



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 ve
Rayiç Kira Bedeli Tespit Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	3
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 Esas Alınan Standartlar:	4
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	7
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.....	8
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	8
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	9
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	9
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	10
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	12
4.1. Global Görünüm	12
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	14
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	14
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	17
4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler,	20
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKUL HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	21
5.1. Gayrimenkulün Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	21
5.1.1. Gayrimenkulün Yeri / Konumu ve Tanımı,	21
5.1.2. Gayrimenkulün Tanımı ve Yapısal Özellikleri,	21
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Tapu Bilgileri,	22
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkulün Yasal Süreç Analizi	23
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,	23
5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,	23
5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri.....	23
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri:	24
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	25
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	25
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	27
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	27
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	27
6.5. Ayırıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti	27
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Arsa Değerinin Belirlenmesi,	28
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile Yapı Maliyet Değerinin Belirlenmesi,	28
6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi,	29
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi.....	29
6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti	32
6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:	32
6.7.2. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi	33
6.7.3. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırılması :	33
6.8. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	34
6.8.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	34
6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	34
6.8.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	34
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	35
7.1. Farklı Değerleme Metodlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenecek Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	35
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	36
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	36
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	37
8. SONUÇ	38
8.1. Nihai Değer Takdiri	38
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ Hata! Yer işareti tanımlanmamış.	
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerlendirme raporuna konu olan gayrimenkul için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **18.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde incelemeler yapılmış ve değerlendirme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup değerlendirme tarihi 31.12.2013'tür.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

0601.2014/SvP_13_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 değeri, rayiç kira bedeli ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporudur.

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

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

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
Rüzgarlı Bahçe 95. Sokak No: 6 - 34805 Kavacık / Beykoz / İstanbul
Tel: 0-216-425 20 07; Faks: 0-216-425 03 12; W: www.torunlargyo.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, rayiç kira bedelinin ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespiti amacıyla düzenlenmiştir.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin, rayiç kira bedelinin ve GYO portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt bulunup bulunmadığı hususunun tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

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

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

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

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

Standart 1, Uluslararası Değerleme Standartları, Pazar Değeri Esaslı Değerleme

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

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

Kapsam

- **UDES 1, mülkün Pazar Değeri'ne**, genellikle gayrimenkuller ve bunlarla ilişkili unsurlara uygulanmaktadır.

Değerlemesi yapılan mülkün, **süreklilik gösteren bir durumun parçası olarak veya bir başka amaçla değerlendirilmesinden ziyade** piyasada **satılıyormuş gibi düşünülmesini** gerektirmektedir.

Tanımlar

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

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

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

- **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım benzer veya ikame mülklerin satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer tahmini yapar. Genel olarak değerlendirilmesi yapılan bir mülk, **açık piyasada gerçekleştirilen benzer mülklerin satışlarıyla** karşılaştırılır. **İstenen fiyatlar ve verilen teklifler** de dikkate alınabilir.
- **Gelir İndirgeme Yaklaşımı.** Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirilmesi yapılan mülke ait **gelir ve harcama verilerini** dikkate alır ve **indirgeme yöntemi ile değer tahmini** yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, *Hasıla* veya *İskonto Oranı* ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.
- **Maliyet Yaklaşımı.** Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir mülkün satın alınması yerine kişinin ya o mülkün tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir mülkü inşa edebileceği olasılığını dikkate alır.
Gayrimenkul bağlamında, insanların zaman darlığı, çeşitli olumsuzluklar ve riskler olmadıkça, eşdeğer arazi ve alternatif bina inşa etmek yerine benzer bir mülk için daha fazla ödeme yapmaları normalde savunulur bir durum değildir. Uygulamada yaklaşım, yapılacak değer tahmininde yenisinin maliyeti değerlendirilmesi yapılan gayrimenkul için ödenebilecek olası fiyatı aşırı ölçüde aştığı durumlarda eski ve daha az fonksiyonel mülkler için *amortismanı da* içerir. (Bkz. Kılavuz notları N 8, Finansal Raporlama için Maliyet Yaklaşımı).

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

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

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

3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:

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

6.0. En Verimli ve En İyi Kullanım

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

6.1.1 Arazinin kendine özgü özellikleri onun en uygun yararlılığını belirler. İyileştirilmiş bir arazi ona veya üzerinde yapılan iyileştirmelerden ayrı olarak değerlendirildiğinde, ekonomik prensipler, yapılan iyileştirmenin mülkün toplam değerine katkı yaptıkça veya azalmaya neden oldukça değerlendirilmesini emreder. Böylece "en verimli ve en iyi kullanım" kavramı temeline oturtulan arazinin *Pazar Değeri*,

arazinin fayda ve sürekliliği ile birlikte piyasa bağlamında arazinin tek başına değeri ile iyileştirilmiş durumdaki toplam Pazar Değeri arasındaki farkı oluşturan değeri de yansıtır.

