

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BURSA İLİ OSMANGAZİ İLÇESİ

6002 ADA 6 PARSEL

ZAFER PLAZA ALIŞVERİŞ MERKEZİ

GAYRİMENKUL DEĞERLEME RAPORU

Rapor No: 2015-019-GYO-013

Değer Tarihi: 31.12.2015

Rapor Tarihi: 08.01.2016



GAYRİMENKUL DANIŞMANLIK VE DEĞERLEME A.Ş.

i. DEĞERLEME RAPORU ÖZETİ

Değerlemeyi Talep Eden Kurum/Kişi	:	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Raporu Hazırlayan Kurum	:	Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.
Rapor Tarihi	:	08.01.2016
Rapor No	:	2015-019-GYO-013
Değerleme Tarihi	:	31.12.2015
Değerleme Konusu Mülke Ait Bilgiler	:	Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Şehreküstü Mahallesi, 6002 ada, 6 parsel sayılı, 9.622,33 m ² yüzölçümlü arsa üzerinde yer alan 8302187/11488932 hissesi Torunlar GYO A.Ş. mülkiyetinde bulunan "Zafer Plaza AVM"
Çalışmanın Konusu	:	Konu gayrimenkulün güncel Pazar satış ve kira değerinin belirlenmesi.
Değerleme Konusu Gayrimenkulün Arsa Alanı	:	9.622,33m ²
Değerleme Konusu Gayrimenkulün Kapalı Alanı	:	Yapı kullanma izin belgesine göre değerlendirme konusu taşınmazın toplam inşaat alanı 57.122 m ² dir.
Değerleme Konusu Gayrimenkulün İmar Durumu	:	Ticaret Alanı

31.12.2015 Tarihi İtibariyle

	Gayrimenkulün Pazar Değeri (USD)	Gayrimenkulün Pazar Değeri (TL)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Pazar Değeri (USD)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Pazar Değeri (TL)
KDV Hariç	154.430.000	432.945.000	111.595.000	312.857.000
KDV Dahil	182.227.000	510.875.000	131.682.000	369.171.000

	Gayrimenkulün Yıllık Kira Değeri (USD)	Gayrimenkulün Yıllık Kira Değeri (TL)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Yıllık Kira Değeri (USD)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Yıllık Kira Değeri (TL)
KDV Hariç	10.508.000	29.459.000	7.593.000	21.287.000
KDV Dahil	12.399.000	34.762.000	8.960.000	25.119.000

- 1-)Tespit edilen bu değer peşin satışa yönelik güncel pazar değeridir.
- 2-)KDV oranı % 18 kabul edilmiştir.
- 3-)Rapor içeriğinde 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz alış kuru 2,8035 TL, 1 EURO döviz alış kuru ise 3,0898 TL olarak kullanılmıştır. 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz satış kuru 2,8085 TL, 1 EURO döviz satış kuru ise 3,0954 TL olarak gerçekleşmiştir.
- 4-)Bu rapor ilgili Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümlerine göre hazırlanmıştır.

Değerlemede Görev Alan Kişiler

Lisanslı Değerleme Uzmanı	:	Taner DÜNER
Lisanslı Değerleme Uzmanı	:	Önder ÖZCAN
Sorumlu Değerleme Uzmanı	:	Neşecan ÇEKİCİ

Uygunluk Beyanı

- Raporda sunulan bulgular, değerlendirme uzmanının sahip olduğu bilgiler çerçevesinde doğrudur.
- Raporda belirtilen analizler ve sonuçlar, sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlıdır.
- Değerleme uzmanının değerlendirme konusunu oluşturan mülkle herhangi bir ilgisi yoktur ve gelecekte ilgisi olmayacaktır.
- Değerleme uzmanının değerlendirme konusu gayrimenkul veya ilgili taraflar hakkında hiçbir önyargısı bulunmamaktadır.
- Değerleme raporunun ücreti raporun herhangi bir bölümüne, analiz fikir ve sonuçlara bağlı değildir.
- Değerleme uzmanı, değerlemeyi ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirmiştir
- Değerleme uzmanı, yeterli mesleki eğitim şartlarına ve tecrübesine haizdir.
- Rapordaki analiz, kanaatler ve sonuç değerleri Uluslararası Değerleme Standartları(UDES) kriterlerine uygun olarak hazırlanmıştır.

Varsayımlar

- Raporda belirtilen değer bu raporun hazırlandığı tarihteki değeridir. Değerleme uzmanı bu değere etki edecek ve bu tarihten sonra oluşacak ekonomik ve/veya fiziki değişikliklerden dolayı sorumlu değildir.
- Bu rapordaki hiçbir yorum (söz konusu konular raporun devamında tartışılrsa dahi) hukuki konuları, özel araştırma ve uzmanlık gerektiren konuları ve değerlendirme uzmanının bilgisinin ötesinde olacak konuları açıklamak niyetiyle yapılmamıştır.
- Mülk ile ilgili hiçbir bilgide değişiklik yapılmamıştır. Mülkiyet ve resmi tanımlar ile ilgili bilgilerin alındığı makamlar genel olarak güvenilir kabul edilirler. Fakat bunların doğruluğu için bir garanti verilmez.
- Bilgi ve belgeler raporda kamu kurumlarından elde edilebildiği kadarı ile yer almaktadır.
- Kullanılan fotoğraf, harita, şekil ve çizimler yalnızca görsel amaçlıdır, rapordaki konuların kavranmasına görsel bir katkısı olması amacıyla kullanılmıştır, başka hiçbir amaçla güvenilir referans olarak kullanılamaz.
- Bu rapora konu olan projeksiyonlar değerlendirme sürecine yardımcı olması dolayısı ile mevcut piyasa koşullarında ve mevcut talep durumunda stabil bir ekonomi süreci göz önüne alınarak yapılmıştır. Projeksiyonlar değerlendirme uzmanının kesin olarak tahmin edemeyeceği değişen piyasa koşullarına bağlıdır ve değerlerin değişken şartlardan etkilenmesi olasıdır.
- Değerleme uzmanı mülk üzerinde veya yakınında bulunan- bulunabilecek tehlikeli veya sağlığa zararlı maddeleri tespit etme yeterliliğine sahip değildir. Değer tahmini yapılırken

değerin düşmesine neden olacak bu gibi maddelerin var olmadığı öngörülür. Bu konu ile hiçbir sorumluluk kabul edilmez.

- Değerleme raporuna dâhil edilen, geleceğe yönelik tahmin ve projeksiyonlar veya işletme tahminleri, güncel piyasa şartları, beklenen kısa vadeli arz ve talep faktörleri ve sürekli istikrarlı bir ekonomiye dayalıdır. Dolayısıyla, bunlar gelecekteki koşullara bağlı olarak değişebilir. Rapor tarihinden sonra meydana gelebilecek ekonomik değişikliklerin raporda belirtilen fikir ve sonuçları etkilemesinden ötürü sorumluluk alınmaz.
- Aksi açık olarak belirtilmediği sürece hiçbir olası yer altı zenginliği dikkate alınmamıştır.
- Konu mülk ile ilgili değerlendirme uzmanının zemin kirliliği etüdü çalışması yapması mümkün değildir. Bu nedenle görüldüğü kadarı ile herhangi bir zemin kirliliği sorunu olmadığı kabul edilmiştir.
- Bölgenin deprem bölgesi olması sebebiyle detaylı jeolojik araştırmalar yapılmadan zemin sağlamlığı konusu netleştirilemez. Bu nedenle çalışmalarda zemin ile ilgili herhangi bir olumsuzluğun olmadığı kabul edilmiştir.
- Gayrimenkullerde zemin araştırmaları ve zemin kontaminasyonu çalışmaları, "Çevre Jeofiziği" bilim dalının profesyonel konusu içinde kalmaktadır. Şirketimizin bu konuda bir ihtisası olmayıp konu ile ilgili detaylı bir araştırma yapılmamıştır. Ancak, yerinde yapılan gözlemlerde gayrimenkulün çevreye olumsuz bir etkisi olduğu gözlemlenmemiştir. Bu nedenle çevresel olumsuz bir etki olmadığı varsayılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.
- Net bugünkü değer hesaplarında yıl ortası faktörü (0,5) hesaba katılarak daha gerçekçi bir net bugünkü değer ortaya çıkartılmıştır.

ii. İÇİNDEKİLER

1	RAPOR BİLGİLERİ.....	1
1.1	Değerleme Raporunun Tarihi, Numarası ve Türü.....	1
1.2	Değerleme Raporunu Hazırlayanların ve Sorumlu Değerleme Uzmanının Bilgileri	1
1.3	Değerleme Tarihi	1
1.4	Dayanak Sözleşmesi	1
1.5	Raporun Kurul Düzenlemeleri Kapsamında Değerleme Amacıyla Hazırlanıp Hazırlanmadığına İlişkin Açıklama.....	1
2	ŞİRKETİ VE MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER.....	2
2.1	Değerleme Şirketini Tanıtıcı Bilgiler	2
2.2	Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler.....	2
2.3	Müşteri Talebinin Kapsamı ve Varsa Getirilen Sınırlamalar	2
3	DEĞER TANIMLARI, DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN TANIMI	3
3.1	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı (Pazar Değeri Yaklaşımı)	3
3.2	Maliyet Yaklaşımı.....	3
3.3	Gelir İndirgeme Yaklaşımı.....	4
4	EKONOMİK DURUM, GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VERİLERİ VE GAYRİMENKULÜN BULUNDUĞU BÖLGENİN ANALİZİ	5
4.1	Genel ve Sosyo Ekonomik Veriler.....	5
4.2	Küresel Ekonomik Görünüm.....	7
4.3	Türkiye Ekonomik Görünüm.....	11
4.4	Gayrimenkul Sektörünün Genel Durumu.....	13
4.5	Perakende Gayrimenkul Piyasası.....	15
4.6	Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi	16
4.6.1	Bursa İli	16
4.6.2	Osmangazi İlçesi	19
4.6.3	Osmangazi ve Yakın Çevresi Alışveriş Merkezlerine İlişkin Veriler	21
5	DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER.....	22

5.1	Gayrimenkulün Yeri, Konumu ve Çevresine İlişkin Bilgiler	22
5.2	Gayrimenkulün Tapu Kayıt Bilgileri	24
5.2.1	Gayrimenkulün Tapu Kayıtlarının Tetkiki	25
5.2.2	Gayrimenkulün Tapu Kayıtlarında Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olan Değişiklikler.....	25
5.2.3	Tapu Kayıtları Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	25
5.3	Gayrimenkulün İmar Bilgilerinin İncelenmesi	25
5.3.1	Gayrimenkule İlişkin Plan, Ruhsat, Şema ve Benzeri Dokümanlar	26
5.3.2	Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri	27
5.3.3	Gayrimenkulün Hukuki Durumunda (İmar Planında Meydana Gelen Değişiklikler, Kamulaştırma vb.) Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olan Değişiklikler	27
5.3.4	Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin, Belgelerin Tam ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	27
5.3.5	İmar Bilgileri Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	27
5.3.6	Projeye İlişkin Detaylı Bilgi ve Planların ve Söz Konusu Değerin Tamamen Mevcut Projeye İlişkin Olduğuna ve Farklı Bir Projenin Uygulanması Durumunda Bulunacak Değerin Farklı Olabileceğine İlişkin Açıklama.....	28
5.4	Gayrimenkulün Fiziki Özellikleri	28
5.4.1	Gayrimenkulün Yapısal, İnşaat Özellikleri	28
5.4.2	Gayrimenkulün Mahallinde Yapılan Tespitler	29
6	GAYRİMENKULÜN DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE GAYRİMENKULÜN DEĞER TESPİTİ	31
6.1	Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen veya Sınırlayan Faktörler	31
6.2	SWOT Analizi	31
6.3	Hasılat Paylaşımı veya Kat Karşılığı Yöntemi İle Yapılacak Projelerde Emsal Pay Oranları....	32
6.4	Gayrimenkulün Değerlemesinde Kullanılan Yöntemler ve Seçilme Sebepleri	32
6.4.1	Emsal Yaklaşımı	32
6.4.1.1	Değerlemede Esas Alınan Benzer Satılık Örneklerinin Tanım ve Satış Bedelleri İle Bunların Seçilmesinin Nedenleri	32



6.4.2	Maliyet Yaklaşımı.....	34
6.4.3	Gelir İndirgeme Yaklaşımı / Geliştirme Yaklaşımı.....	36
6.4.4	Kira Değeri Analizi ve Kullanılan Veriler	39
6.4.5	Üzerinde Proje Geliştirilen Arsaların Boş Arazi ve Proje Değerleri.....	39
6.4.6	En Etkin ve En Verimli Kullanım Analizi	39
6.4.7	Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi.....	39
7	ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	40
7.1	Farklı Değerleme Metotlarının ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması ve Bu Amaçla İzlenen Yöntemin ve Nedenlerinin Açıklaması	40
7.2	Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	40
7.3	Gayrimenkulün Şirket Tarafından Yapılan Son Üç Değerlemesine İlişkin Bilgiler.....	40
7.4	Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Projesinin veya Gayrimenkule Bağlı Hak ve Faydaların, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	41
8	SONUÇ	42
8.1	Sorumlu Değerleme Uzmanının Sonuç Cümlesi	42
8.2	Nihai Değer Takdiri	42
9	EKLER	43



1 RAPOR BİLGİLERİ

1.1 Değerleme Raporunun Tarihi, Numarası ve Türü

Rapor Tarihi :08.01.2016

Rapor Numarası :2015-019-GYO-013

Raporun Türü :Konu gayrimenkulun güncel pazar değerinin Türk Lirası cinsinden belirlenmesi amacıyla hazırlanan değerlendirme rapordur.

1.2 Değerleme Raporunu Hazırlayanların ve Sorumlu Değerleme Uzmanının Bilgileri

Raporu Hazırlayan : Lisanslı Değerleme Uzmanı, Taner DÜNER

Raporu Kontrol Eden : Lisanslı Değerleme Uzmanı, Önder ÖZCAN

Sorumlu Değerleme Uzmanı : Sorumlu Değerleme Uzmanı, Neşecan ÇEKİCİ

SPK Kapsamı : Evet

* Bu rapor ilgili Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümlerine göre hazırlanmıştır.

1.3 Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporu için 01.10.2015 tarihinde çalışmalara başlanmış, 08.01.2016 tarihinde rapor yazımı tamamlanmıştır.

1.4 Dayanak Sözleşmesi

Bu değerlendirme raporu şirketimiz ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. arasında 01.10.2015 tarihinde imzalanan dayanak sözleşmesi hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmıştır.

1.5 Raporun Kurul Düzenlemeleri Kapsamında Değerleme Amacıyla Hazırlanıp Hazırlanmadığına İlişkin Açıklama

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri kapsamında hazırlanmıştır.



2 ŞİRKETİ VE MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1 Değerleme Şirketini Tanıtıcı Bilgiler

Şirketin Unvanı : EPOS Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.

Şirketin Adresi : Kore Şehitleri Cad. Yüzbaşı Kaya Aldoğan Sok. Engin İş Merkezi No: 20 Kat:2
Zincirlikuyu / İstanbul

2.2 Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler

Müşteri Unvanı : Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş

Müşteri Adresi : Rüzgarlıbahçe Mahallesi Selvi Çıkmazı No: 4 34805 Beykoz/İstanbul

2.3 Müşteri Talebinin Kapsamı ve Varsa Getirilen Sınırlamalar

Müşteri tarafından çalışmaya getirilen herhangi bir kısıtlama bulunmamaktadır. Değerleme çalışmalarında piyasa araştırmaları, yerinde yapılan tespitler ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tarafımıza sağladığı bilgi/belgeler ve ilgili Belediyesi'nde yaptığımız araştırmalar dikkate alınmıştır.

3 DEĞER TANIMLARI, DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN TANIMI

Ülkemizde kullanılabilir olan üç farklı değerlendirme yöntemi bulunmaktadır. Bu yöntemler “Emsal Karşılaştırma (Pazar Değeri Yaklaşımı) Yaklaşımı”, “Gelir Kapitalizasyonu Yaklaşımı” ve “Maliyet Yaklaşımı”dır.

