
Alışveriş Merkezi	Açılış Tarihi	Kapalı Alan, m <sup>2</sup>	Kiralanabilir Alan, m <sup>2</sup>	Mağaza Kira Değeri, ABD\$	Yeme-İçme Alanı Kira Değeri, ABD\$
As Merkez	2000	55.000	44.500	20-35	40-45
Carrefour Bursa AVM	2001	100.000	38.758	40-50	60-70
Nilpark AVM	2007	33.500	18.588	55-65	55-70

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu,

- ✓ **As Merkez AVM**, 2000 yılı, Aralık ayında faaliyete geçmiş olup, toplam 55.000,-m<sup>2</sup> kapalı alanlıdır. Outlet tipi AVM içerisinde 77 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanları bulunmaktadır. **As Merkez AVM’de konumlu mağaza alanlarının 20-35,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 40-45,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedelle kiralanmakta olduğu,**
- ✓ **Carrefour Bursa AVM**; 2001 yılı, Eylül ayında faaliyete geçmiştir. Toplam 100.000,-m<sup>2</sup> kapalı alanlıdır. 108 adet mağaza, 13.355,-m<sup>2</sup> market alanı, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM’de konumlu mağaza alanlarının 40-50,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 60-70,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedelle kiralanmakta olduğu,**
- ✓ **Nilpark AVM**, 38.000,-m<sup>2</sup> kapalı alanlıdır. 2009 yılında faaliyete geçmiştir. Nilpark Alışveriş merkezinde 12.000,-m<sup>2</sup> kiralanabilir mağaza alanı dışında, 10.000,-m<sup>2</sup> kiralanabilir ofis alanı yer almaktadır. **AVM’de konumlu mağaza alanlarının 55-65,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 55-70,-ABD\$/m<sup>2</sup> bedelle kiralanmakta olduğu,**

tespiti yapılmıştır.

- ✓ As Merkez ve Carrefour Bursa sadece AVM projelerine; Nilpark ise hem ofis hem de AVM’nin bir arada olduğu Ofis&AVM projesine örnektir.
- ✓ As Merkez AVM ise emsallerine oranla daha niteliksiz olup orta gelir grubuna hitap etmektedir.

**B- Mevcut Kira Bedelleri:** AVM içerisinde kiralamaya konu olmuş alanların sabit kira bedelleri ile ciro paylarını içeren kira bedellerinin;

- Mağazalar için ortalama 40,-ABD \$
- Anchor alanları için ortalama 17,-ABD \$
- Yeme-İçme alanları için ortalama 50,-ABD \$
- Depo alanları için ise ortalama 4,-ABD \$

olduğu tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca sinema ve stand gelirleri için Müşteri Şirket yetkililerinden öğrenilen 2011 yıllık net kira gelirlerinin;

- Sinema salonları için cironun ~%20 oranında belirlendiği ve 377.000,-TL olduğu,
- Standlar (kiosklar) için 460.452,-TL olduğu

öğrenilmiştir.

**Sonuç Olarak;** Değerleme konusu gayrimenkulün emsal projelere kıyasla daha prestijli oluşu, kolay ulaşımı, yapısal özellikleri gibi değerini pozitif etkileyen kriterler ışığında;

- Mevcut kira kontratları hükümleri (sabit kira bedelleri, ciro payları, artış oranları)
- Piyasa koşulları,
- emsal kira bedelleri

dikkate alınarak, 2012 yılı için mevcut kiralardan sabit kalacağı;

- Mağaza alanları için metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m<sup>2</sup> kira bedeli **40,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları için ortalama m<sup>2</sup> kira bedeli **50,-ABD\$**,
- Depo alanları için ortalama m<sup>2</sup> kira bedeli **4,-ABD\$**,
- Anchor Alanlarının büyük metrajı nedeni ile ortalama m<sup>2</sup> kira bedelinin **17,- ABD\$**,

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

- Sinema ve stand gelirleri için ise 2012 ve devam eden yıllar için %3 oranında artış öngörülmüştür.