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

6.3 En Verimli ve En İyi Kullanım şu şekilde tanımlanır:

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

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

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

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

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

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

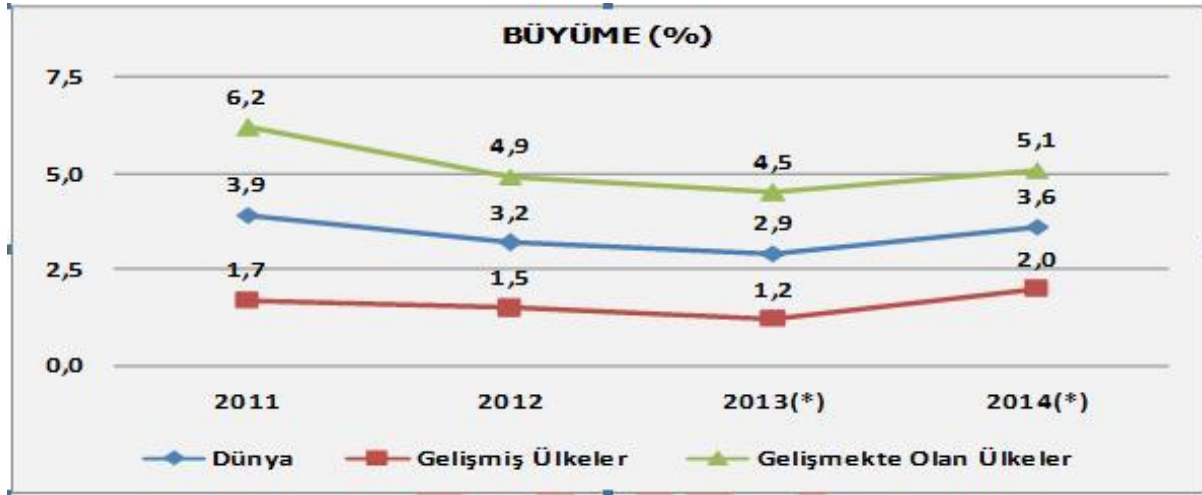
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Görünüm

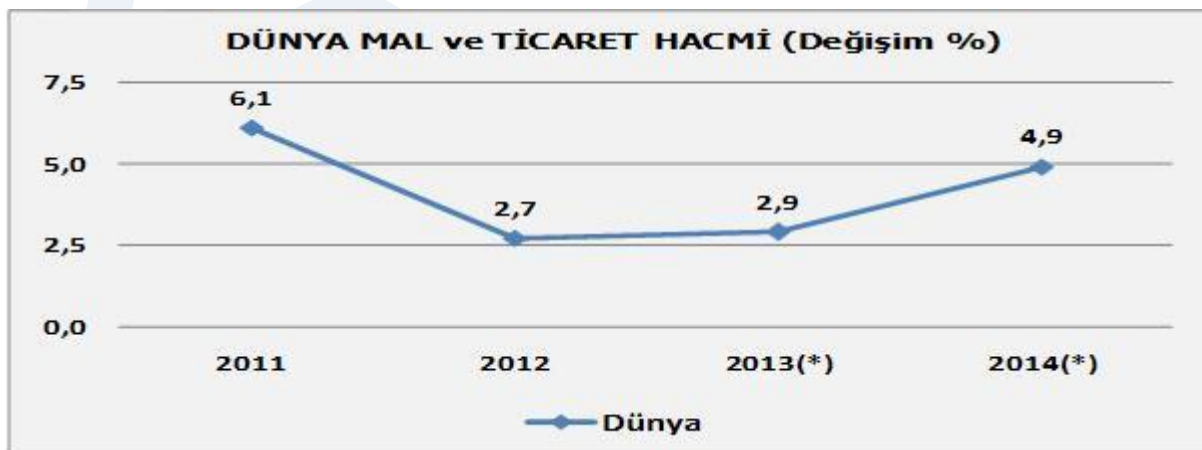
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD'de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi'nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