3.1 Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı (Pazar Değeri Yaklaşımı)

Değerleme işlemi yapılacak olan gayrimenkulün; mevcut pazarda benzer özellikler taşıyan ve yeni satılmış olan gayrimenkullerle karşılaştırılması, uygun karşılaştırma işlemlerinin uygulanması ve karşılaştırılabilir satış fiyatlarında çeşitli düzeltmelerin yapılması bu yaklaşımda izlenen prosedürlerdir.

Bulunan emsaller lokasyon, görülebilirlik, fonksiyonel kullanım, büyüklük, imar durumu ve emsali gibi kriterler dâhilinde karşılaştırılarak değerlendirme analizleri yapılır. Pazar değeri yaklaşımı; yaygın ve karşılaştırılabilir emsallerin olması durumunda en çok tercih edilen metottur.

Gayrimenkul değerlemesinde en güvenilir ve gerçekçi yaklaşım pazar değeri yaklaşımıdır. Bu değerlendirme yönteminde bölgede değerlendirilmesi istenilen gayrimenkulle ortak temel özelliklere sahip karşılaştırılabilir örnekler incelenir.

Pazar Değeri Yaklaşımı aşağıdaki varsayımlara dayanır.

Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı peşinen kabul edilir.

Pazardaki alıcı ve satıcıların gayrimenkul hakkında oldukça iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu ve bu nedenle zamanın önemli bir faktör olmadığı kabul edilir.

Gayrimenkulün pazarda makul bir satış fiyatı ile makul bir süre için kaldığı kabul edilir.

Seçilen karşılaştırılabilir örneklerin değerlemeye konu gayrimenkul ile ortak temel özelliklere sahip olduğu kabul edilir.

Seçilen karşılaştırılabilir örneklere ait verilerin fiyat düzeltmelerinin yapılmasında günümüz sosyo-ekonomik koşulların geçerli olduğu kabul edilir.

3.2 Maliyet Yaklaşımı

Bu yöntemde, var olan bir yapının günümüz ekonomik koşulları altında yeniden inşa edilme maliyeti gayrimenkulün değerlendirilmesi için baz kabul edilir.

Yaklaşımda gayrimenkulün değerinin arazi ve binalar olmak üzere iki farklı fiziksel olgudan meydana geldiği kabul edilir. Yöntemde gayrimenkulün önemli bir kalan ekonomik ömür beklentisine sahip



olduğu kabul edilir. Bu nedenle gayrimenkulün değerinin fiziki yıpranmadan, fonksiyonel ve ekonomik açıdan demode olmasından dolayı zamanla azalacağı göz önüne alınır. Bir başka deyişle bu yöntemde, mevcut bir gayrimenkulün bina değerinin, hiçbir zaman yeniden inşa etme maliyetinden fazla olamayacağı kabul edilir.

Değerleme işlemleri; yapılacak olan gayrimenkulün bugünkü yeniden inşa ya da yerine koyma maliyetine; mevcut yapının sahip olduğu herhangi bir çıkar veya kazanç varsa ekledikten sonra, aşınma payının toplam maliyetten çıkarılması ve son olarak da arazi değeri eklenmesi ile yapılır.

3.3 Gelir İndirgeme Yaklaşımı

Gelir indirgeme yönteminde gayrimenkulün getireceği net gelir, boş kalma, tahsilât kayıpları ve işletme giderleri işletme dönemi için analiz edilir.

Değerleme uzmanı, gayrimenkulün gelecekte ortaya çıkabilecek faydalarını ve getirdiği net geliri kapitalize ederek bugünkü değerini belirler.

Gelir indirgeme yaklaşımında iki farklı metot bulunmaktadır. Direkt Kapitalizasyonda; bir yıllık gelirin, gelir oranına bölünmesi ya da gelir katsayısıyla çarpılması sonucu değere ulaşılır. İndirgenmiş Nakit Akışında ise; götürü bedeli uygulanarak gelir modeline yansıtılır, gelirler kabul edilebilir bir indirgeme oranı ile bugünkü değerine getirilerek gayrimenkulün değeri saptanır.

Bazı gayrimenkuller özellikleri itibarı ile geliştirileceği düşünülerek değerlendirilmeleri gerekebilir. Bu durumda gayrimenkulün geliştirilmesi nedeni ile sağlayacağı net gelirler geliştirilmesi nedeni ile yapılacak giderlerden düşülerek bulunan net gelirleri dikkate alınır, girişimci karları da hesaba katılarak kabul edilebilir bir indirgeme oranı ile gayrimenkulün bugünkü değerine ulaşılır.

4 EKONOMİK DURUM, GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VERİLERİ VE GAYRİMENKULÜN BULUNDUĞU BÖLGENİN ANALİZİ

4.1 Genel ve Sosyo Ekonomik Veriler

Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) 2014 sonuçlarına göre 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla Türkiye'nin nüfusu 77.695.904 kişidir. Bu sayının yüzde 50,17'si (38.984.302) erkeklerden, yüzde 49,83'ü (38.711.602) kadınlardan oluşur.

Türkiye nüfusunun en önemli özelliklerinden biri genç olmasıdır. 0-14 yaş grubu nüfus, toplam nüfusun yüzde 24,3'ünü oluşturur. Ancak bu oran 1965'den beri sürekli azalmakta ve Türkiye toplumu giderek yaşlanmaktadır. 0-14 yaş grubu 1965'te nüfusun yüzde 41,9'unu oluştururken 2014'te yüzde 24,3'üne karşılık gelmektedir.

Türkiye yıllık nüfus artış hızı binde 13,4'dir. Nüfusun % 91,8'i il ve ilçe merkezlerinde yaşamaktadır. Türkiye'de ortanca yaş 30,7'dir. 2014 yılı verilerine göre Türkiye nüfusunun % 96,1'i okuryazardır.

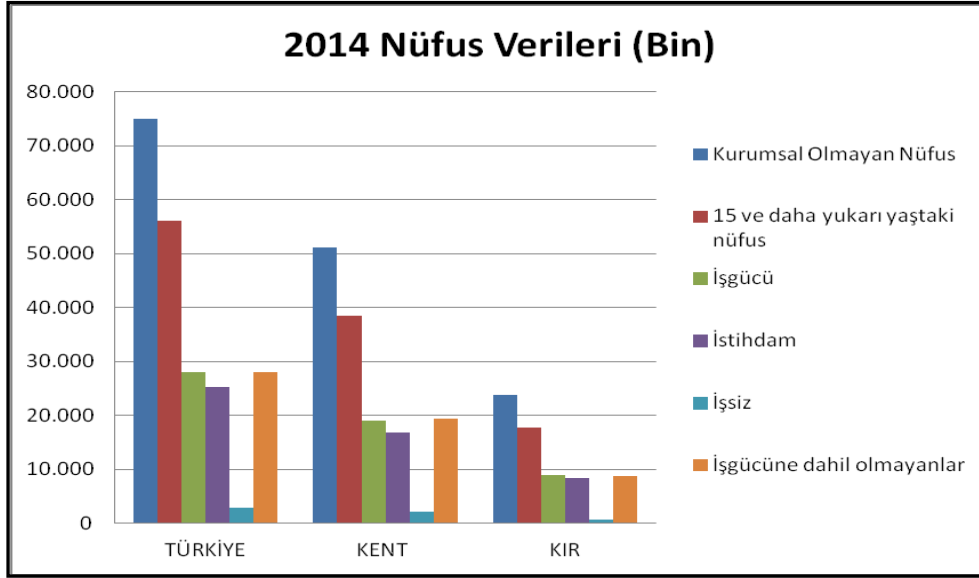
15-64 yaş grubunda bulunan çalışma çağındaki nüfus, toplam nüfusun % 67,7'sini (52.640.512kişi) oluşturmaktadır. İstihdamın sektörlere göre dağılımı incelendiğinde % 51'inin hizmetler, % 21,1'inin tarım, % 20,5'i sanayi, % 7,4'ü inşaat sektöründe istihdam edilmektedir.

Tabloda Türkiye'nin nüfus verileri Türkiye geneli, kent ve kırsal ölçekte incelenmiştir. 2013 ve 2014 verileri karşılaştırılmıştır.

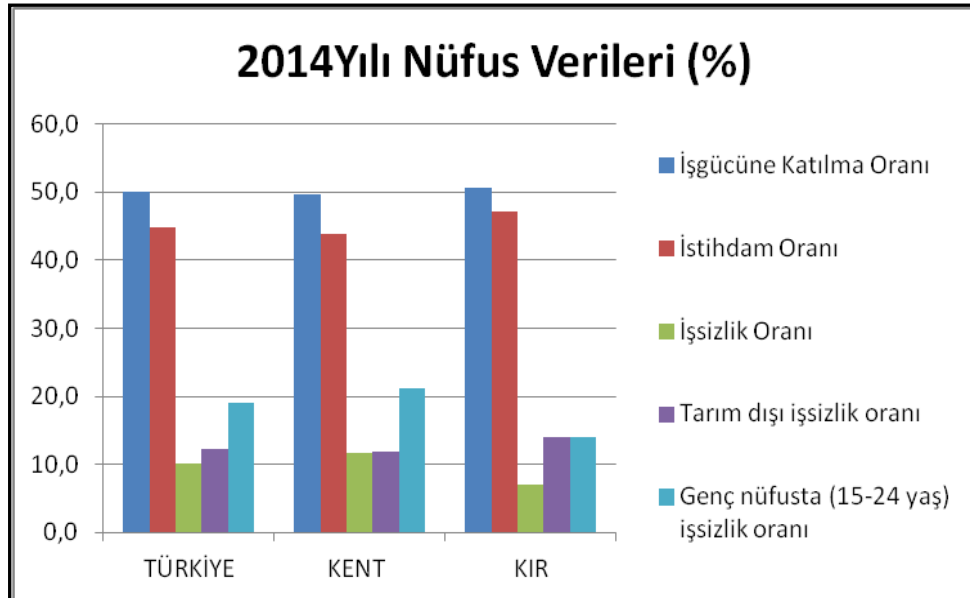
	TÜRKİYE		KENT		KIR	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Kurumsal Olmayan Nüfus (000)	74.033	74.947	50.675	51.129	23.358	23.818
15 ve daha yukarı yaştaki nüfus (000)	55.169	56.084	37.916	38.372	17.253	17.712
İşgücü (000)	27.323	28.036	18.418	19.056	8.905	8.980
İstihdam (000)	24.433	25.194	16.196	16.849	8.237	8.346
İşsiz (000)	2.890	2.841	2.223	2.207	668	634
İşgücüne dâhil olmayanlar (000)	27.846	28.048	19.498	19.316	8.348	8.733
İşgücüne Katılma Oranı (%)	49,5	50,0	48,6	49,7	51,6	50,7
İstihdam Oranı (%)	44,3	44,9	42,7	43,9	47,7	47,1
İşsizlik Oranı (%)	10,6	10,1	12,1	11,6	7,5	7,1
Tarım dışı işsizlik oranı (%)	12,9	12,3	12,3	11,9	15,5	14,1
Genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı (%)	20,7	19,0	22,3	21,2	17,0	14,0

2013 ve 2014 Nüfus Verileri (Kaynak: TÜİK)

Burada 2013 ve 2014 verilerine bakıldığında Türkiye geneli, kent ve kır için sayıca nüfus, işgücü, istihdam artışı olduğu görülmektedir. Ancak işsizlik de artmıştır. İşgücüne dâhil olmayanlar ise kentte düşüş gösterirken kır nüfusunda artış göstermiştir. Bununla beraber oranlara bakıldığında iş gücüne katılma oranının ve istihdamın kentte artış gösterirken kırdaki azalmış olması dikkat çekmektedir. İşsizlik oranı her üçü için azalmıştır. Genç nüfusta işsizlik oranı ise Türkiye geneli ve kent nüfusu için dikkat çeken bir diğer konudur.



Ayrıca ikinci bir karşılaştırma, tabloda yer alan 2014 nüfus verilerinin Türkiye geneli kent ve kır bazında incelenmesidir. Burada Türkiye geneli grafikleri ile kent grafiklerinin dağılım olarak benzerliği dikkat çekmektedir.



Bu bilgiler ışığında genel ekonomik görünüme ve gayrimenkul sektörüne ilişkin bilgiler verilecektir.

4.2 Küresel Ekonomik Görünüm

Küreselleşme ve ülke ekonomilerinin birbiri ile olan bağlarının giderek artması sonucunda dünya ekonomisindeki her türlü önemli gelişmenin takip edilmesi zorunlu hale gelmiştir.

Küresel ekonomik krizlerde öncelikli sorun, gelişmiş ülkelerin çoğunda yaşanan deflasyonist (fiyatlar genel seviyesindeki düşüş) süreç ve buna bağlı farklı boyutlarda görülen resesyondur (durgunluk-negatif büyüme). Gelişmekte olan ülkelerde ise, kendi içlerinde enflasyonist (fiyatlar genel seviyesinde yaşanan artış) ve düşük büyüme sorunları ile karşılaşmaktadır. Her ülkede ilgili durumların boyutları farklı özellikler ve nedenler arz etmekte olup standart bir reçete ile çözülmesi oldukça güçtür.

Küresel kriz sonrası, ekonomi politikalarının en önemli uygulayıcıları Merkez Bankaları olmuştur. Dünyadaki etkin ve büyük Merkez Bankalarının alacağı kararlar sadece kendi ülkelerini etkilemekle kalmayıp, aynı zamanda 'uluslararası fon hareketleri' için de başlıca yol gösterici olmuştur. Bu durumun gerek negatif gerekse pozitif sonuçları itibarı ile en çok gelişmekte olan ülke varlıkları etkilenmiştir.

Krizin hemen ardından ABD Merkez Bankası Fed oldukça hızlı bir biçimde 'genişletici para politikası' araçlarını kullanmaya başlamıştır. Bu amaçla faiz indirimi, tahvil alımları, finansal sistemin varlık alımları ile fonlanması ve kredi mekanizmalarının etkin hale getirilmesi gibi pek çok yöntem uygulanmıştır. Bu tip bir para politikası sayesinde; finansal istikrarın sağlanması, yatırım ve tüketimin uyarılması ile nihai hedef olan büyümenin sağlanıp depresyondan (kriz) çıkış hedeflenmiştir.

Fed'in krizden çıkmak için uyguladığı politikalar alışılmışın dışında özellikler taşımakla kalmayıp uygulamadaki farklılıkları da dünyadaki diğer merkez bankaları içinde izlenmesi gereken bir durumu ortaya çıkarmıştır. Krize çabuk tepki gösteren ve karar alma mekanizmaları daha hızlı olan Fed'i geçte olsa ECB (Avrupa Birliği Merkez Bankası) da takip etmeye çalışmıştır. Uzakdoğu'da ise Japon Merkez Bankası kendi ekonomisi için kronikleşmiş sorun olan deflasyon ile resesyondan önünü alabilmek için benzer politikalara başvurmuşlardır. ABD ekonomisinde yaşanan nispi toparlanmaya paralel olarak, Fed 'parasal genişleme politikasından' geri çekilmek amacıyla Aralık 2013 tarihi itibarı ile 'tahvil geri alım tutarında' azaltmaya başlamıştır. Sürecin beklenenden önce başlaması ülkemizin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin (Türkiye, Brezilya, Arjantin, Endonezya, Hindistan gibi) öncelikle yerel para birimlerinde gerilemelerin yaşanmasına ardından da finansal piyasalarından kısa vadeli yatırım amacıyla gelen (Portföy Hareketi-Sıcak Para vb) fonların kısmen çıkışına neden olmuştur. ABD Merkez Bankasının 'tahvil olarak piyasaya verdiği nakit akışı' Ekim 2014'de sonlandırılmıştır.