Mevcut durum doluluk oranları göz önünde bulundurularak;

- ✓ Mağaza ve Anchor alanları için, 2012 yılı ve devam eden yıllarda %98,
- ✓ Depo ve yeme-içme alanları için, 2012 yılı ve devam eden yıllarda %100,

doluluk öngörülmüştür.

Kira bedelleri her yıl %3 oranında arttırılmış olup, bu varsayımlar doğrultusunda hazırlanmış olan İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

<b>PROJE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ, ABD \$</b>						
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>D.E.D.</b>
<b>Proje Kira Gelirleri</b>						
Mağaza Kira Geliri, ABD\$	6.544.990	6.741.340	6.943.580	7.151.888	7.366.444	7.587.438
Yeme İçme Alanı Kira Geliri	1.426.200	1.468.986	1.513.056	1.558.447	1.605.201	1.653.357
Depo Kira Geliri	79.056	81.428	83.871	86.387	88.978	91.648
Anchor Alanı Kira Geliri	1.336.331	1.376.421	1.417.714	1.460.245	1.504.053	1.549.174
Sinema Geliri	204.288	210.416	216.729	223.231	229.928	236.825
Stand Kira Geliri	249.508	256.994	264.703	272.645	280.824	289.249
<b>Proje Net Nakit Akımı</b>	<b>9.840.374</b>	<b>10.135.585</b>	<b>10.439.652</b>	<b>10.752.842</b>	<b>11.075.427</b>	<b>152.102.535</b>
İskonto Oranı	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105	0,105
İskonto Faktörü	1,1050	1,221	1,349	1,491	1,647	1,820
1 / İskonto Faktörü	0,90	0,82	0,74	0,67	0,61	0,55
<b>Nakit Akımlarının NBD</b>	<b>8.905.316</b>	<b>8.300.882</b>	<b>7.737.474</b>	<b>7.212.306</b>	<b>6.722.783</b>	<b>83.553.141</b>
<b>Nakit Akımlarının Toplam NBD,\$</b>						<b>122.431.903</b>
<b>Yıl Ortası Düzeltme Faktörü</b>						<b>1,0512</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$</b>						<b>136.938.899</b>
<b>Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL</b>						<b>244.631.378</b>
<b>Torunlar GYO Hisse Değeri,TL</b>						<b>176.776.696</b>

Sonuç olarak; **İNA Analizi çerçevesinde gayrimenkulün,**

- ✓ Toplam değeri **244.631.378,-TL**
- ✓ **Müşteri Hissesi (8.302.187/11.488.932) değeri 176.776.696,-TL**

olarak hesaplanmıştır.

## **6.6. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri**

### **6.6.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,**

Değerleme konusu gayrimenkulün mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" kullanılmamıştır.

### **6.6.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,**

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

### **6.6.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,**

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere, gayrimenkul üzerinde kısıtlayıcı herhangi bir takyidat bulunmamaktadır.

**Değerleme konusu gayrimenkul, tapu belgesi ve takyidat bilgisinde de görüldüğü üzere paylı mülkiyetlidir. Paylı Mülkiyetli gayrimenkullerin alım satım işlemlerinde, pay sahiplerinin önalım hakkı vardır. Önalım hakkı ile ilgili bilgiler, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nun Rapor'un 5.2.3. bölümünde detaylı olarak verilmiştir.**

## 7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

Konu gayrimenkulün değerlendirilmesinde;

- Piyasa Yaklaşımı,
- Piyasa / Maliyet Yaklaşımı ve
- Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi

yöntemleri dikkate alınmış olup, uygulanabilirlikleri değerlendirme konusu gayrimenkulün niteliklerine göre değişmiştir.