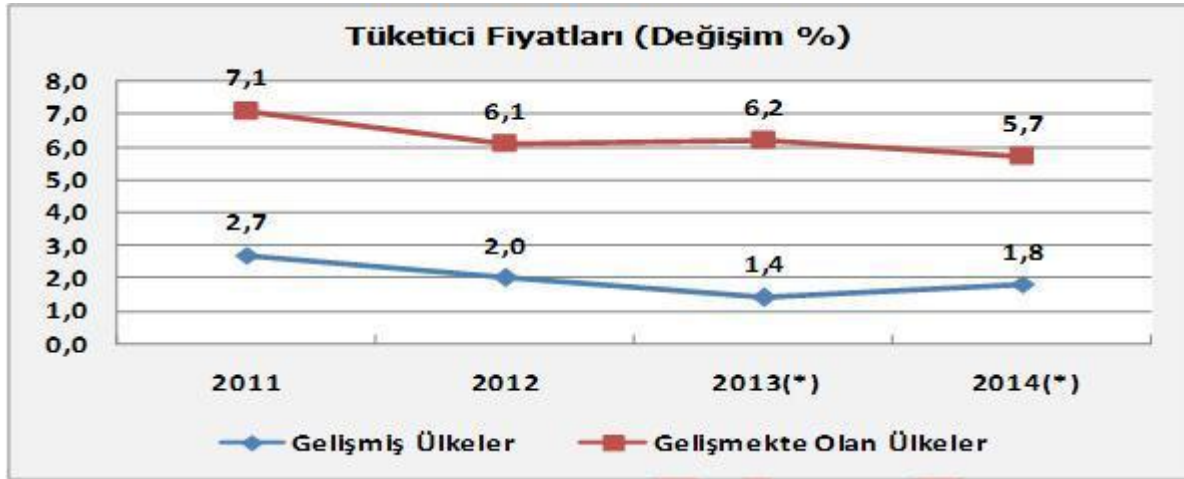
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TÜRKİYE EKONOMİSİ GÜVEN VE BEKLENTİ ENDEKSİ		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ ⁽¹⁾
2012 Q1	112.9	79.30
2012 Q2	108.1	76.80
2012 Q3	103.1	72.10
2012 Q4	97.9	73.60
2013 Q1	112.1	74.90
2013 Q2	111.8	76.20
2013 Q3	108.5	72.1

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

Yılın ilk çeyreğinde 18,3, ikinci çeyreğinde ise 20,9 milyar TL olan özel sektör inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte 20,250 milyar TL ile artmıştır. 2013'ün ilk yarısında büyüme sergileyen Kamu inşaat harcamaları ise üçüncü çeyrekte 14,7 milyar TL'na düşmüştür. Toplam inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte bir önceki döneme göre gerilemiş ve yaklaşık 35 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

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

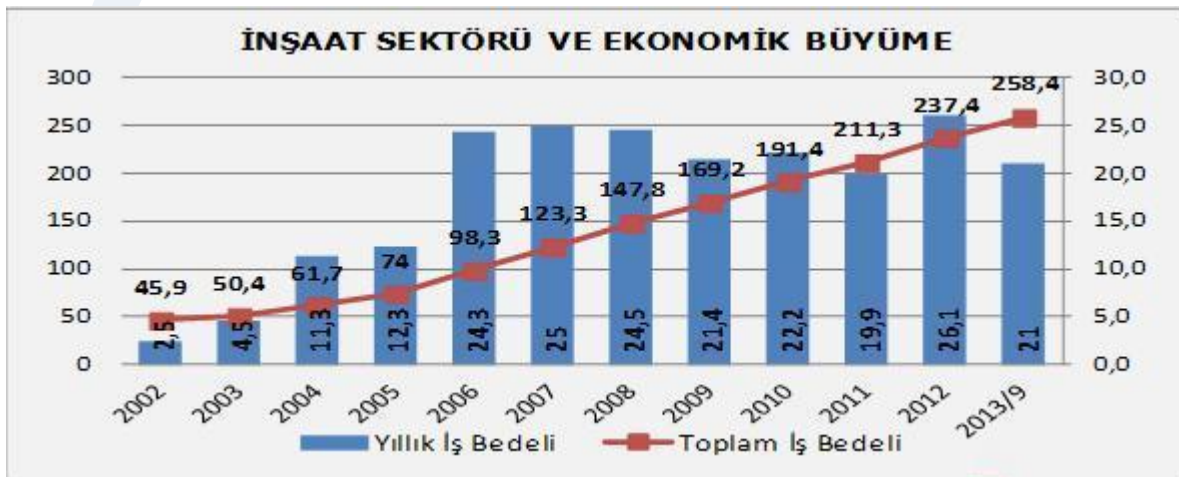
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2013 yılının ilk yarısında büyüyen inşaat sektörü, yılın üçüncü çeyrek döneminde % 8,7 büyümüştür. Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise üçüncü çeyrekte % 4,4 büyümüştür.

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

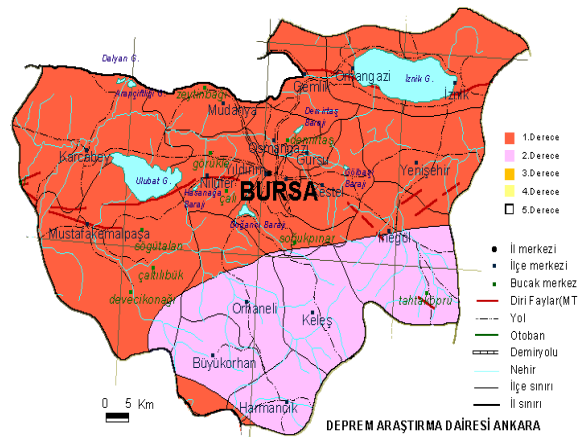
4.5. Gayrimenkulün Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹,

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)'yi 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. 1.165,2 km²'lik 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.