2015 Eylül ayı Fed toplantısında Çin ve diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik endişelerin doların daha fazla değerlenmesine ve emtiaların ise daha fazla değer kaybetmesine neden olduğu belirtilmiş ve

ekonomik görünüm, işgücü piyasası, enflasyon ve bunlara yönelik riskler değerlendirildiğinde, üyelerin biri hariç hepsi, mevcut şartların, ABD ekonomisinin güçlenmesine ve işgücü piyasasındaki atıl kapasitenin azalmasına karşın, faiz artışına gerek görülmediği belirtilmiştir. Ancak esas parasal genişlemenin sonunu getirecek olan 'faiz 'artışına geçiş ise 2015 yılı sonunda gerçekleşmiştir.

IMF'nin yılda iki kez hazırladığı "Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun" Ekim 2015 sayısına göre aşağıdaki çıkarımlar yapılmıştır:

- 2015 yılındaki küresel büyüme oranı % 3,10 olarak gerçekleşme beklentisindedir. Bu oran 2014 yılının % 0,30 altındadır. Ocak 2015 Dünya Ekonomik görünümü (WEO) raporunda % 3,30 olarak belirtilen oranın % 0,20 altındadır. Bir önceki rapora göre düşüş yönünde beklenti revize edilmiştir.
- Ana ülkeler ve bölgeler arasında beklentiler belirsiz ve sonucunda dengesiz kalmaktadır. Geçen yıllara göre gelişmiş ülkelerde toparlanma, gelişmekte olan piyasa ve gelişmekte olan ekonomilerde aktivite üst üste beşinci yıl için büyümede yavaşlama öngörülmektedir. Bazı büyük yükselen piyasa ekonomileri ve petrol ihraç eden ülkelerdeki büyümeler zayıf umutları yansıtmaktadır.
- Azalan emtia fiyatlarının bir ortamda, azaltılmış sermaye özellikle gelişmekte olan piyasa ve gelişmekte olan ekonomilere ilişkin aşağı yönlü risklerin ve kendi para birimleri üzerindeki piyasalar ve gelişmekte olan baskıyı ve finansal piyasa oynaklığı artırmakta ve buna ilaveten ABD Merkez Bankası'nın (Fed) beklenen faiz artışı ve kötüleşen küresel ekonomik görünümün gelişmekte olan ülkelere yönelik finansal şartları sıkılaştırmaktadır.
- Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanmanın kalıcı mütevazı hızı ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki beşinci yıldaki üst üste büyüme oranlarındaki düşüşler sonucunda orta ve uzun vadeli ortak güçler olarak önemli rol oynamaktadır.
- Krizden beri düşük büyüme oranları bazı gelişmiş ülkelerde; yüksek düzeyde özel ve kamu açıkları, finansal sektör zayıflığı, düşük yatırımlar gibi kalıcı miras bırakmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde ise demografik geçişler, yatırım patlamaları, Çin'de büyümenin revize edilmesi ve zayıf talebin yanı sıra düşük üretim kapasitesi ile tetiklenen emtia fiyatlarındaki düşüş ile piyasanın yeniden düzenlenmesi gerekmektedir.
- Volatilite (geçici dalgalanmalar) daha önce Haziran-Temmuz aylarında Çinli yetkililer tarafından Yunan borç görüşmeleri ve Çin'de keskin borsa düşüş ve sonraki politika tedbirlerini çevreleyen olaylar ile ilişkili olmuştur.
- İlk yaklaşan ABD politika faizlerinde artış ve küresel görünümün kötüleşmesi ile birlikte, geçen bahar ayından beri gelişmekte olan ülkelerdeki finansal durum daha sıkı duruma gelmiştir. Dolar, tahvil ve uzun vadeli yerel para birimi tahvil faizleri ortalama 50 ila 60 baz puan artarak

ve hisse senedi fiyatları zayıflamış iken döviz kurları değer kaybetmiştir ya da baskı altına girmiştir.

- İran ile yapılan nükleer antlaşma ve düşük küresel talebin neticesinde petrol fiyatlarında düşüş yaşanmıştır. Çin'deki üretim aktivitesinin düşmesi, madencilik sektöründeki yatırım patlaması neticesinde metal fiyatlarında düşüş oluşmuştur.
- Esnek kur rejimini uygulayan ve emtia ihraç eden ülkelerde emtia fiyatlarının değer kaybetmesi ile birlikte büyük para kayıpları tetiklenmiştir.
- Gelişmekte olan ekonomilerde daha keskin kayıplar yaşanmıştır. Majör gelişmiş ekonomi para birimlerinde döviz kuru hareketleri nispeten mütevazı olmuştur.
- Bu küresel etkenler -ve ülkelere özgü gelişmeler- 2015 ve 2016 yıllarında daha önce öngörülenden görece olarak zayıf bir canlanmayı işaret etmekte ve önümüzdeki yıl gelişmiş ekonomilerdeki büyümedeki mütevazı bir artış beklentisi zarar rizikosunu arttırmaktadır. Bu yılki gelişmeler öncelikle avro tarafında mütevazı bir iyileşmeyi ve Japonya'da pozitif büyümeye dönüşü, ek olarak petrol fiyatlarında düşüş ve bazı durumlarda paranın devalüasyonunu yansıtmaktadır.
- Gelişmiş ekonomilerdeki gelişme, ihracatçılar -özellikle Norveç ve Kanada- ve Japonya dışında Asya'daki (özellikle Kore ve Çin'in Tayvan bölgesi) büyümedeki küçülme sebebiyle işsizlik düşmektedir. Fakat iyileşmenin daha sağlam olduğu ABD dahil olmak üzere üretkenlikteki büyüme halen zayıftır.
- 2016'da özellikle Kuzey Amerika'da bir miktar büyüme beklenmektedir fakat orta vadede beklentiler, düşük yatırımları, olumsuz demografi ve zayıf üretkenlik büyümesini yansıtarak düşük olmaya devam etmektedir. Yakın zamanda petrol ve diğer emtia fiyatlarının daha da düşmesi, net emtia ithalatçısı olan gelişmiş ekonomilerdeki talebi desteklemelidir; fakat yükselen piyasalardaki yavaşlama daha zayıf ithalatlara işaret edecektir.
- Emtia fiyatlarındaki yenilenen düşüşler önümüzdeki aylarda gelişmiş ekonomilerde yine enflasyona baskı oluşturacak ve canlanma devam ederken, çekirdek enflasyonda beklenen gelişmeyi geciktirecektir.
- Çekirdek enflasyon daha stabil kalmış olmasına rağmen genel olarak merkez bankası hedeflerinin çok altındadır. Görünüm, düşmekte olan işsizlik ve orta vadeli zayıf büyüme potansiyeline karşı durmadan enflasyonun düşük kalması yönündedir.
- Yükselen piyasalardaki büyüme beklentileri bölgelere ve ülkelere göre çok farklıdır fakat büyümede ardarda beşinci yılda düşüşün öngörülmesi ile birlikte görünüm genel olarak zayıflamaktadır. Bu bir etkenler kombinasyonunu yansıtmaktadır.

- Çoğu gelişmekte olan piyasa ekonomileri için dış şartlar daha zor bir hal almaktadır. Para devalüasyonu net ihracata yardımcı olurken, zayıf iyileşmelere ve orta vadeli büyüme için beklentilerin orta dereceli olmasına bağlı olarak gelişmiş ekonomilerden gelecek “çekim” in daha önce öngörülenden daha mütevazı olması beklenmektedir.
- Son çeyreklerde yükselen piyasalarda sermaye akışları yavaşlamıştır ve ABD kur politikasındaki sıfır alt sınırından kalkış bazı dış finansal koşulların sıkışması ile ilişkilendirilebilir.
- Çin’de büyümedeki yavaşlama şu ana kadar öngörülerle paralellik gösterirken, sınır ötesi yansımaları daha önce tahmin edilenden büyük görünmektedir. Bu, zayıflayan emtia fiyatları (özellikle metaller) ve Çin’e yapılan ithalatlarda azalma (özellikle bazı doğu Asya ekonomilerinde) olarak yansımıştır. Çin’in Yuan’ı devalüe etmesi, gelişmekte olan ülkelerin para birimlerindeki zayıflama ve artan küresel risklere bağlı olarak ortaya çıkan finansal dalgalanmalar dünya genelinde varlık fiyatlarında sert düşüşlere yol açmaktadır.
- Yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ekonomilerdeki büyümenin 2016’da yeniden yükselmesi (rebound) beklenmektedir.
- Bu 2015’te ekonomik sıkıntıda olan ülkelerdeki durumda (Brezilya, Rusya, Latin Amerika’daki bazı ülkeler ve Orta Doğu’da) daha az derin bir resesyon veya kısmi normalizasyon, gelişmiş ekonomilerdeki aktivitede daha güçlü toparlanmaya bağlı açılma etkisi ve İran İslam Cumhuriyeti’ne uygulanan müeyyidelerin kolaylaştırılmasını yansıtmaktadır.
- Çin’in büyümesinin kademeli olarak da olsa daha da yavaşlaması beklenmektedir. Emtia fiyatlarındaki zayıflık, beklenilenden daha yavaş küresel büyüme ve daha sıkı küresel finansal koşulların ihtimali, düşük gelirli ülkelere yük olmaktadır. Çinli otoriteler finansal zafiyetleri azaltıp piyasa güçlerinin ekonomideki rolünü güçlendirmeye yönelik reformları uygularken, aktiviteyi çok fazla yavaşlatmadan tüketime dayalı büyümeye geçişi başarma hedeflerinde değış tokuşlar (tradeoff) ile karşı karşıya kalmaktadır.
- Bazıları yabancı birikimlere kolay ulaşımdan ve özellikle kaynak bakımından zengin ülkelerde bol dolaysız dış yatırım nedeniyle geniş cari işlem açıkları yaşamakta, buna bağlı olarak dış finansal şoklara karşı daha korunmasız olmaktadır.
- Riskler dengesi hala aşağı doğrudur. Düşük petrol ve diğer emtia fiyatları emtia ithalatçılarında bir miktar yukarı doğru talep oluşturabilir fakat emtia ithalatçıları için olan beklentiyi karmaşılaştırır ki bazıları şimdiden gergin başlangıç koşulları ile karşı karşıyadır.

- Yükselen piyasaların kısa vadede emtia fiyatlarındaki devam eden düşüşlere ve Amerikan Dolarındaki keskin yükselmelere karşı hassasiyeti sürmektedir ki bu bazı ülkelerde şirketlerin bilanço tablolarını daha da zorlayabilir.

4.3 Türkiye Ekonomik Görünüm

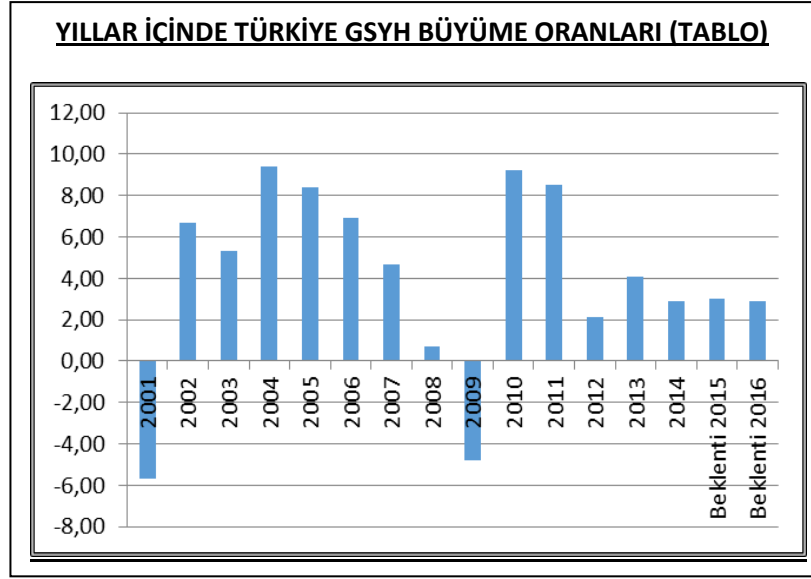
Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrasında sağlanan disiplin kamu borcu, bankacılık oranları, bütçe dengesi gibi noktalarda başarıya ulaşmış ve 2008 yılına kadar büyüme oranlarında sürekli artış sağlanmıştır. 2008 ile 2012 yılları arası gelişmekte olan ekonomiler küresel krizden en çabuk çıkan ülkeler gurubunu oluşturmuşlardır. Bu süreçte yıllık büyüme hızlarında görülen artışlar dünya ekonomisine nefes aldırılmıştır. Türkiye gibi ülkelerin kriz sonrası performansları oldukça göz kamaştırıcı olmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kendilerini onarabilme ve toparlanma kabiliyeti gelişmiş ülke ekonomilerine göre daha hızlı bir oranda gerçekleşmektedir. Ancak bu tip ekonomilerin temel sorunu elde edilen kazanımların korunamaması ve istikrarın sağlanamamasıdır. Türkiye'nin; tasarruf eksikliği, işsizlik, fiyatlar genel seviyesi ile ilgili sorunlar, ithalat ve ihracat kalemlerinin katma değerli hale getirilmesi, döviz dengesinin sağlanması, orta gelir tuzağı gibi hususlar, cari açık, talep bozuklukları, teknolojik eksiklikler, siyasi ve coğrafi riskler konularında eksikliği bulunmaktadır. Türkiye 92 yıllık dönemde ortalama olarak % 4,8 oranında büyümüştür. **Türkiye'nin ortalama büyüme oranı % 5,6 olmaktadır.** Kısaca, tam istihdam seviyelerinde potansiyel büyüme oranı % 6-7 civarındadır.

Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nda, Türkiye ekonomisine ilişkin değerlendirmelere yer veren IMF, siyasi belirsizliğin iç talebi düşüreceğini savunarak, büyüme beklentilerini aşağı yönlü revize etmiştir.

Buna göre, Türkiye'nin bu yıl yüzde 3 ve gelecek yıl yüzde 2,9 büyümesi beklenmektedir. Söz konusu oranlar, bir önceki raporda yüzde 3,1 ve yüzde 3,6 belirtilmiştir.

TÜRKİYE BÜYÜME ORANLARI (%)	
2001	-5,70
2002	6,70
2003	5,30
2004	9,40
2005	8,40
2006	6,90
2007	4,70
2008	0,70
2009	-4,80
2010	9,20
2011	8,50
2012	2,10
2013	4,10
2014	2,90
Beklenti 2015	3,00
Beklenti 2016	2,90

Kaynak:TCBM ve İMF RAPORU



İMF, aynı zamanda Türkiye'ye yönelik enflasyon tahminini 2015 için yüzde 6,6'dan yüzde 7,40'a ve 2016 içinse yüzde 6,50'den yüzde 7,00'e çıkarmıştır.

Cari açık dengesine (cari açığın Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranı) yönelik IMF tahminleri ise 2015 için yüzde -4,5 ve 2016 için yüzde -4,7 seviyesinde bulunuyor. Bu oranlar, önceki raporda yüzde -4,2 ve yüzde -4,8 olarak belirlenmiştir.

İMF, ayrıca geçen yıl yüzde 9,9 seviyesindeki işsizlik oranının bu yıl yüzde 10,8'e ve gelecek yıl yüzde 11,6'ya yükseleceğini öngörmüştür.

Küresel düzeyde yaşanan istikrarsızlıklar, Türkiye'nin yaşadığı siyasi, ekonomik ve diğer riskler sonucunda Türk Lirası özellikle ABD Doları ve EURO karşısında belirgin değer kayıpları yaşamıştır. Dövizin oldukça yükselmesi nedeniyle özellikle gayrimenkul satışlarında sabit döviz kuru yaklaşımları görülmeye başlanmıştır. Değerleme raporları hazırlanmasında 01.10.2015 Tarihi ile 20.11.2015 Tarihleri arasında döviz kurları incelenmiştir. Bu dönemde istikrarsız bir eğilim sergileyen döviz kuru 2015 Kasım seçimleri sonrasında da istikrarsız eğilimini sürdürmüştür. Bu dönemde dolar kuru ortalaması 2.91 TL, EURO kuru ortalaması 3.22 TL olarak gerçekleşmiştir. Özellikle gayrimenkul piyasasında ise belirtilen nedenlerden dolayı sabit kur tercih edilmekte ve tercih edilen kur 01.10.2015 Tarihi ile 20.11.2015 Tarihleri arasındaki dönemden daha düşük bir değerden gerçekleşmektedir. Bu nedenle değerlendirme raporunda piyasada gerçekleşen döviz kuruna en yakın kur olan 02.11.2015 Tarihli Merkez Bankası verilerinden elde edilen döviz kuru verileri referans alınmıştır.