**Piyasa (Emsal Değer) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkulün özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım – satıma konu olmuş emsal araştırmalarına söz konusu gayrimenkulün **arsa** değerinin tespiti amacıyla yer verilmiştir. Değerleme konusu gayrimenkulün özel kullanım amaçlı mülk olması, AVM niteliğine sahip büyük ölçekli gayrimenkullerin piyasa yaklaşımıyla ( emsal m<sup>2</sup> satış değerleri esas alınarak) tespit edilecek değerlerden yola çıkılarak değer tespitine gidilmesinin hatalı sonuçlara yol açabileceği hususları dikkate alınarak "**Emsal Yaklaşımı**" kullanılmamıştır.

**Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Piyasa Yaklaşımı (Emsal Değer) ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde yer alan yapının yapılaşma özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmıştır.

Ayrıca, Piyasa Yaklaşımı kullanılarak hesaplanan gayrimenkulün toplam değerinin, farklı bir yöntem kullanılarak teyit edilmesi ve tespit edilen değerlerin aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Farklı yöntemler kullanılarak suretiyle elde edilen değerler, müşteri Şirket payına karşılık gelen değerleri ifade etmek üzere aşağıda verilmiştir.

ÖZET TABLO		
	TL	ABD \$
<b>Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)</b>	<b>138.628.599,-</b>	<b>72.931.712,-</b>
<b>Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi</b>	<b>176.776.696,-</b>	<b>93.001.208,-</b>

#### Sonuç olarak;

- Ayrıştırma yaklaşımı ile bulunan değer geliştirici karını ve projenin marka değerinin yarattığı gelir artırıcı unsurları içermemesi nedeni ile beklenildiği üzere daha düşük olarak bulunduğu,
- Değerleme konusu gayrimenkulün, ticari gelir (kira geliri) elde etme amacıyla yönelik bir mülk olması sebebiyle, değer tespitinde "**gelir yaklaşımı**" esaslı yöntemin daha doğru sonuca ulaşılmasını sağlayacağı,
- Açıklanan sebeplerle, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan değer gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı,
- İNA yaklaşımıyla hesaplanan, **176.776.696,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 93.001.208,- ABD \$) değer, **gayrimenkulün Torunlar hissesine ait kısmının rayiç (adil) değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

## **7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri**

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

## **7.3. Yasal 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 gayrimenkulün inşaatı tamamlanmış ve yapı kullanma izin belgesi alınmış olup, mevzuat gereğince izin ve belgeleri eksiksizdir.

## **7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş**

Raporu'nun 5.2.'nci Yasal Süreç Analizi ve 6.6.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analizler bölümünde detayları verildiği üzere; ana gayrimenkule ait yasal izinlerin mevcut olup, devri kısıtlayıcı herhangi bir takyidatı da yoktur.

Değerleme konusu gayrimenkullerin Müşteri Şirket payına düşen kısmının GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

## 8. SONUÇ

### 8.1. Nihai Değer Takdiri

**Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talebi üzerine tapuda; Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Şhreküstü Mahallesi, 6002 ada, 6 numaralı parsel ve üzerinde yer alan, **paylı mülkiyetli**, "Zafer Plaza"nın **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne ait olan 8.302.187/11.488.932 hissesinin** yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığına yönelik hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda; değerlendirme konusu gayrimenkulün,

**I)** Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere, **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**

**II)** Torunlar GYO A.Ş. hissesine ait kısmının **adil piyasa değerinin**, fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre;

- **KDV Hariç 176.776.696,-TL**
- **KDV Dahil 208.596.501,28TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla

Güner **ŞAN**  
Değerleme Uzmanı  
**SPK Lisans No.: 400288**

Yusuf Yaşar **TURAN**  
Sorumlu Değerleme Uzmanı  
**SPK Lisans No.: 400471**

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

## 9. RAPOR EKLERİ

### 10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ



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

Rapor'a konu gayrimenkule ilişkin olarak Şirket tarafından daha önce herhangi bir değerlendirme raporu hazırlanmıştır.