2012 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
Osmangazi	778.843	391.030	387.813	13.376	6.657	6.719	792.219	397.687	394.532
Bursa	2.402.012	1.202.097	1.199.915	286.159	141.797	144.362	2.688.171	1.343.894	1.344.277

¹ 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 İlçesi, 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**" olarak bilinen ana gayrimenkulün 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 ayırık 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,-m²** kapalı alanlıdır. A, B, C ve D olmak üzere 4 adet bloktan oluşmaktadır. Taşınmaz 6 Bodrum+ Zemin+ 3 Normal Katlıdır².

² Her bir blok için kat sayıları kot farkından dolayı değişmektedir. Mimari projede 209,20metre (Cumhuriyet Caddesi) yol kotu olarak alınmıştır.

Zemin ve normal katlar çarşı 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.

21.04.2009 tarih 82 no.lu kısmi Yapı Kullanma İzin Belgesi'ne göre Zafer Plaza AVM toplam **57.122,-m²** kapalı alanlı olup, alanlarının dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Mağaza	107 Adet	20.598,-m ²
Yeme İçme (6 Büfe)	27 Adet	2.377,-m ²
Depo	46 Adet	1.647,-m ²
Sinema	5 Adet	527,-m ²
İtfaiye (B.H.A)	1 Adet	1.148,-m ²
Özel Otopark	1 Adet	246,-m ²
Ortak Alanlar	-	30.579,-m ²
Toplam Alan, m²	187 Adet	57.122,-m²

Mevcutta 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 taşıdır. 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,m²	:	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	:	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Hisse	:	8302187/11488932

(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.- Cebri 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

24.12.2013 tarihi itibari ile Osmangazi Tapu Sicil Müdürlüğü ve 18.01.2013 tarihi itibariyle 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 gayrimenkul 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 edilmiş olup, Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin hissesi **8302187/11488932** ulaşmıştır.

5.2.2. Gayrimenkule Ait Takyidat İncelemeleri,

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:

- B:H: Bu parsel aleyhine kamunun lehine E:1.293,53 m²'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. Gerekliliği 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 sağlamak 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,-m² 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,-m² alan için verilmiş Yapı Kullanma İzin Belgesi mevcuttur.

(EK : 4: Gayrimenkule Ait İmar Durum Belgesi ve Plan Notları)
(Ek : 5: 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 Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:

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

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

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

Ve TMS:16, Paragraf 32.

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

Hükmü gereği, Değerleme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

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

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

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

- **TMS: 16, Paragraf 35** hükmü gereği gerçekleştirilmesi gereken muhasebe işlemleri tarafımızca kontrol edilmemiş olup, **Raporda verilen değer** "amortisman/eskime payı" düşülmüş net değerlerdir. Burada yer alan "amortisman" kavramının, VUK gereği ayrılan amortisman değil, Değerleme konusu varlığın faydalı ömrü dikkate alınarak hesaplanmış yıpranma payı olduğuna dikkat edilmelidir. Çünkü finansal gerekçelerle, varlıklar faydalı ömürlerinden daha kısa sürelerde amorti edilmek istenebilirler.
- **TMS: 16, Paragraf 36** hükmü gereği, Değerleme çalışmaların ilgili varlık kalemlerinin bütünü için uygulanması gereği test edilmemiş, Değerleme çalışmaları müşteri (malik) Şirket tarafından **tarafımıza bildirilen mülklere ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Malik Şirket muhasebe kayıtlarının **TMS: 16, Paragraf 37**'de tanımlanan varlık gruplarına uygun olarak sınıflandırılıp/sınıflandırılmadığı hususlarında, Değerleme çalışması konusu dışında kaldığından, herhangi bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, bir varlık grubu içerisindeki varlıkların eş zamanlı olarak Değerlemeye tabi tutulması hususu öngörüldüğünden, **Değerleme çalışmaları eşanlı olarak gerçekleştirilmiştir**.
- Değerleme konusu varlıkların değer artış ve/veya azalışlarının **TMS: 16, Paragraf 39, 40 ve 41** hükümlerine uygun olarak muhasebeleştirilip muhasebeleştirilmediği hususları, ve değerlendirme öncesi **mukayyet değerlere ilişkin incelemeler, değerlendirme çalışmaları konusuna dahil edilmemiştir**.
- **TMS: 16, Paragraf 38** hükmü gereği, Değerleme çalışmaları sonucu ulaşılan değerlerin yaratacağı vergisel sonuçlar ve buna **uygun muhasebeleştirmeler tarafımızca değerlendirilmemiştir**.
- **UMS: 36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" belirlenmiş,

değer düşüklüğü testi uygulanmamıştır. Değerleme çalışmalarında **Pazar değeri esaslı yaklaşımlar** dikkate alınmış olup, belirlenen değer "**gerçeğe uygun piyasa değeri**" dir. Konu **varlığın elden çıkarma maliyetleri dikkate alınmamış ve değerden düşülmemiştir.** Bu hususta, duran varlıkların elden çıkarılmalarında, (istisna hükümleri hariç) özellikle **vergisel giderlerin ve tapu harçlarının dikkate alınması** önerilmektedir.