Söz konusu gayrimenkul değerlendirme raporunda ulaşılan TL cinsinden değer yabancı paraya çevirirken döviz satış kuru kullanılmıştır. 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz satış kuru 2,8085 TL, 1 EURO döviz satış kuru ise 3,0954 TL olarak gerçekleşmiştir.

Taşınmazın değerinin yabancı para cinsinden bulunulması durumunda ise söz konusu değer TL'ye çevirirken döviz alış kuru kullanılmıştır. 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz alış kuru 2,8035 TL, 1 EURO döviz alış kuru ise 3,0898 TL olarak gerçekleşmiştir.

4.4 Gayrimenkul Sektörünün Genel Durumu

Son dönemlerde milli gelirin ve gelir düzeyinin artmış olmasının da etkisi ile gayrimenkul sektörü, hizmet sektörü, sanayi ve tarım sektörünün aksine ekonomik sektörler içinde büyüyen ve ağırlığını arttıran sektörlerden biri haline gelmiştir. Yetersiz sermaye kaynağı nedeniyle tarım ve sanayi üretiminde yeterli düzeyde yatırım yapılamadığından daha küçük ölçekli sermaye birikimi ile gayrimenkul sektörüne yatırımlar yapılabilmektedir. Küçük ölçekli yatırım yapılabilen bir sektör olmasından dolayı Türkiye Gayrimenkul Sektörü büyük ölçüde ulusal sermayeye dayanmaktadır. Diğer sektörler üzerinde ekonomik kaldıraç etkisi yaratarak, diğer sektörleri harekete geçirme özelliği ile lokomotif sektör, özellikle vasıfsız işçileri absorbe etme özelliği ile de sünger sektör olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul sektörünün hemen hemen bütün üretimi yatırım malı sayılmaktadır. Yatırım malları ise belirli dönemler de belirli ağırlık kazanmakta ve Türkiye'de inşaat sektörü bu yatırımlar yolu ile gelişmektedir.

Erken Cumhuriyet Döneminde kamu yatırımları yani büyük ölçekli altyapı projeleri ile başlayan inşaat sektörü, özellikle 1950li yıllarda kamu harcamaları ile birlikte liberal ekonominin etkisi ile özel sektörün de ağırlığı ortaya çıkmıştır. 1950 yılından sonra baraj, hidroelektrik santraller, yol ve konut yatırımları ile birlikte inşaat sektörü gelişmiştir. 1980 sonrası neo-liberal dönemde artan göçün etkisi ile birlikte ise konut yatırımlarının önem kazanmıştır. 2002 sonrasında izlenen liberal dönemde TOKİ etkisi ile birlikte alış-veriş merkezi, rezidans, konut yatırımlarının önem kazandığı belirlenmiştir.

2002-2014 döneminde sağlanan uzun vadeli dış borçların sektörlere dağılımında en çarpıcı gelişme inşaat-eylak sektöründeki yoğunlaşmada görülmektedir.

Son dönemde gayrimenkul sektöründe yasal düzenlemeler yapıldığı yoğunlaştırıldığı görülmektedir. Kamuoyunda "2B Yasası" olarak bilinen "Orman Köylülerinin Kalkınmalarının Desteklenmesi ve Hazine Adına Orman Sınırları Dışına Çıkarılan Yerlerin Değerlendirilmesi ile Hazineye ait Tarım Arazilerinin Satışı Hakkında Kanun" kapsamındaki arazilerinin satışları yasal çerçeve içinde 2012 yılında gerçekleştirilmiştir. Ancak satışlar beklentilerin altında kalmış ve gayrimenkul sektörüne etkisi sınırlı

olmuştur. Kentsel dönüşüm yasası çıkarıldıktan sonra yasanın sağladığı avantajlar ile 2013 yılında gayrimenkul sektöründeki büyüme yeniden hızlanmıştır.

“Yabancılara Mülk Satışını Düzenleyen Kanun” ile yabancıların gayrimenkul sahibi olmaları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasına ilişkin karar özellikle Rusya, Ortadoğu ve Asya'daki yatırımcıların dikkatlerinin Türkiye'ye yönelmesine sebep olmuş, yabancıların Türkiye'deki gayrimenkul alımları kademeli olarak artmaya başlamıştır.

Ayrıca aşağıda belirtilen nedenlerden dolayı da gayrimenkul sektörü gelişmektedir.

- İstanbul'un marka şehir olarak dünyanın dört bir yanından yatırımcı ilgisi görmesi, İstanbul'un finansal bir merkez olması için ilk temellerin atılması,
- Alt yapı projelerinin cazibe merkezi ve ilgi yaratması (özellikle Körfez geçişi, 3. Boğaz Köprüsü, İstanbul Boğazında yapılan tüp geçit projeleri, 3. Hava Limanı, büyük şehirlerin hemen hemen tamamında görülen raylı taşıma ve metro projeleri ile Kanal İstanbul çalışmaları oldukça dikkat çekmektedir)
- Ulaşım araç ve olanaklarının giderek artması sonucu büyük şehir çevrelerinin genişlemesi ve yaşam alanlarının büyümesi,
- Kentsel dönüşümün ve buna bağlı düzenlemelerin hayata geçirilmeye devam etmesi,
- Kırdan kente göçün sürmesi,
- Genç bir nüfus yapısına sahip olmanın getirdiği doğal talep etkisi,
- Çekirdek aile kavramının değişmesi,
- Konut alımını ve tasarrufu teşvik amacıyla alınan önlemlerin sektörü canlı tutması,

Ülkemizde genellikle seçim öncesi dönemlerde görülen konut ve otomotiv talebini erteleme eğilimi bu yıl görülmemekte olup aksine her iki sektörde de oldukça canlı bir yapı gözlenmektedir. Bunun temel nedenleri olarak daha sonraki dönemlerde talep artışının süreceği beklentisi ve döviz dalgalanması kaynaklı fiyat oynaklıklarına karşı tüketiciler tarafından alınan bir tür koruma yöntemi olarak düşünülebilmektedir.

2016 yılında Türkiye'de gayrimenkul piyasasının istikrarlı biçimde yükselebilmesinin siyasi ve ekonomik istikrar, yabancı yatırımcının Türkiye'ye olan ilgisi ve Türkiye ekonomisinin gerçekleştireceği yüksek büyüme oranlarına bağlı olacağı değerlendirilmektedir. Yabancılara konut satışının diğer gelişmekte olan ülkelerdeki durgunluk nedeniyle durağan olacağı düşünülmektedir.



4.5 Perakende Gayrimenkul Piyasası

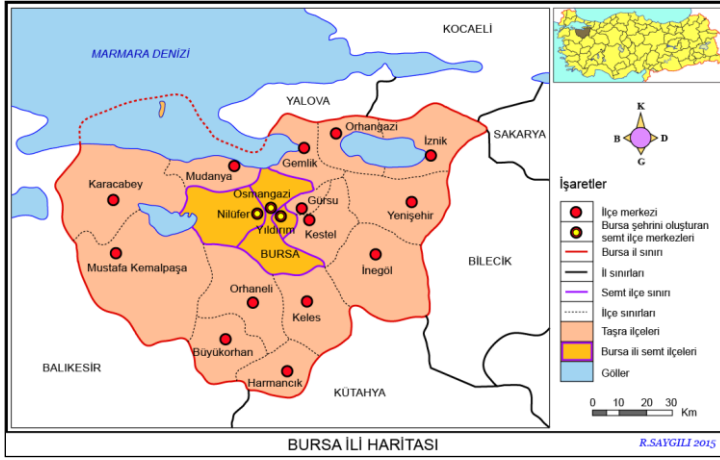
Organize Perakende sektörü 1990'lı yıllardan itibaren büyüme sürecine girmiştir. Sektörde bulunan yerli ve yabancı firmalar büyük bir rekabet içerisinde.

Ekonomik kriz öncesi çok hızlı genişlemeye başlayan AVM yatırımları kriz ile birlikte bir sindirme dönemi yaşamış ve AVM yatırımları ertelenmiş ve ötelenmiştir. 2010 yılında ekonomideki hızlı toparlanma, canlı iç talep, yabancı perakendecilerin katılımı, düşük faiz oranları ve iyimser beklentiler ile birlikte AVM yatırımları yeniden canlanmaya başlamıştır. Yerli ve yabancı yatırımcılar AVM yatırımlarına yeniden hız vermektedir. Türkiye genelinde büyük şehirlerin yanı sıra diğer şehirlerde de ilave AVM yatırımlarına başlanmakta ve planlanmaktadır. 2011 yılında 39 AVM'nin faaliyete geçmiştir. 2012 yılı itibariyle yurt çapındaki avm sayısı 310'u bulmuştur. 2014 yılında yeni AVM yatırımları ile birlikte AVM sayısı toplamda 337'e ulaşmıştır.

2015 yılı sonu itibariyle yurt genelindeki AVM sayısının 361 adet, toplam kiralanabilir alan miktarının ise 10,2 milyon metrekare olması hedeflenmektedir.

4.6 Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi

4.6.1 Bursa İli



Bursa, Marmara Bölgesi'nin Güney Marmara bölümünde yer almaktadır. Marmara Denizi'nin güneydoğusunda yer alan Bursa, doğuda Bilecik, Adapazarı, kuzeyde Kocaeli, Yalova ve Marmara Denizi, güneyde Kütahya, batıda Balıkesir illeriyle çevrilidir. Denizden yüksekliği 155 metre olan Bursa'nın yüzölçümü göller dâhil

10.882 km², hariç ise 10.819 km²'dir.

İlin yüzey şekilleri, birbirlerinden eşiklerle ayrılmış çöküntü alanlarıyla, dağlar halindedir. Çöküntü alanlarının başlıcalarını İznik ve Ulubat Gölleri ile Yenişehir, Bursa ve İnegöl Ovaları oluşturmaktadır.

Toplam yüzölçümü 10.882 km² olan Bursa İli topraklarının % 17'sini ovalar oluşturmaktadır.

İl sınırları dâhilindeki göller; Ulubat (1.134 km²) ve İznik (298 km²) gölleridir. İlin önemli akarsuları; Mustafakemalpaşa Çayı, Uludağ'ın güney yamaçlarından doğan ve yine Uludağ'dan kaynaklanan birçok küçük dere ile beslenen Nilüfer Çayı, Göksu Çayı, Kocadere, Karadere ve Aksu Deresi'dir.

İlin sahip olduğu kıyı bandı 135 km olup ancak 22 km'lik kısmı kullanıma uygundur.

Bursa ilinin yüzey alanının yaklaşık % 35'ini dağlar kaplamaktadır. Dağlar genellikle doğu-batı yönünde uzanan sıradağlar şeklindedir. Bunlar; Orhangazi'nin batısından Gemlik Körfezi'nin batı ucunda bulunan Bozburun'a doğru uzanan Samanlı Dağları, Gemlik Körfezi'nin güney yüzünü kaplayan ve Bursa Ovası'nı denizden ayıran Mudanya Dağları, İznik Gölü'nün güneyi ile Bursa Ovası'nın kuzey kesimleri arasında bulunan Katırlı Dağları, Mudanya Dağları'nın uzantısı olan Karadağ ve Marmara Bölgesi'nin en yüksek dağı olan Uludağ'dır (2.543 m).

Denizden yüksekliği 155 m olan Bursa, genelde ılıman bir iklime sahiptir. Ancak, iklim bölgelere göre de değişiklik göstermektedir. Kuzeyde Marmara Denizi'nin yumuşak ve ılık iklimi ile güneyde Uludağ'ın sert iklimi görülmektedir.

TÜİK 2014 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi sonucuna göre, Türkiye'nin nüfusu 77.695.904 iken, Ülke nüfusunun 38.984.302'sini erkek, 38.711.602'sini kadın nüfusu oluşturmaktadır. Bursa ilinin nüfusu ise 1.394.715'i erkek, 1.392.824'ü kadın olmak üzere toplam 2.787.539 kişidir.

Bursa ili nüfus bakımından İstanbul, Ankara ve İzmir’ den sonra 4. büyük ildir. Türkiye’nin nüfus artış hızı, 2014 yılı kayıtları ile 2013 yılı kayıtları karşılaştırıldığında, binde 13,4 iken, ilin nüfus artış hızı binde 17’dir. İlin sınırları 17 ilçeyi kapsamaktadır.

2014 yılı adrese dayalı nüfus kayıt sistemine göre nüfus dağılımı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

İlçeler	2013			2014			Nüfus Artış Hızı %1
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	
Büyükorhan	11.913	5.923	5.990	11.396	5.647	5.749	-4,34
Gemlik	101.389	51.076	50.313	103.390	51.923	51.467	1,97
Gürsu	68.872	34.728	34.144	74.827	37.881	36.946	8,65
Harmancık	7.091	3.432	3.659	6.873	3.333	3.540	-3,07
İnegöl	236.168	118.849	117.319	242.232	122.005	120.227	2,57
İznik	43.287	21.427	21.860	42.727	21.154	21.573	-1,29
Karacabey	80.527	40.301	40.226	80.594	40.286	40.308	0,08
Keles	13.639	6.656	6.983	13.123	6.427	6.696	-3,78
Kestel	51.872	25.815	26.057	52.938	26.304	26.634	2,06
Mudanya	77.461	38.125	39.336	80.385	39.519	40.866	3,77
Mustafakemalpaşa	99.999	49.643	50.356	99.651	49.439	50.212	-0,35
Nilüfer	358.265	177.093	181.172	375.474	185.546	189.928	4,80
Orhaneli	22.175	10.857	11.318	21.563	10.530	11.033	-2,76
Orhangazi	75.672	38.019	37.653	76.143	38.235	37.908	0,62
Osmangazi	802.620	403.098	399.522	813.262	408.505	404.757	1,33
Yenişehir	52.132	25.955	26.177	52.215	25.993	26.222	0,16
Yıldırım	637.888	320.917	316.971	640.746	321.988	318.758	0,45
TOPLAM	2.740.970	1.371.914	1.369.056	2.787.539	1.394.715	1.392.824	0,64

Bursa İli TÜİK 2014 yılı ADNKS Sonuçları

(Kaynak: tuik.gov.tr)

Türkiye’de nüfus yoğunluğu 101 kişi iken, Bursa ilinde nüfus yoğunluğu 256 kişi, ortalama hane halkı sayısı 3,4 kişidir.

Türkiye nüfusu ilk nüfus sayımından (1927) bu yana 5,7 katına çıkarak 77.695.904 kişiye ulaşmıştır. 1927- 2014 dönemindeki süreç incelendiğinde ilk zamanlar yoğun olan köy yerleşiminin yerini şehirleşmeye bıraktığı ve 1985 yılından itibaren nüfus yoğunluğunun il ve ilçe merkezlerinde yaşamaya başladığı görülmektedir. Köylerde ikamet eden nüfus azalmaya, şehirlerde ikamet eden nüfus artmaya devam ettiği için aradaki fark giderek büyümektedir.

Bursa ilinin nüfus süreci incelendiğinde 1927-2014 yıllara göre 6,94 kat artış görülmektedir. 1970 yılına dek köylerde yaşayan çoğunluk bu tarihten itibaren şehirlerde ikamet etmeye başlamıştır. Şehirlerde yaşayan nüfus ile köylerde yaşayan nüfus farkı gün geçtikçe büyümektedir. Yıllara göre kadın/erkek oranında Türkiye ortalaması ile paralel gözlemlenmektedir.

Türkiye ve Bursa nüfusuna bakıldığında yaş ve cinsiyetlere göre nüfusun 15-34 yaş grubunda yoğunlaştığı görülmektedir. İlde 15-34 yaş grubu nüfusu 883.650 kişidir. İl nüfusuna oranı % 31,7’dir.



Tarihsel sürece bakıldığında il merkezinde yer alan ilçelerin nüfusları artarken dış kesimlerde kalan Büyükorhan, Harmancık, Keles ve Orhaneli'nin nüfusların da zaman içinde azaldığı görülmektedir. Ayrıca Gemlik, İznik, Mustafakemalpaşa, Orhangazi ve Yenişehir ilçelerinde de nüfus azalış göstermiştir.

Bursa ili, Türkiye ortalamasının üzerinde bir nüfus artışı ile en hızlı gelişen kentlerden biridir. Bu hızlı nüfus artışının en önemli etkeni sürekli alınan göçtür. İlin göç almasındaki en önemli neden ise, Bursa'nın ekonomik açıdan, ticaret ve sanayi açısından önde gelen kentlerden olmasıdır. İl Marmara Bölgesi'nde İstanbul'dan sonra ticari potansiyel açısından bölgenin en büyük ili durumundadır. İlde ağırlıklı olarak tekstil, konfeksiyon makina cihaz vb. ticareti gelişmiştir. Bu kapsamda ilde ticaretle ilgilenen esnaf ve sanatkârlar ile ticarethane sayıları yüksek düzeylerde dir.

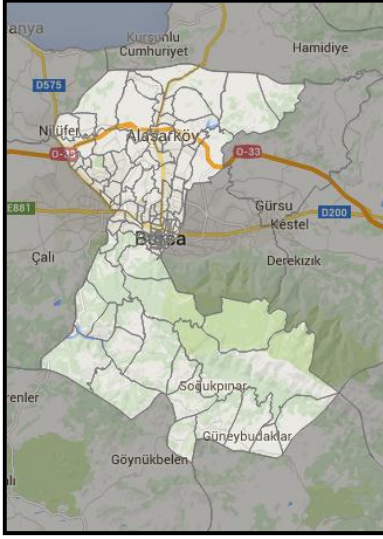
Bursa, ülke ekonomisine sağladığı katma değer açısından İstanbul, Kocaeli ve İzmir'den sonra 4. sırada yer almaktadır. Türkiye genelinde sosyo-ekonomik gelişmişlik sıralamasında ise Bursa, İstanbul, Ankara, İzmir ve Kocaeli'den sonra 5'nci sıradadır. Bursa İli çalışan insan sayısı ve işyeri sayısı bakımından da İstanbul ve İzmir'den sonra Türkiye'de 3. sırada yer almaktadır. Bursa'da yapılan ihracat Türkiye ihracatının yaklaşık % 6'sını oluşturmaktadır.

Bursa ili toplam 1.081.954 hektar alana sahiptir. Bu alanın 429.850 hektarını tarım yapılan kültür arazisi oluşturmaktadır. Kültür arazisinde iklim şartlarına bağlı olarak hemen hemen her türlü tarım ürünü yetiştirilmektedir.

Yapılan arkeolojik çalışmalarla ilde ulaşılan en eski uygarlık kalıntıları Yenişehir yakınlarındaki Menteşe Höyüğü ve Orhangazi yakınlarındaki ulıpınar'dır. 7 bin yıllık yerleşim tarihi olan ilin, Osmanlı Dönemi'nde "Hüdavendigâr" unvanıyla geçirdiği başkentlik döneminden günümüze çok sayıda tarihi yapı kalmıştır. Bursa'nın kent gelişiminde de Osmanlı Devleti'ne başkentlik yapması temel etken olarak sayılabilmektedir.

1987 yılı itibariyle büyükşehir olan Bursa ile özdeşleşen Uludağ, Ulu Cami, kestane şekerinin yanı sıra kaplıcalar ve havlu üretiminde de Bursa ili önde gelen şehirlerdendir. Brookings Institution ve JP Morgan'ın 2014 yılı esas alınarak oluşturulan, İstanbul'un 3. sırayı aldığı, ekonomide yükselen kentler sıralamasında 300 şehir arasında 4. sırayı almıştır. Son yıllarda şehrin Arap başkenti seçilmesinin de etkisiyle Arap turistlerin yoğunluk kazandığı bilinmektedir.

4.6.2 Osmangazi İlçesi



2014 TÜİK verilerine göre 813.262 nüfuslu ve 1.165 kilometrekare yüzölçümüne sahip 27'si kır vasıflı 136 mahalleden müteşekkil Osmangazi ilçesi, doğuda Gökdere Vadisi ile başlar; batıda Nilüfer Deresi ve Yeni Mudanya Yolu, kuzeyde Samanlı Dağları, Nilüfer Çayı ve Bursa Ovası'nı içine alan topraklara sınır oluşturan bölgeyi kapsar. İzmir, İstanbul, Eskişehir yollarının kesiştiği kavşak noktasında bulunan Osmangazi ilçesi ayrıca; Mudanya Limanı'na 31 km, Yalova'ya 74 km, Gemlik'e 30 km mesafededir.

İlçenin denizden yüksekliği ortalama 150 metre olup; Doğu-Batı yönünde uzanan 2.543 metrelik yüksekliğe sahip Uludağ' da 25 gün kar yağar ve kar kalınlığı 2,50 metreye kadar ulaşır.

Sosyal ve ekonomik açıdan merkez konumuyla gündüz nüfusu bir milyonu aşan ilçede; aralarında 5 yıldızlı otellerin de bulunduğu 88 otel, 554 restoran, 10 sinema ve alışveriş merkezleri bulunmaktadır. Alışveriş merkezi sayısının, özellikle Nilüfer ilçesinde yapılan yatırımlarla 2017 yılı sonunda 17'ye ulaşması beklenmektedir.

Bununla birlikte ilçede; otomobil yan sanayi, dokuma sanayi, havlu sanayi, trikotaj sanayi, kundura sanayi, tarım araçları sanayi, mobilya sanayi, deri, plastik sanayi, makine ve madeni eşya yapımıcılığı, elektrik motoru sanayi, döküm sanayi, marangoz makineleri sanayi, kaynak makineleri sanayi, soba sanayi, bıçakçılık sanayi gelişim göstermiştir. Sayılanların yanı sıra yağ ve un fabrikaları da üretim yapmaktadır.

Osmanlı'nın ilk başkenti olan Bursa'da 14. yüzyılda oluşmaya başlayan ticaret bölgesi; 16. yüzyılda han, bedesten ve çarşıların oluşumuyla gelişimini tamamlamıştır. Erken Osmanlı döneminde yapılan 668 yıllık geçmişle Hanlar Bölgesi, Bursa'da çarşı yapısının nasıl oluştuğunu göstermesi açısından önemlidir. Bu bölgedeki hanlar; Balibey Han, Koza Han, Fidan Han, Pirinç Han, İpek Han, Emir Han, Geyve Han, Galle Han, Çukur(Kütahya) Han, Kapan Han, Tuz Han'dır.

Osmangazi sınırları içerisindeki Yeşil Kuşak Projesi'nin önemli bir ayağını oluşturan Soğanlı Kent Parkı Bursa'ya yeni bir oksijen ünitesi kazandırmaktadır. 580 bin metrekarelik bir alana yayılan Soğanlı Kent Parkı'nın içerisinde, yürüyüş ve bisiklet yolları, kafeterya, büfeler bulunmaktadır. Yine Soğanlı Kent Parkı içinde 189 bin metrekarelik alana yayılan Hayvanat Bahçesi, dünya standartları gözetilerek oluşturulmuştur.

% 99'u okur yazar olan ilçede; kaplıca, Uludağ ve tarihi değerlerle turizm sektörü, tarıma elverişli coğrafyası ile tarım sektörü, otomotiv sanayinin lokomotifi olduğu endüstriyel üretim ile de sanayi

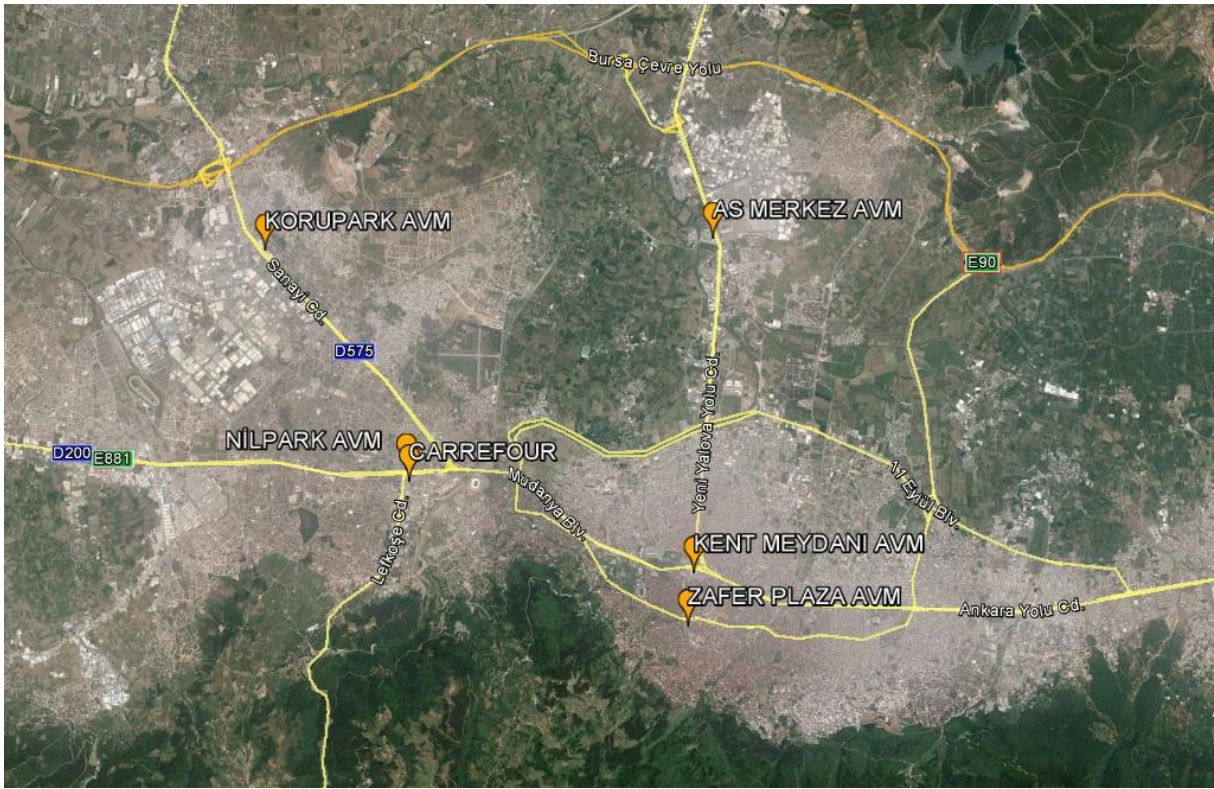


sektörü gelişmiştir. Reşat Oyal Kültür Parkı, İnkaya Çınarı, Tophane Yamaçları, Ulucami ile Orhan Camii arasındaki geniş alana yayılan Kozahan, 1340 yılında Orhan Bey tarafından yaptırılan Emirhan, başta II. Murad ve Cem Sultan'a ait olanlarla birlikte yirmiye yakın türbenin yanı sıra, medrese, okul, imarethane, gusûlhane, hamam ve camiden oluşan Muradiye Külliyesi, Hüdavendigâr Camii, Osmanlı mimarlığının başlangıç döneminde, çok ayaklı ve çok kubbeli cami planlarının en önemli örneği Ulu Camii, ayrıca Merinos Kent Parkı, Botanik Parkı, Soğanlı Hayvanat Bahçesi, Pınarbaşı Parkı, Soğukkuyu Parkı ve Hamitler Parkı ve Sukay Park adı ile Sukayağı Tesisleri Osmangazi sınırları içerisinde yer alan çekim merkezleri olarak sıralanabilir. İlçenin en önemli diğer tarihsel anıtları ve yapıtları şunlardır: Bursa Kalesi, Bursa Hisarı, I.Murad Türbesi, Pars Bey Türbesi, Çakır Ağa Hamamı, Osmangazi ve Orhangazi Türbeleri, Şehzade Mustafa Türbesi, Bedesten, Arkeoloji Müzesi, Atatürk Müzesi, Osmanlı Evi Müzesi, Kent Müzesidir, Ördekli Kültür Merkezi, Gökdere Medresesi, Irgandı Köprüsü, Haraççioğlu Medresesi, Karabaş-ı Veli Dergahı, Balibey Hanı, Muradiye Hamamı, Galle Han'dır.

4.6.3 Osmangazi ve Yakın Çevresi Alışveriş Merkezlerine İlişkin Veriler

AVM	Açılış Tarihi	Kapalı Alan (m ²)	Kiralanabilir Alan (m ²)	Küçük ve Orta Ölçekli Mağaza Kira Değeri (USD/m ² /ay)	Ortalama Yeme-içme Alanı Kira Değeri (USD/m ² /ay)
Kent Meydanı AVM	2008	72.774	25.511	55-65	55-70
Nilpark AVM	2007	33.500	18.588	60-65	60-70
Carrefour Bursa AVM	2001	100.000	38.758	50-60	65-75
As Merkez	2000	55.000	44.500	25-35	40-50

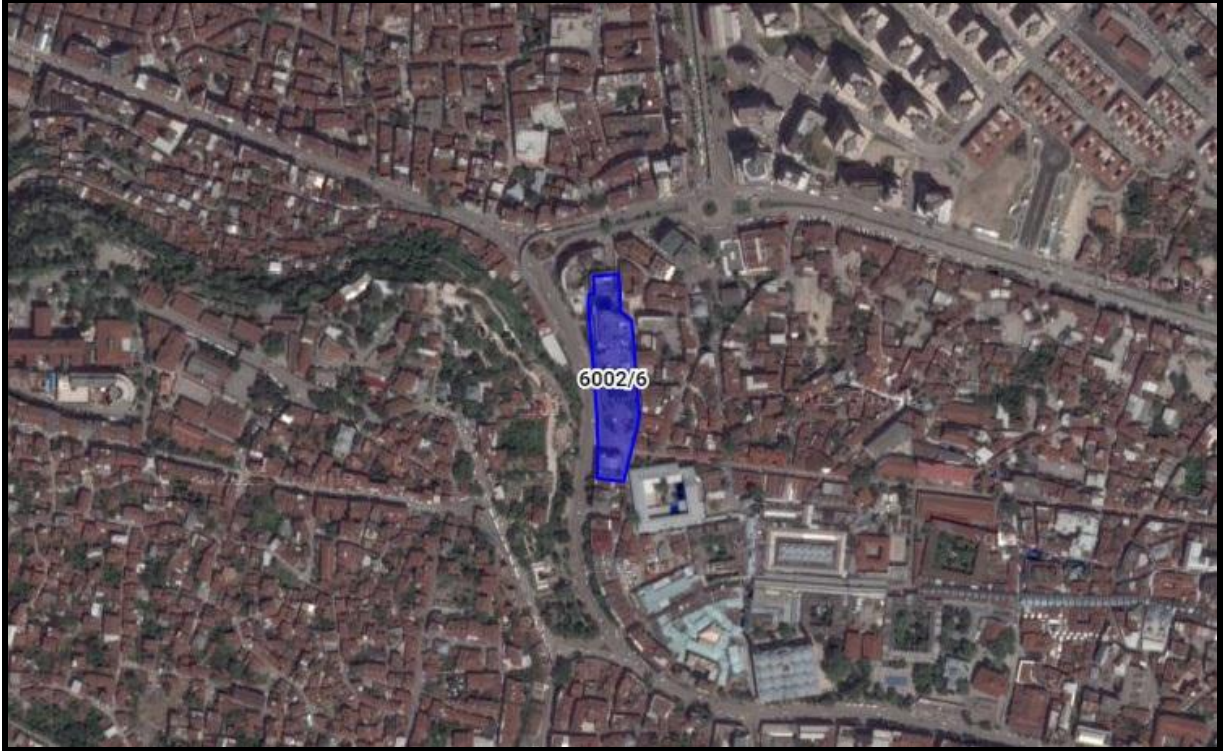
Bölgenin yakın çevresinde son yıllarda geliştirilmiş kimi önemli AVM projeleri aşağıdaki haritada verilmektedir.