6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,

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

6.3. 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.

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,

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

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

Ayrıştırma (Emsal/Maliyet) Yöntemi çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma 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, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı kullanılarak belirlenen rayiç kira bedellerinden ve mevcut kiralamalardan yola çıkılarak, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen olası gelirler hesaplanmış, olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çerçevesinde gayrimenkulün değerini temsil edeceği düşünülen "**nakit akımlarının net bugünkü değeri**" belirlenmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkulün adil /rayiç) kira bedelinin belirlenmesine yönelik çalışmalarda, piyasa yaklaşımı çerçevesinde emsal kira bedellerinden yola çıkılarak **rayiç kira bedeli belirlenmiş, bulunan bu bedel** gayrimenkulün mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır.

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ile Gayrimenkulün Rayiç Değer Tespiti

Ayrıştırma Yöntemi doğrultusunda değerlendirme konusu gayrimenkulün **Arsa Değeri** ve **Yapı Değeri** ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanarak toplanmış ve gayrimenkulün toplam değeri tespit edilmiştir.

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu parselin özellikleri dikkate alınarak, piyasada yakın zamanda alım-satım konu olmuş arsa emsal araştırmaları doğrultusunda parsel değeri belirlenmiştir.
- **Maliyet Yaklaşımı** ile **yapının özellikleri** dikkate alınarak ile **bugünkü yapı değerine** ulaşılmaktadır.
- Bu iki farklı yöntemle elde edilen değerlerin toplanması ile değerlemesi yapılan **gayrimenkulün toplam değerine** ulaşılmaktadır.

6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma 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 idari ve ticari alanlarının yoğun olduğu bir bölgede konumlanmış olması,
- Bölgenin, kentin en eski yerleşim birimlerinden biri olması,
- **Boş arsa arzının kısıtlı olması,**
- Taşınmaza yakın konumlu, Şehreküstü Mahallesi, Taşkapı Caddesi'nde konumlu, 880,-m² yüzölçümlü, bitişik nizamlı, Ticari imarlı arsa 1.500.000,-ABD\$ (**1.704,-ABD\$/m²**) bedelle satılık olduğu,
- Bölgede 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,-ABD\$ ile 2.000,-ABD\$ aralığında olduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, 6002 ada, **6 numaralı parselin,**

- ✓ Ticaret ağırlıklı, yoğun yaya ve araç trafik yoğunluğuna sahip, merkezi konumu,
- ✓ **yüksek yapılaşma hakkı (Parsel üzerindeki toplam yapılaşma 57.122,-m²'dir)**

gibi olumlu faktörler dikkate alınarak m² satış bedelinin **4.500,-ABD\$** olarak esas alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu birim değer esas alınarak hesaplanan toplam arsa rayiç değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

EMSAL (PİYASA) KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞIMI/PARSEL DEĞERİ	
Arsa Alanı, m ²	9.622,33
m ² Emsal Değeri, ABD \$	4.500
Σ Arsa Değeri, ABD \$	43.300.485
ABD \$/TL	2,0349
Σ Arsa Değeri, TL	88.112.157
Torunlar Hissesine Düşen Arsa Değeri, TL	63.672.028

Sonuç olarak, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde; değerlendirme konusu 6002 ada, 6 numaralı parselin;

- **Toplam adil piyasa değeri 88.112.157,-TL**
- **Müşteri Şirket hissesi (8.302.187/11.488.932)'ne düşen adil piyasa değeri 63.672.028,-TL**

olarak tespit edilmiştir.

6.5.2. 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**, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların Metrekare İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Çelik Karkas Bina*, Ticarethane ve işyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** esas alınmıştır.
- 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.
- Gayrimenkulün bugünkü değerine ulaşılırken, yapının yapım yılı ve fiziksel/ fonksiyonel yıpranmaya tabi olduğu dikkate alınmış ve fiili değerlendirme tarihi itibari ile 02.12.1982 tarih ve 17886 sayılı Resmi Gazete yayımlanan "Aşınma Paylarına İlişkin Oranları Gösteren Cetvel"e göre, belirlenen yıpranma bedeli düşülerek gayrimenkulün bugünkü yapı değeri hesaplanmıştır.