5 DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER

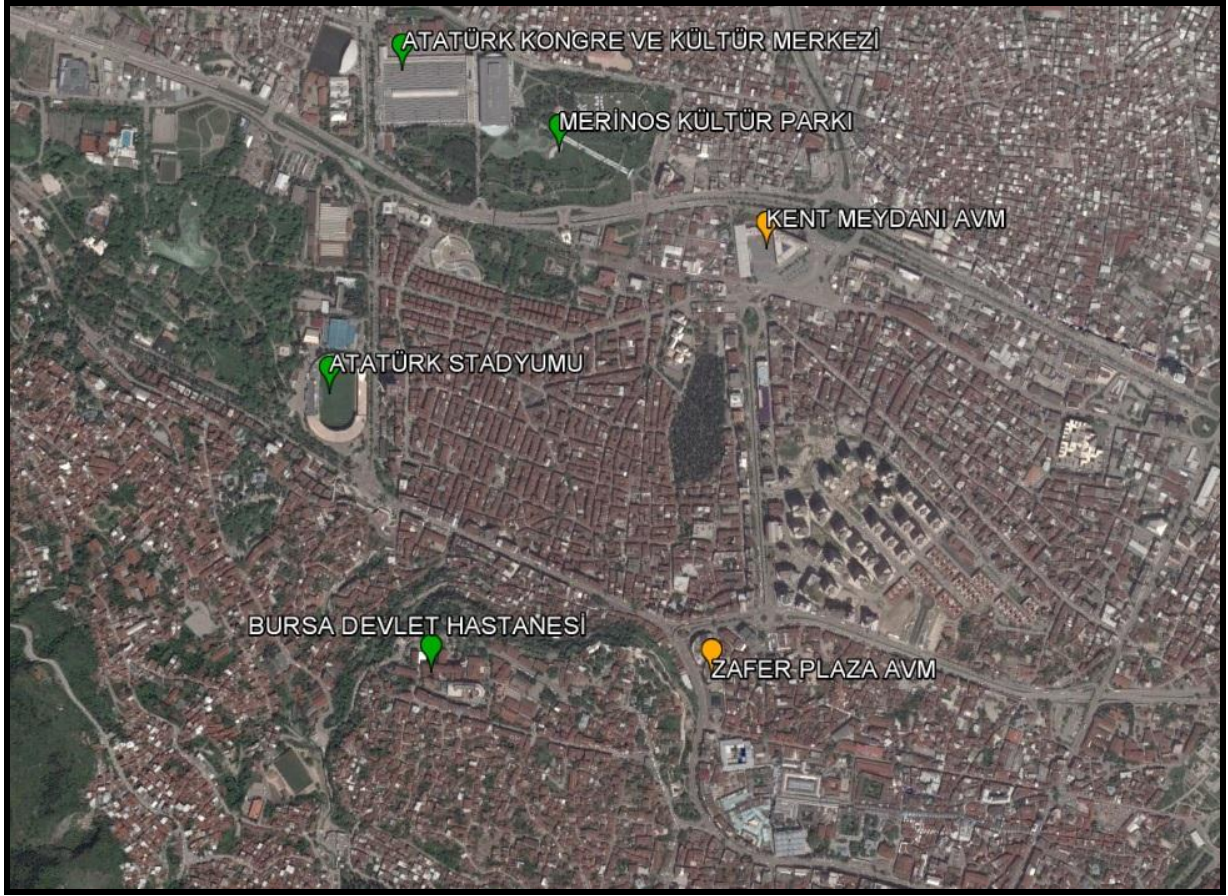
5.1 Gayrimenkulün Yeri, Konumu ve Çevresine İlişkin Bilgiler

Değerlemeye konu olan gayrimenkul, Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Şehreküstü Mahallesi, Cemal Nadir Caddesi, No:181 Osmangazi / BURSA açık adresinde konumlu; tapu senedi bilgilerine göre, Bursa ili, Osmangazi ilçesi, Şehreküstü Mahallesi, 6002 Ada, 6 Parsel’de yer alan 9.622,33m² yüzölçümlü arsa üzerinde geliştirilmiş, “Zafer Plaza AVM” dir.



Değerleme konusu ana taşınmaz, ticari hareketliliğin ve yaya trafiğinin yüksek olduğu Cemal Nadir Caddesi üzerinde yer almakta olup, Bursa’nın ilk alışveriş merkezlerinden biridir. Yakın çevresinde Heykel Meydanı, Kapalı Çarşı, Hoca İlyas İlköğretim Okulu, Ulucami, Medikal Park Hastanesi, Devlet Hastanesi ve Devlet Tiyatrosu gibi önemli yerler bulunmaktadır.

Gayrimenkulün Yakın Çevresinin Uydu Görüntüsü



Merkezi konumda yer alan taşınmaza özel taşıt ve toplu taşıma araçlarıyla kolayca ulaşım sağlanabilmektedir. Kimi önemli konumlara özel taşıt ile yaklaşık uzaklıklar aşağıda verilmiştir.

Konum	Uzaklık (km)
Heykel Meydanı	1,0
Bursa Devlet Hastanesi	1,4
Merinos Kültür Parkı	4,5
Osmangazi Belediyesi	4,5
Atatürk Kongre ve Kültür Merkezi	5,2
Bursa Otobüs Terminali	11,8

5.2 Gayrimenkulün Tapu Kayıt Bilgileri

İli	:	Bursa
İlçesi	:	Osmangazi
Mahallesi	:	Şehreküstü
Köyü	:	-
Sokağı	:	-
Mevkii	:	-
Pafta No	:	H22D07A1C
Ada No	:	6002
Parsel No	:	6
Yüzölçümü (m ²)	:	9.622,33
Maliki	:	Torunlar GYO A. Ş. (8302187/11488932 hisse) (*)
Niteliği	:	Yol Seviyesi Altında Altı Yol Seviyesi Üstünde Dört Toplam On Katlı Betonarme Dükkan Depo Sinema Büro İtfaiye (B.H.A) O.P ve Ortak Alan
Tapu Tarihi	:	24.03.2009 (*)
Yevmiye No	:	4623 (*)
Cilt No	:	1
Sayfa No	:	10

(*)Değerleme konusu gayrimenkul, TAKBİS belgesinde görüldüğü üzere hisseli mülkiyetlidir.

Hisseli mülkiyetli gayrimenkullerin alım satım işlemlerinde, hisse sahiplerinin önalım hakkı bulunmaktadır.

4721 sayılı Türk Medeni Kanunu;

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 artırmayla 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.



5.2.1 Gayrimenkulün Tapu Kayıtlarının Tetkiki

Osmangazi İlçesi Tapu Müdürlüğü 'nden alınan ve ekte nüshası sunulan 19.10.2015 tarihli taşınmaz bilgilerine göre taşınmazın tapu kayıtları üzerinde yapılan incelemede değerlendirme konusu gayrimenkul üzerinde aşağıdaki takyidatlar yer almaktadır.

Beyanlar Hanesi:

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 Ve 1497 Sayılı Yazısı

İrtifak Hanesi:

B:H: Bu parsel aleyhine kamunun lehine E:1.293,53m²lik kısımda geçit hakkı vardır. Tar: 12.11.1998 Yev: 7480 (Başlama tarihi: 12.11.1998, Bitiş tarihi: 12.11.1998 - Süre: -) (12.11.1998 tarih ve 7480 yevmiye numarası ile)

5.2.2 Gayrimenkulün Tapu Kayıtlarında Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olan Değişiklikler

Değerleme konusu taşınmazın Torunlar GYO A.Ş. hissesine ait tapu kayıtlarında son üç yıl içinde herhangi bir değişiklik bulunmamaktadır.

5.2.3 Tapu Kayıtları Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

Değerleme konusu taşınmaz üzerinde bulunan takyidatlar raporun 5.2.1 bölümünde verilmiştir.

28/5/2013 tarihli ve 28660 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde "yatırım faaliyetleri ve yatırım faaliyetlerine ilişkin sınırlamaların" belirtildiği 22-C Maddesinde "Portföylerine ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı haklar dahil edilebilir" hükmü bulunmaktadır.

Yukarıda belirtilen takyidatların taşınmazların devir ve temlikini kısıtlayıcı veya değerini doğrudan ve önemli ölçüde değerini etkileyecek nitelikte olmadığı kanaati edinilmiştir. Bu sebeple konu gayrimenkullerin tapu kayıtları açısından portföye alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde herhangi bir sakınca bulunmamaktadır.

5.3 Gayrimenkulün İmar Bilgilerinin İncelenmesi

Rapor konusu 6002 Ada, 6 Parsel, 20.01.2004 onay tarihli, 1/1000 ölçekli Şehreküstü Mahallesi Koruma Amaçlı Uygulama İmar Planı Revizyonu kapsamında "Ticaret Alanı" içerisinde kalmaktadır. İlgili imar durumunu gösterir belge rapor ekinde sunulmuştur.

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.

5.3.1 Gayrimenkule İlişkin Plan, Ruhsat, Şema ve Benzeri Dokümanlar

Konu gayrimenkul için yapılan çalışmada konu gayrimenkul ile ilgili aşağıdaki belgelere erişilmiştir.

Yapı Ruhsatları:

- ✓ 10.04.2014 tarih ve 392 ruhsat numaralı, "Mağaza, Depo (ticari amaçlı), Sinema Binası, İtfaiye Hizmet binası ve Garaj binası (yeraltı ve yerüstü)" için verilmiş 24.527 m² alanlı Tadilat Ruhsatı,
- ✓ 10.04.2014 tarih ve 392 ruhsat numaralı, "Alışveriş Merkezindeki Restoranlar ve Ortak Alan" için verilmiş 32.595m² alanlı Tadilat Ruhsatı mevcuttur.
- ✓ İlk Yapı ruhsatınının 29.11.1996 tarih ves 87-43 sayılı olduğu bilgisi, Tadilat Ruhsatı üzerinden alınmıştır.

Yapı Kullanma İzin Belgeleri:

27.05.2014 tarih ve 308 ruhsat numaralı, "Mağaza, Depo(ticari amaçlı), Sinema Binası, İtfaiye Hizmet binası ve Garaj binası (yeraltı ve yerüstü)" için verilmiş 24.527 m² alanlı Yapı Kullanma İzin Belgesi,

27.05.2014 tarih ve 308 ruhsat numaralı, "Alışveriş Merkezindeki Restoranlar ve Ortak Alan" için verilmiş 32.595m² alanlı Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcuttur.

Belgenin detayı aşağıda sunulmuştur:

Niteliği	Adet	Kapalı Alan
Mağaza	107 Adet	20.594m ²
Depo (Ticari Amaçlı)	47 Adet	1.665m ²
Sinema Binası	8 Adet	874m ²
İtfaiye Hizmet Binası	1 Adet	1.148m ²
Garaj Binası	1 Adet	246m ²
Restoranlar	27 Adet	2.302m ²
Ortak Alan		30.293m ²
TOPLAM	191 Adet	57.122m²

5.3.2 Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri

Değerleme konusu taşınmaz 29.06.2001 tarih ve 4708 sayılı Yapı Denetimi Hakkında Kanun'un yürürlüğe girmesinden önce inşa edildiği için söz konusu kanun kapsamında bulunmamaktadırlar.

5.3.3 Gayrimenkulün Hukuki Durumunda (İmar Planında Meydana Gelen Değişiklikler, Kamulaştırma vb.) Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olan Değişiklikler

Konu gayrimenkul ile ilgili tarafımıza ulaşan belgelerde ve yetkili kurumlarda yaptığımız incelemelerde Osmangazi Belediyesinde yapılan incelemelerde herhangi bir değişiklik meydana gelmediği gözlenmiştir.

5.3.4 Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin, Belgelerin Tam ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüş

Değerleme konusu gayrimenkul ile ilgili olarak İmar Durum Belgesi, Onaylı Mimari Proje, Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcut olup gerekli tüm izin ve belgeler alınmıştır.

5.3.5 İmar Bilgileri Açısından Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

Değerleme konusu taşınmazın yer aldığı parselin güncel imar durumunda ve yapılanma koşullarında herhangi bir değişiklik bulunmamaktadır. Parsel üzerinde mevcut yapılara ait tasdikli mimari proje, yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgeleri mevcut olup imar bilgileri açısından taşınmazın Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyüne alınmasında bir sakınca yoktur.

5.3.6 Projeye İlişkin Detaylı Bilgi ve Planların ve Söz Konusu Değerin Tamamen Mevcut Projeye İlişkin Olduğuna ve Farklı Bir Projenin Uygulanması Durumunda Bulunacak Değerin Farklı Olabileceğine İlişkin Açıklama

Söz konusu değerlendirme çalışması “proje değerlemesi” kapsamında bulunmamaktadır.

5.4 Gayrimenkulün Fiziki Özellikleri

5.4.1 Gayrimenkulün Yapısal, İnşaat Özellikleri

Değerleme konusu gayrimenkul, Bursa İli, Osmangazi İlçesi, Şehreküstü Mahallesi, 6002 ada, 6 parsel no’lu, 9.622,33m² yüzölçümüne sahip, “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” niteliklidir. Ayrık nizamda, betonarme karkas ve çelik konstrüksiyon olarak inşa edilmiştir.

Taşınmaz, 6 bodrum kat + asma kat + zemin kat + 3 normal kat + tesisat katı olmak üzere 10 katlıdır. 6-5-4. bodrum katlarda toplam 555 araçlık kapalı otopark ve teknik hacimler ile depolar bulunmaktadır. 3. bodrum katta itfaiye, Zafer Plaza işletmesine ait alanlar ve mağazalar, ortak alanlar ile teknik hacimler yer almaktadır. 2-1. bodrum katları, zemin ve normal katlarda mağazalar, ortak alanlar ile teknik hacimler bulunmaktadır. Dışarıdan görünen 2 yapı ve piramit yeraltı katlarında birbiri ile bağlantılıdır. Mevcutta 27.05.2014 tarih ve 308 no.lu yapı kullanma izin belgesine uyumlu olarak inşa edilmiş olup, toplam inşaat alanı 57.122m²’dir. Alanlarının dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Niteliği	Adet	Kapalı Alan
Mağaza	107 Adet	20.594m ²
Depo (Ticari Amaçlı)	47 Adet	1.665m ²
Sinema Binası	8 Adet	874m ²
İtfaiye Hizmet Binası	1 Adet	1.148m ²
Garaj Binası	1 Adet	246m ²
Restoranlar	27 Adet	2.302m ²
Ortak Alan		30.293m ²
TOPLAM	191 Adet	57.122m²

Gayrimenkulün kuşbakışı olarak ortasına denk gelen Piramit alanı güneş ışığından faydalanmak üzere şeffaf materyalden yapılmıştır. AVM’de kapalı otopark alanları mevcut olup, açık otopark alanı bulunmamaktadır. Zafer Plaza AVM 1999 yılında faaliyete başlamıştır.