*Gayrimenkulün kısmen betonarme (kafes sistemi ile), kısmen çelik konstrüksiyon olması sebebiyle Çelik Karkas Yapılar için ortalama yapı maliyetinin kullanılmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

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

Yukarıda verilen varsayımlar doğrultusunda hesaplanmış olan yapının bugünkü değeri aşağıda detaylı olarak verilmiştir.

MALİYET YAKLAŞIMI İLE YAPI MALİYET DEĞERİNİN HESAPLANMASI	
Bina Σ Kapalı Alanı,m ²	57.122,00
Birim Maliyet,TL	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti,TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049,25
1-AVM İnşaat Maliyeti,TL	117.057.006
2-Çevre Düzeni+Peyzaj Maliyeti,TL	2.341.140
Yıpranma Oranı	0,04
3-Yıpranma Tutarı,TL	4.775.926
Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2-3)	114.622.220
Σ İnşaat Maliyeti, ABD \$	56.328.183
Torunlar Hissesine Düşen Bugünkü Yapı Değeri, TL	82.828.857
Torunlar Hissesine Düşen Bugünkü Yapı Değeri, ABD\$	40.704.141

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

- **Toplam bugünkü yapı değeri 114.622.220,-TL (değerleme tarihi itibari ile 56.328.183,-ABD\$)**
- **Müşteri Şirket hissesi (8.302.187/11.488.932)'ne düşen bugünkü yapı değeri 82.828.857,-TL (değerleme tarihi itibari ile 40.704.141,-ABD\$)**

olarak tespit edilmiştir.

6.5.3. Gayrimenkulün Toplam Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu gayrimenkulün Emsal (Piyasa) 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	
Σ Arsa Değeri, TL	88.112.157
Σ Yapı Değeri, TL	114.622.220
Σ Gayrimenkul Değeri, TL	202.734.377
Torunlar GYO Hisse Değeri, TL	146.500.885

Sonuç olarak; **Ayrıştırma (Emsal/Maliyet) Yöntemi çerçevesinde Zafer Plaza AVM'nin,**

- ✓ **Toplam adil piyasa değeri 202.734.377,-TL (değerleme tarihi itibari ile 99.628.668,-ABD\$)**
- ✓ **Müşteri Hissesi (8.302.187/11.488.932) adil piyasa değeri 146.500.885,-TL (değerleme tarihi itibari ile 71.994.145,-ABD\$)**

olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkul Değerinin Belirlenmesi

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile hesaplanan değer, mevcut piyasa (risk ve getiri oranları) koşullarında gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının (kira gelirlerinin) toplamına eşit olacağı varsayılmış olup değerlendirme konusu olan bölgede yapılan kira bedeli emsal araştırmaları ve müşteri Şirket'in mevcut kiralamaları dikkate alınarak "**nakit akımlarının net bugünkü değeri**" hesaplanmıştır.

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	9,75%
Risksiz Getiri Oranı(*)	6,00%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	1,25%

(*) 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.

Değerleme konusu gayrimenkulün gelirlerinden yola çıkılarak gerçekleştirilen İNA Analizine esas teşkil edecek **kira gelirlerinin belirlenmesinde 2 farklı veri esas alınmıştır.**

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

YAKIN ÇEVRE AVM ANALİZİ					
Alışveriş Merkezi	Açılış Tarihi	Kapalı Alan, m ²	Kiralananabilir Alan, m ²	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	45-55	65-75
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,-m² 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\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 40-45,-ABD\$/m² bedelle kiralananmakta olduğu,**
- ✓ **Carrefour Bursa AVM;** 2001 yılı, Eylül ayında faaliyete geçmiştir. Toplam 100.000,-m² kapalı alanlıdır. 108 adet mağaza, 13.355,-m² market alanı, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM'de konumlu mağaza alanlarının 45-55,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 65-75,-ABD\$/m² bedelle kiralananmakta olduğu,**
- ✓ **Nilpark AVM,** 38.000,-m² kapalı alanlıdır. 2009 yılında faaliyete geçmiştir. Nilpark Alışveriş merkezinde 12.000,-m² kiralananabilir mağaza alanı dışında, 10.000,-m² kiralananabilir ofis alanı yer almaktadır. **AVM'de konumlu mağaza alanlarının 55-65,-ABD\$/m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 55-70,-ABD\$/m² bedelle kiralananmakta 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;

- o Mağazalar için ortalama **~40,-ABD \$**
- o Anchor alanları için ortalama **~18,-ABD \$**
- o Yeme-İçme alanları için ortalama **~62,-ABD \$**
- o Depo alanları için ise ortalama **~16,-ABD \$**

olduğu tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca ATM-Baz İstasyonu ve stand gelirleri için Müşteri Şirket yetkililerinden öğrenilen 2013 yıllık net kira gelirlerinin;

- o Standlar (kiosklar) için **700.581,-TL**
- o ATM ve Baz İstasyonu için **233.360,-TL**
- o Sinema salonları için cironun %20'si oranında belirlendiği ve **399.959,-TL**

olduğu öğrenilmiştir. **2014 yılı gelirleri stand ATM ve baz istasyonu gelirlerinde dolar kurunda yaşanan ani yükseliş ve bu kur artışının TL cinsinden kira bedellerine aynı oranda yansımadiği hususu dikkate alınarak artış öngörülmemiştir.**

	Emsal m ² Kira Bedeli, ABD\$	Mevcut m ² Kira Bedeli, ABD\$
Mağaza	40	40
Anchor	-	18
Yeme İçme	50	62
Depo	-	16

Stand, ATM-Baz İstasyonu ve Sinema için emsal kira bedelleri tespit edilemediği için kıyaslama yapılamamıştır.

Sonuç Olarak; İNA analizine esas teşkil edecek kira bedellerinin 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,
- **Dolar kurunda yaşanan artışın TL cinsinden gayrimenkul kira bedellerine aynı ölçüde yansımamış olduğu,**

dikkate alınarak, 2013 yılı;

- Mağaza alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m² kira bedeli **40,-ABD\$,**
- Yeme – İçme Alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda ortalama m² kira bedeli **55,-ABD\$,**
- Depo alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **16,-ABD\$,**
- Anchor Alanlarının büyük metraji ve Müşteri Şirket gerçekleştirmeleri doğrultusunda ortalama m² kira bedelinin **18,- ABD\$,**
- Sinema, Stand ve ATM-Baz İstasyonları için Müşteri Şirket gerçekleştirmelerinin, alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Kira bedellerinde **2015 ve devam eden yıllar için %3 oranında artış öngörülmüştür.**

Mevcut durum doluluk oranları göz önünde bulundurularak, mağaza, achor, yeme – içme ve depo alanları için gelecek yıllarda öngörülen doluluk oranları yıllar itibari ile aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2013	2014	2015	2016	2017	DED
Mağaza Doluluk Oranı, %	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Achor Doluluk Oranı, %	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Yeme İçme Alanı Doluluk Oranı, %	64%	80%	90%	98%	98%	98%
Depo Doluluk Oranı, %	46%	65%	75%	85%	95%	95%

Yukarıda yer alan varsayımlar doğrultusunda hazırlanmış olan İNA Analizi aşağıda sunulmuştur.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ					
	2014	2015	2016	2017	D.E.D.
Kira Gelirleri, ABD\$	9.884.082	10.501.031	11.016.046	11.518.225	11.899.363
Mağaza Kira Geliri, ABD\$	6.678.562	6.878.918	7.085.286	7.297.845	7.516.780
Yeme İçme Alanı Kira Geliri, ABD\$	1.004.045	1.292.708	1.497.925	1.680.006	1.730.406
Depo Kira Geliri, ABD\$	145.463	211.712	251.612	293.715	338.117
Anchor Alanı Kira Geliri, ABD\$	1.400.501	1.442.516	1.485.791	1.530.365	1.576.276
Sinema Kira Geliri, ABD\$	196.550	202.446	208.520	214.775	221.219
Atm- Baz İst Kira Geliri, ABD\$	114.679	118.119	121.663	125.313	129.072
Stand Kira Geliri, ABD\$	344.283	354.611	365.249	376.207	387.493
Net Nakit Akımı, ABD\$	9.884.082	10.501.031	11.016.046	11.518.225	176.286.865

İskonto Oranı	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975	0,0975
İskonto Faktörü	1,098	1,205	1,322	1,451	1,592
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63
Nakit Akımlarının NBD, ABD\$	9.005.997	8.718.121	8.333.207	7.939.030	110.712.666

Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD\$	144.709.020
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü	1,0476
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$	151.599.535
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL	308.489.893
Torunlar GYO Hisse Değeri, TL	222.922.442

Sonuç olarak; **İNA Analizi çerçevesinde Zafer Plaza AVM'nin,**

- ✓ Tam mülkiyet hakkını ifade eden toplam adil piyasa değeri **308.489.893,-TL** (Değerleme tarihi itibari ile **151.599.535,-ABD\$**)
- ✓ **Müşteri Hissesi (8.302.187/11.488.932)'ne düşen adil piyasa değeri 222.922.442,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **109.549.581,-ABD\$**)

olarak hesaplanmıştır.