Yapısal ve İç Mekân İnşaat Özellikleri	
Toplam Alan	57.122,00 m ²
Yaş	16 yıl
Yapı Tipi	Betonarme, çelik konstrüksiyon
Çatı Sistemi	Teras çatı
Nizamı	Ayrık Nizam
Kat Adedi	10 katlı (6 Bodrum + Zemin + 3 Normal Kat)
Dış cephe	Silikon esaslı dış cephe kaplama malzemesi
Elektrik	Şebeke
Isıtma Sistemi	Merkezi
Su	Şebeke
Kanalizasyon	Şebeke
Asansör	Mevcut
Havalandırma Sistemi	Mevcut
Yangın Merdiveni	Mevcut
Yangın Söndürme Sistemi	Mevcut
Park Yeri	Mevcut (Kapalı)
Zemin	Seramik, granit, beton, epoksi
Duvar	Saten boya, fayans, cam giydirme
Doğrama	Alüminyum
Tavan	Asma tavan
Aydınlatma	Spot aydınlatma
Ses sistemi	Mevcut

5.4.2 Gayrimenkulün Mahallinde Yapılan Tespitler

- Değerleme konusu parsel, düzgün olmayan bir geometrik şekle sahip olup, topografik olarak hafif meyillidir.
- AVM merkezi konumda, önemli ana arterlere ve kamu kurum-kuruluşlarına yakın konumdadır. Değerleme konusu taşınmaz ticaret sektörü açısından hareketli bir bölgede yer almaktadır.
- Değerleme konusu taşınmazın; şehir merkezinde oluşu sebebiyle bilinirliği ve reklam kabiliyeti yüksektir, Bursa'nın en eski alışveriş merkezidir.
- Zafer Plaza AVM, betonarme karkas ve çelik konstrüksiyon yapı tarzında, ayrık nizamda, 6 bodrum + zemin + 3 normal kat olmak üzere toplam 10 katlı olarak inşa edilmiş olup, toplam brüt 57.122m² kapalı alana sahiptir.
- Zafer Plaza AVM içerisinde havalandırma ile ısıtma ve soğutma sistemleri, ses sistemi, müşteri ve servis asansörleri, yangın alarm ve söndürme sistemleri yer almaktadır.
- Parselin sınırlarını belirleyici herhangi bir çit, duvar vb. bulunmamaktadır.
- Parselin, bina oturumları dışında kalan alanlarında kısmen parke taşı kaplı olup, yer yer yeşil alan bulunmaktadır. Açık otopark alanı yoktur.



- Merkezi konumu nedeniyle hafta içi ve hafta sonları ziyaretçi yoğunluğu yüksektir, AVM yönetiminden 2015 yılı Ekim sonu itibariyle ziyaretçi giriş sayısının 11.159.389 olduğu bilgisi alınmıştır.
- Mağaza ve yeme-içme ile ilgili dükkân alanlarının doluluk oranlarının % 100 e yakın olduğu ve bu bölümde hizmet veren dükkânların nispeten yabancı marka veya büyük zincir markalar olduğu gözlenmiştir.

6 GAYRİMENKULÜN DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE GAYRİMENKULÜN DEĞER TESPİTİ

6.1 Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen veya Sınırlayan Faktörler

Söz konusu değerlendirme çalışmasını genel anlamda olumsuz yönde etkileyen veya sınırlayan bir faktör bulunmamaktadır.

6.2 SWOT Analizi

Güçlü Yönler

- Kent merkezi alanı içinde konumlu AVM, kent için bir odak ve buluşma noktası olması.
- AVM'nin meydanı ve piramitiyle mimari olarak kentin simgesel yapılarından biri olması
- Değerleme konusu AVM'de tercih edilen markaların mağazaların bulunması.

Zayıf Yönler

- 16 yıllık AVM'nin yaşı nedeniyle tadilat ihtiyacının artması, düzenli olarak belirli altyapı sistem ve alanları ile alışveriş merkezi mekanlarının yenilenmesi ihtiyacının olması.

Fırsatlar

- Tesis ana arterlerin keşişim noktasında bulunmaktadır. Ulaşım ve erişilebilirlik imkanları geniştir. Toplu taşıma durakları gayrimenkule yürüme mesafesinde konumludur.
- Faaliyete 16 sene önce başlayan AVM, bölgede halen ilk olarak tercih edilebilecek konumdadır.

Tehditler

- Son yıllarda alışveriş merkezinin etki bölgesinde inşa edilen yeni AVM projeleri ile ziyaretçilerin alternatiflerin artması.
- ABD Merkez Bankasının parasal genişlemeye son vermesinin ardından gelişmekte olan ülkelere olan fon transferlerinin azalması beklenmektedir. Bu durumun genel olarak gayrimenkul piyasasına negatif etkileri olabilir.

6.3 Hasılat Paylaşımı veya Kat Karşılığı Yöntemi İle Yapılacak Projelerde Emsal Pay Oranları

Hasılat Paylaşımı veya Kat Karşılığı Yöntemi bu değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

6.4 Gayrimenkulün Değerlemesinde Kullanılan Yöntemler ve Seçilme Sebepleri

Bu değerlendirme çalışmasında değerlendirme konusu taşınmaz ticari nitelikli olması sebebi ile “Gelir İndirgeme Yaklaşımı” ve “Maliyet Yaklaşımı” kullanılmıştır. Maliyet Yaklaşımında arsa değerine ulaşabilmek amacı ile ise “Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı” kullanılmıştır.

6.4.1 Emsal Yaklaşımı

Taşınmazın mahallinde yapılan araştırmalarda rapor konusu taşınmaza benzer konum, nitelik ve aynı yapılanma koşullarında yakın zamanda satışı gerçekleşmiş arsa emsali bulunamamıştır. Pazarda satışta olan satılık arsa emsalleri büyüklük, konum, pazarlık payı gibi düzeltmeler sonucunda değerlendirme konusu arsalar için birim arsa değerine ulaşılmıştır.

6.4.1.1 Değerlemede Esas Alınan Benzer Satılık Örneklerinin Tanım ve Satış Bedelleri İle Bunların Seçilmesinin Nedenleri

Değerleme konusu parselin yakın civarında satışı gerçekleşmiş ve halen satışta olan benzer imarlı bina emsalleri aşağıda tabloda gösterilmiş olup, emsallerde bina maliyeti düşülerek arsa değerine ulaşılmıştır.

İmar Durumu	Emsal	Büyüklük (m ²)	İstenen Satış Bedeli(TL)	İstenen Birim Satış Fiyatı (TL/m ²)
Ticaret	-	86	1.000.000	11.628
Ticaret	-	670	7.500.000	11.194
Konut	-	368	1.500.000	4.076
Ticaret	-	150	410.000	2.733

- Bulunan satılık arsa emsalleri için yapılan görüşmelerde mülkler ile ilgili sözlü olarak yaklaşık konumları pazarlık payları ve imar durumları hakkında bilgi alınmıştır.
- Yapılan görüşmelerde, bölgede ticari imarlı boş parsel bulunmadığı ancak söz konusu parselin arsa metrekare değerinin 9.000-10.000.-TL aralığında olabileceği, konut imarlı arsaların daha yoğunlukta olduğu, daha kötü konumda, konut imarlı arsa metrekare değerinin 1.250.-TL/m² civarında minimum satış değerinin olabileceği tespit edilmiştir.

- Söz konusu taşınmazın emsallere oranla yaya ve araç trafiğinin daha yoğun olduğu bir bölgede yer alması ve mevcut inşaat hakkının çok yüksek olması göz önünde bulundurulmuştur.
- Değerleme konusu taşınmaza lokasyon, büyüklük ve şerefiye bakımından emsal oluşturan arsa sayısı kısıtlıdır. Yapılan emlak piyasası araştırmasından, arsa büyüklüğü faktörünün arsa satış değerlerinde, büyüklüğe bağlı olarak birim fiyatta azalmanın önemli ölçüde olmadığı anlaşılmıştır. Bu durum, büyük alanlı arsaların yatırım değerinin olması ile açıklanabilir.
- Değerleme konusu taşınmazın yakın çevresinde, önemli şerefiye farklılığı bulunması arsa birim satış değeri aralığını genişletmektedir. Söz konusu aralık, değerlendirme konusu taşınmaza konum, şerefiye, fonksiyon bakımından daha benzer olanlar yönünde daraltılmıştır. Söz konusu benzer nitelikli **emsaller konu gayrimenkuller için düzeltme çalışmasına tabi tutulmuştur.**

Düzeltilme Kriterleri:	Emsal 1	Emsal 2
Büyüklük (m ²)	86	670
İstenen Satış Fiyatı (TL)	1.000.000	7.500.000
İstenen Birim Fiyatı (TL/m ²)	11.628	11.194
Pazarlık Payı	10%	9,0%
Emsal İçin Düzeltme	-10%	-7,0%
Gerçekleşmesi Muhtemel Birim Satış Değeri (TL/m ²)	10.465	10.187
Büyüklük İçin Ayarlama	-5%	-5%
Konum İçin Düzeltme	25%	25%
Düzeltilmiş Değer	11.184,59	11.249,79
Ağırlıklandırılmış Düzeltilmiş Değer	50%	50%
Ortalama Birim Satış Değeri (TL/m²)	11.217,19	
Ortalama Birim Satış Değeri (USD/m²)	4.000,00	

Seçilen emsaller arasında yapılan düzeltme çalışmaları sonucunda konu gayrimenkuller için kabul edilen birim arsa satış fiyatı olarak **~4.000 USD/m²**'ye ulaşılmıştır. Ulaşılan bu değer gayrimenkul geliştirme yaklaşımında birim arsa değeri olarak kullanılmıştır.

6.4.2 Maliyet Yaklaşımı

Konu gayrimenkulün değerine ulaşmak için maliyet (yerine koyma) yaklaşımı uygulanmıştır. Maliyet yaklaşımı ile ilgili yapılan kabuller aşağıda yer almaktadır.

	Miktar	Birim Maliyet	Toplam Maliyet
	m ² / adet	ABD\$/m ²	ABD \$
BİNA MALİYETLERİ			
AVM			
İskana Dahil Alan	25.435	825	20.983.875
Ortak Alan	30.293	875	26.506.375
Kapalı Otopark Alanı ve Kapalı Alanlar	1.394	250	348.500

Arsa Alanı (m²)	9.622,33
Kiralanabilir Alan (iskâna tabi) (m²)	25.435
Şirket Muhasebe Kayıtlarına Göre Kiralanabilir Alan (m²)	55.728
Garaj ve İtfaiye Alanı (m²)	1.394
Toplam AVM Alanı* (m²)	57.122

Toplam inşaat alanına ulaşılırken, iskâna tabi alışveriş merkezi alanı ve şirket tarafından beyan edilen kiralanabilir alan dikkate alınmıştır.

- Alışveriş merkezi için kiralanabilir alan birim maliyeti 825 USD/m² olarak kabul edilmiştir.
 - Zemin üzerinde oluşturulan kiralanabilir alan dışında yer alan ortak alanların birim maliyeti 875 ABD\$/m² kabul edilmiştir.
 - Garaj ve İtfaiye Alanı için kiralanabilir alan birim maliyeti 250 USD/m² olarak kabul edilmiştir.
- Yukarıda yer alan kabullere göre oluşturulan maliyet ve nakit akış tabloları aşağıda verilmiştir.

	Miktar	Birim Maliyet	Toplam Maliyet
	m ² / adet	ABD\$/m ²	ABD \$
BİNA MALİYETLERİ			
AVM			
İskana Dahil Alan	25.435	825	20.983.875
Ortak Alan	30.293	875	26.506.375
Kapalı Otopark Alanı ve Kapalı Alanlar	1.394	250	348.500

TOPLAM BİNA MALİYETİ,USD	57.122		47.838.750
BİNA DIŞI MALİYETLER,USD			
AVM Oturum Alanı (m2)			8.000
Peyzaj Alanı	1.622	50	81.117
Altyapı	9.622	50	481.117
TOPLAM BİNA DIŞI MALİYETLER,USD			562.233
TOPLAM BİNA VE BİNA DIŞI MALİYETLER,USD			48.400.983
DIĞER MALİYETLER			
Mimarlık & Mühendislik Ücretleri	1,50%		726.015
Yatırımcı Sabit Giderleri	1%		484.010
Proje Yönetim Giderleri	2%		968.020
Yapı Denetim Ücreti	3%		1.452.029
Yasal İzinler ve Danışmanlık	3%		1.452.029
Pazarlama Harcamaları	2%		968.020
Dekorasyon Desteği	2%		968.020
Müteahhit Ücreti	10%		4.840.098
TOPLAM DIĞER MALİYETLER,USD			11.858.241
TOPLAM GELİŞTİRME MALİYETİ, USD			60.259.224
GIYDIRILMIŞ BİRİM MALİYET, USD/m²			1.055
AMORTİSMAN (%20) DÜŞÜLMÜŞ BİNA DEĞERİ, USD			48.207.379
Arsa Birim Satış Değeri, USD			4.000
Arsa Alanı (m2)			9.622
Arsa Değeri (6002 ada 6 parsel), USD			38.489.320

Arsa + Bina Değeri, USD	86.696.699
Torunlar GYO 8302187/11488932 hissesinin Değeri, USD	62.649.183

Konu gayrimenkulün **31.12.2015** tarihi itibari ile “**Maliyet Yöntemi**” ne göre piyasa değeri **86.696.699.-USD** (243.054.196.-TL) Torunlar GYO 8302187/11488932 hissesinin değeri **62.649.183.-USD** (175.636.986.-TL) olarak belirlenmiştir.

6.4.3 Gelir İndirgeme Yaklaşımı / Geliştirme Yaklaşımı

Değerleme konusu taşınmazın gelir getiren ticari bir mülk olması nedeniyle geliştirme yöntemi kullanılmıştır. Geliştirme yönteminde konu gayrimenkullerin sahip oldukları mevcut imar durumları ile geliştirildiği kabul edilmiştir. Gayrimenkul üzerinde AVM projesi geliştirilerek bu süreçte oluşan inşaat maliyetleri, altyapı maliyeti, çevre tanzimi ve peyzaj maliyeti gider, alınan kiralar ise gelir olarak yıllara sair nakit akışı oluşturulur. Oluşturulan nakit akışı belirlenen iskonto oranı ile indirgenerek gayrimenkullerin net bugünkü değerine ulaşılmıştır.

Gelir İndirgeme Yöntemi İçin Kabuller:

- Gayrimenkul için mevcut doluluk oranı tarafımıza Torunlar GYO A.Ş. tarafından sağlanan belgeler doğrultusunda ana kiracı, büyük mağaza ve restoranlar için % 100, küçük mağazalar için % 99 kabul edilmiştir.
- Alışveriş Merkezi projesi için tarafımıza Torunlar GYO A.Ş. tarafından sağlanan bilgilere göre toplam kiralanabilir brüt alan 21.503 m² olarak kabul edilmiştir. Kiralanabilir alan dağılımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

	Kiralanabilir Alan (m ²)
Ana Kiracı Kiralanabilir Alan (m ²)	4.757
Mağazalar Kiralanabilir Alan (m ²)	7.407
Küçük Mağazalar Kiralanabilir Alan (m ²)	7.562
Restoran Kiralanabilir Alan (m ²)	1.778

- Torunlar GYO A.Ş. tarafından sağlanan kiralama bilgilerine göre mevcut kiralanan alan 21.503 m²'dir.
- Doluluk oranının, 10. işletme yılında da ilk projeksiyon yılındaki gibi ana kiracı, büyük mağaza ve restoranlar için % 100, küçük mağazalar için % 99 olacağı kabul edilmiştir.
- Diğer gelirlerin (baz istasyonu, stand, depo, ATM, otopark, taksi..vb.), AVM Kiralanabilir Alan Kira Geliri Toplamının % 10'U olacağı kabul edilmiştir.
- AVM ortak alan gideri muhasebe kayıtlarından elde edilmiş olup kiralanabilir alan başına 12,36 USD/m² olarak hesaplanmıştır. Bu ortak alan giderinin kiralama sözleşmelerine göre %65'lik bölümünün kiracılardan karşılanacağı, kalan miktarın AVM gideri olarak yansıtılacağı kabul edilmiştir.
- Emlak vergisi değeri olarak 165.804 USD ve sigorta bedeli olarak 69.201 USD hesaplanmıştır. Her iki değer de yıllar bazında % 3 oranında artacağı öngörülmüştür.
- AVM yıllık toplam gelirinin % 1,5'i kadarı yenileme fonu olarak ayrılmaktadır.



- 10. İşletme yılından sonra gayrimenkulün satıldığı kabul edilmiştir. Kapitalizasyon oranı % 8 olarak kabul edilmiştir.
- Değerleme çalışmasında 10 yıllık USD bazlı Eurobond tahvili oranı olan % 4,60 “Risksiz Getiri Oranı” olarak alınmıştır.
- Projeksiyonda indirgeme oranı % 10 olarak belirlenmiştir.
- Çalışmalar sırasında gelir ve maliyetler hesaplamaları Dolar cinsinden hesap edilmiş olup, döviz kuru olarak 02.11.2015 tarihindeki 1 USD döviz alış kuru 2,8035 TL kullanılmıştır. Söz konusu gayrimenkul değerlendirme raporunda ulaşılan TL cinsinden değer yabancı paraya çevirirken döviz satış kuru (2,8085 TL) kullanılmıştır.
- Tüm ödemelerin peşin yapıldığı varsayılmıştır.
- Çalışmalarda ABD’nin son 10 yıllık enflasyon endeksi incelenerek oranı ortalama enflasyon oran olan % 3 yıllık kira artış oranı olarak kullanılmıştır.
- Net bugünkü değer hesaplarında yıl ortası faktörü (0,5) hesaba katılarak daha gerçekçi bir net bugünkü değer ortaya çıkartılmıştır.
- Çalışmalara, IVSC (Uluslararası Değerleme Standartları Kapsamında) vergi ve KDV dahil edilmemiştir.

Takip eden sayfada konu gayrimenkul için geliştirilmiş nakit akışı verilmiştir.



Yıllar	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Kira Artış Oranı		0%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Ana Kiracı											
Ortalama Birim Kira Değeri (USD/m ² /ay)		18,2	18,8	19,3	19,9	20,5	21,1	21,8	22,4	23,1	23,8
Yıllık Doluluk Oranı %		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Yıllık Kiralanan Dükkan Alanı (m ²)		4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757	4.757
Toplam Kira Geliri (USD/ay)		86.762	89.365	92.046	94.808	97.652	100.581	103.599	106.707	109.908	113.205
Toplam Ana Kiracı Kira Geliri (USD/yıl)		1.041.144	1.072.380	1.104.552	1.137.696	1.171.824	1.206.972	1.243.188	1.280.484	1.318.896	1.358.460
BÜYÜK MAĞAZA											
Ortalama Birim Kira Değeri (USD/m ² /ay)		39,1	40,3	41,5	42,7	44,0	45,3	46,7	48,1	49,5	51,0
Yıllık Doluluk Oranı %		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Yıllık Kiralanan Dükkan Alanı (m ²)		7.407	7.407	7.407	7.407	7.407	7.407	7.407	7.407	7.407	7.407
Toplam Kira Geliri (USD/ay)		289.582	298.269	307.218	316.434	325.927	335.705	345.776	356.149	366.834	377.839
Toplam Büyük Mağaza Kira Geliri (USD/yıl)		3.474.984	3.579.228	3.686.616	3.797.208	3.911.124	4.028.460	4.149.312	4.273.788	4.402.008	4.534.068
MAĞAZA											
Ortalama Birim Kira Değeri (USD/m ² /ay)		62,1	64,0	65,9	67,9	69,9	72,0	74,2	76,4	78,7	81,0
Yıllık Doluluk Oranı %		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Yıllık Kiralanan Dükkan Alanı (m ²)		7.562	7.562	7.562	7.562	7.562	7.562	7.562	7.562	7.562	7.562
Toplam Kira Geliri (USD/ay)		469.604	483.692	498.203	513.149	528.543	544.399	560.731	577.553	594.880	612.726
Toplam Mağaza Kira Geliri (USD/yıl)		5.635.248	5.804.304	5.978.436	6.157.788	6.342.516	6.532.788	6.728.772	6.930.636	7.138.560	7.352.712
RESTAURANT											
Ortalama Birim Kira Değeri (USD/m ² /ay)		59,4	61,2	63,0	64,9	66,9	68,9	70,9	73,1	75,2	77,5
Yıllık Doluluk Oranı %		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Yıllık Kiralanan Dükkan Alanı (m ²)		1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778	1.778
Toplam Kira Geliri (USD/ay)		105.617	108.786	112.049	115.411	118.873	122.439	126.113	129.896	133.793	137.807
Toplam Restaurant Kira Geliri (USD/yıl)		1.267.404	1.305.432	1.344.588	1.384.932	1.426.476	1.469.268	1.513.356	1.558.752	1.605.516	1.653.684
AVM Kiralanabilir Alan Kira Geliri Toplamı		11.418.780	11.761.344	12.114.192	12.477.624	12.851.940	13.237.488	13.634.628	14.043.660	14.464.980	14.898.924
Diğer Gelirler (Led TV, ATM, Baz İst., Taksit, Stand, Depo vb Gelirleri (USD/yıl))		1.141.878	1.176.134	1.211.419	1.247.762	1.285.194	1.323.749	1.363.463	1.404.366	1.446.498	1.489.892
Toplam Gelirler		12.560.658	12.937.478	13.325.611	13.725.386	14.137.134	14.561.237	14.998.091	15.448.026	15.911.478	16.388.816
AVM GİDERLERİ											
AVM Birim İşletme Gideri (USD/m ²)		12,36	12,73	13,11	13,51	13,91	14,33	14,76	15,20	15,66	16,13
AVM Toplam Gerçekleşen İşletme Gideri		3.189.383	3.285.064	3.383.616	3.485.125	3.589.678	3.697.369	3.808.290	3.922.539	4.040.215	4.161.421
Kira Sözleşmelerine Göre Kiracılarından Alınacak İşletme Gideri Oranı		65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Kira Sözleşmelerine Göre Kiracılardan Alınacak İşletme Gideri		2.073.099	2.135.292	2.199.351	2.265.331	2.333.291	2.403.290	2.475.388	2.549.650	2.626.140	2.704.924
İşletme Tarafından Üstlenilmesi gerekli İşletme Giderleri		1.116.284	1.149.773	1.184.266	1.219.794	1.256.387	1.294.079	1.332.901	1.372.888	1.414.075	1.456.497
Emlak Vergisi		165.804	170.778	175.902	181.179	186.614	192.213	197.979	203.918	210.036	216.337
Bina Sigortası		69.201	71.277	73.415	75.617	77.886	80.222	82.629	85.108	87.661	90.291
Yenileme Fonu		188.410	194.062	199.884	205.881	212.057	218.419	224.971	231.720	238.672	245.832
Toplam Giderler		1.539.699	1.585.890	1.633.466	1.682.471	1.732.944	1.784.933	1.838.481	1.893.635	1.950.444	2.008.958
Net İşletme Geliri		11.020.959	11.351.589	11.692.145	12.042.916	12.404.190	12.776.304	13.159.610	13.554.391	13.961.034	14.379.859
AVM Dönem Sonu Değeri											
											185.140.682
Net Nakit Akışı	0	11.020.959	11.351.589	11.692.145	12.042.916	12.404.190	12.776.304	13.159.610	13.554.391	13.961.034	199.520.541

AVM NET BUGÜNKÜ DEĞER HESABI

Risksiz Getiri oranı	4,6%	4,6%	4,6%
Proje Riski	4,9%	5,4%	5,9%
İNDİRGE ME ORANI	9,5%	10,0%	10,5%
NET BUGÜNKÜ DEĞER (USD)	159.383.997	154.432.105	149.687.879
NET BUGÜNKÜ YAKLAŞIK DEĞER (USD)	159.380.000	154.430.000	149.690.000
NET BUGÜNKÜ YAKLAŞIK DEĞER (TL)	446.822.000	432.945.000	419.656.000
NET BUGÜNKÜ YAKLAŞIK DEĞER TORUNLAR GYO PAYI (USD)	115.170.000	111.590.000	108.170.000
NET BUGÜNKÜ YAKLAŞIK DEĞER TORUNLAR GYO PAYI (TL)	322.879.000	312.843.000	303.255.000

6.4.4 Kira Değeri Analizi ve Kullanılan Veriler

Alışveriş merkezinin kira değeri; gelir indirgeme yaklaşımına göre ilk yılki net nakit akışı değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır. İlk yılki 1 yıllık net nakit akışının değerlendirme gününe indirgenmesi ile taşınmazın yıllık kira değeri bulunmuştur. Bu hesaba göre AVM yıllık kira değeri **10.508.000 USD (29.459.000 TL)** takdir edilmiştir. Bu hesaplama iskonto oranı % 10 olarak belirlenmiştir.

Tarih	31.12.2015	31.12.2016
Bir Yıllık Kira Geliri	0	11.020.959

Bir Yıllık Yaklaşık Kira Değeri (USD)	10.508.000
Bir Yıllık Yaklaşık Kira Değeri (TL)	29.459.000
Bir Yıllık Yaklaşık Kira Değeri Torunlar GYO Payı (USD)	7.593.000
Bir Yıllık Yaklaşık Kira Değeri Torunlar GYO Payı (TL)	21.287.000

6.4.5 Üzerinde Proje Geliştirilen Arsaların Boş Arazi ve Proje Değerleri

Söz konusu değerlendirme çalışması “proje değerlemesi” kapsamında bulunmamaktadır.

6.4.6 En Etkin ve En Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu taşınmazın imar durumu ve yapılaşma şartları ile uyumlu mevcut (Alışveriş Merkezi olarak) geliştirilmesinin en etkin ve verimli kullanım olduğu değerlendirilmektedir.

6.4.7 Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi

Konu taşınmaz faal olarak AVM olarak işletilmekle birlikte tek bağımsız bölüm üzerine kurulu ve tek malike sahiptir. Taşınmazın tek bir bağımsız bölüm ve tek bir mülk olması nedeniyle bölünmüş kısımlar bulunmamaktadır. Bu sebeple konu mülkün tamamının değeri takdir edilmiştir.

7 ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

7.1 Farklı Değerleme Metotlarının ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması ve Bu Amaçla İzlenen Yöntemin ve Nedenlerinin Açıklaması

Bu değerlendirme çalışmasında değerlendirme konusu taşınmazın “Alışveriş Merkezi” nitelikli gayrimenkul olması sebebiyle Emsal Karşılaştırma yaklaşımı Maliyet Yaklaşımı ve Gelir İndirgeme yaklaşımı kullanılmıştır. Yeterli piyasa bilgisine haiz olunan durumlarda “Emsal Karşılaştırma” yöntemi arsa nitelikli gayrimenkuller için güvenilir bir değerlendirme yöntemi olarak kabul edilmektedir.

Konu mülkün maliyet yöntemine göre; arsa ve bina değeri yaklaşık olarak **86.696.699.-USD** (243.054.196.-TL) olarak belirlenmiştir. Bu değer üzerinden Torunlar GYO A.Ş. 'ye ait 8302187/11488932 hissesinin değeri **62.649.183.-USD** (175.636.986.-TL) olarak takdir edilmiştir.

Konu mülkün, gelir getiren ticari nitelikli bir mülk olması sebebiyle, gelir indirgeme yöntemi kullanılmıştır. Konu mülk gibi ticari nitelikli ve gelir getiren mülklerin değerlemesinde, gelir indirgeme yaklaşımı daha doğru sonuçlar vermektedir. Gelir indirgeme yöntemine göre, konu mülkün değeri yaklaşık olarak **154.430.000.-USD** (432.945.000.-TL) olarak hesaplanmış olup bu değer üzerinden Torunlar GYO A.Ş. aite hissenin değeri ise **111.590.000.-USD** (312.843.000.-TL) olarak takdir edilmiştir.

Sonuç olarak, değerlendirme konusu taşınmazın mevcut durumu, konumu, mevcut imar durumu, gelir getiren bir mülk olması gibi özellikleri dikkate alındığında Gelir İndirgeme Yöntemine göre belirlenen değer, taşınmazın piyasa değerini daha iyi yansıtacağı kanaatine varılmıştır.

7.2 Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri

Asgari bilgilerden raporda bulunmayan herhangi bir bilgi bulunmamaktadır.

7.3 Gayrimenkulün Şirket Tarafından Yapılan Son Üç Değerlemesine İlişkin Bilgiler

Zafer Plaza AVM için şirketimiz tarafından, 07.01.2015 tarihli 2014-019-GYO-014 no.lu değerlendirme raporu hazırlanmıştır.



7.4 Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün, Gayrimenkul Projesinin veya Gayrimenkule Bağlı Hak ve Faydaların, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş

Değerlemeye konu 6002 ada, 6 parsel sayılı, 9.622,33m² yüzölçümlü ana taşınmaz üzerinde yer alan gayrimenkulün 8302187/11488932 hissesinin sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde portföye “Yol Seviyesi Altında Altı Yol Seviyesi Üstünde Dört Toplam On Katlı Betonarme Dükkan Depo Sinema Büro İtfaiye (B.H.A) O.P ve Ortak Alan” olarak dâhil edilmesinde bir engel bulunmamaktadır.

8 SONUÇ

8.1 Sorumlu Değerleme Uzmanının Sonuç Cümlesi

Değerleme uzmanlarının mevcut durum ile en etkin ve verimli kullanım analizine ve raporda belirtilen tüm hususlara katılıyorum.

8.2 Nihai Değer Takdiri

Taşınmazların bulunduğu yer, civarının teşekkül tarzı, alt yapı ve ulaşım imkânları, cadde ve sokağa olan cephesi, alan ve konumu, yapının inşaat nizamı, sistemi, yaşı, işçilik ve malzeme kalitesi, tesisat durumu, hava – ışık – manzara durumu gibi değerine etken olabilecek tüm özellikleri dikkate alınmış ve mevkide detaylı piyasa araştırması yapılmıştır. Buna bağlı olarak değeri aşağıdaki şekilde takdir edilmiştir.

31.12.2015 Tarihi İtibariyle

	Gayrimenkulün Pazar Değeri (USD)	Gayrimenkulün Pazar Değeri (TL)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Pazar Değeri (USD)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Pazar Değeri (TL)
KDV Hariç	154.430.000	432.945.000	111.595.000	312.857.000
KDV Dahil	182.227.000	510.875.000	131.682.000	369.171.000

	Gayrimenkulün Yıllık Kira Değeri (USD)	Gayrimenkulün Yıllık Kira Değeri (TL)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Yıllık Kira Değeri (USD)	Gayrimenkulün Torunlar GYO Hissesi Yıllık Kira Değeri (TL)
KDV Hariç	10.508.000	29.459.000	7.593.000	21.287.000
KDV Dahil	12.399.000	34.762.000	8.960.000	25.119.000


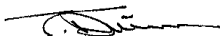
- 1-)Tespit edilen bu değer peşin satışa yönelik güncel pazar değeridir.
- 2-)KDV oranı % 18 kabul edilmiştir.
- 3-)Rapor içeriğinde 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz alış kuru 2,8035 TL, 1 EURO döviz alış kuru ise 3,0898 TL olarak kullanılmıştır. 02.11.2015 Tarihinde 1 USD döviz satış kuru 2,8085 TL, 1 EURO döviz satış kuru ise 3,0954 TL olarak gerçekleşmiştir.
- 4-)Bu rapor ilgili Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümlerine göre hazırlanmıştır.

Durumu ve kanaatimizi ifade eden ekspertiz raporumuzu bilgilerinize saygı ile sunarız.

Taner DÜNER
Lisanslı Değerleme Uzmanı
SPK Lisans No: 401431

Önder ÖZCAN
Lisanslı Değerleme Uzmanı
SPK Lisans No: 402145

Neşecan ÇEKİCİ
Sorumlu Değerleme Uzmanı
SPK Lisans No: 400177





9 EKLER

1. Tapu Fotokopileri
2. Onaylı Takyidat Belgesi
3. Onaylı İmar Durum Belgesi
4. Yapı Ruhsatları
5. Yapı Kullanım İzin Belgesi
6. Mimari Projesi
7. Fotoğraflar
8. Tadilat Yapı Kullanım İzin belgesi
9. Emlak Vergi Bildirimi
9. Özgeçmişler
10. SPK Lisans Örnekleri