6.7. Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedeli Tespiti

6.7.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla Gayrimenkulün Rayiç Kira Bedelinin Tespiti:

Rapor'un **6.6'nci** bölümünde gerçekleştirilen İNA analizinde detayları verildiği üzere, yapılan emsal araştırmaları ve Müşteri Şirket'ten edinilen bilgiler doğrultusunda,

- Mağaza alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda metraj ayırımına gidilmeden (küçük-orta-büyük) ortalama m² kira bedeli **40,-ABD\$**,
- Yeme – İçme Alanları için emsal kira bedelleri doğrultusunda ortalama m² kira bedeli **55,-ABD\$**,
- Depo alanları için Müşteri Şirket verilerine dayanarak ortalama m² kira bedeli **16,-ABD\$**,
- Anchor Alanlarının büyük metraji ve Müşteri Şirket gerçekleştirmeleri doğrultusunda ortalama m² kira bedelinin **18,- ABD\$**,
- Sinema, Stand ve ATM-Baz İstasyonları için Müşteri Şirket gerçekleştirmelerinin alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Farklı kullanım amacına sahip İş merkezi, AVM, vb. ticari mülklerde kiralamalar,

- ✓ bağımsız bölümlerin kullanım amacı (Anchor, depo, yeme içme, hazır giyim, vb.),
- ✓ mevcut doluluk / boşluk oranı
- ✓ kapalı alan büyüklüğü,
- ✓ kiralayanın marka değeri,
- ✓ kiralayanın müşteri potansiyeli,
- ✓ kapalı alan yanında kullanılan ortak alan (hol, teras, vb.)
- ✓ konum,
- ✓ Ciro oranı,
- ✓ Kiralama sözleşme tarihi,
- ✓ müşteri profili,

gibi kriterler doğrultusunda farklılık göstermektedir.

Bu sebeplerle; değerlendirme konusu AVM içerisinde yer alan bağımsız bölümlerin, bağımsız bölüm bazında rayiç kira bedeli belirlenmesi yerine, AVM nin ortalama rayiç kira bedellerinden yola çıkılarak, bir bütün olarak yaratabileceği gelirler hesaplanmaya çalışılmış olup yukarıda yer alan açıklamalar doğrultusunda değerlendirme konusu Zafer Plaza içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin, %100 doluluk halindeki yıllık kira geliri aşağıda sunulmuştur.

Nitelik	Kiralanan Alan, m ²	m ² Kira Bedeli, ABD\$	Aylık Kira Bedeli, ABD\$	Yıllık Kira Bedeli, ABD\$	Yıllık Kira Bedeli, TL
Mağaza Alanı	13.913,67	40	556.547	6.678.562	13.590.205
Anchor Alanı	6.684,33	18	120.318	1.443.815	2.938.020
Yeme İçme Alanı	2.377,00	55	130.735	1.568.820	3.192.392
Depo Alanı	1.647,00	16	26.352	316.224	643.484

Sinema	527,00		16.379	196.550	399.959
Stand			28.690	344.283	700.581
Atm- Baz istasyonu			9.557	114.679	233.360
TOPLAM	25.149,00	35,33	888.578	10.662.932	21.698.001
Torunlar GYO Hisse			642.108	7.705.299	15.679.513

Sonuç olarak, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde**, değerlendirme konusu Zafer Plaza içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin **%100 doluluk halinde**

- ✓ Toplam yıllık beklenen kira geliri **21.698.001,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **10.662.932,-ABD\$**)
- ✓ Müşteri şirketin hissesine düşen yıllık beklenen kira geliri **15.679.513,-TL** (değerleme tarihi itibari ile **7.705.299,-ABD\$**)

olarak hesaplanmıştır.

6.7.2. Nihai Rayiç Kira Bedellerinin Belirlenmesi

Değerleme konusu gayrimenkullerin Kira Bedeli Tespiti için Emsal Karşılaştırma Yöntemi kullanılmış olup, özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

ÖZET TABLO (YILLIK RAYİÇ KİRA BEDELİ)				
KULLANILAN YÖNTEM	TOPLAM		TORUNLAR GYO HİSSESİ	
	TL	ABD \$	TL	ABD \$
Emsal Karşılaştırma (Piyasa Yaklaşımı (%100 doluluk halinde))	21.698.001	10.662.932	15.679.513	7.705.299

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

- ✓ Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı ve Değerden türetme yaklaşımı sonucu belirlenen kira bedellerinin birbiri ile örtüşmediği;
 - Benzer AVM'lerde yapılan kira bedelleri esas alındığında bulunan rayiç aylık kira bedelinin **(35,33\$/ay/m²)**,
- ✓ Gayrimenkulün
 - Toplam rayiç yıllık kira bedeli olarak, %100 doluluk halinde, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla hesaplanan 21.698.001,-TL'nin (değerleme tarihi itibariyle 10.662.932,-\$)'nin**
 - Müşteri hissesine düşen kısmın rayiç yıllık kira bedeli olarak, %100 doluluk halinde, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla hesaplanan 15.679.513,-TL'nin (değerleme tarihi itibariyle 7.705.299,-\$)'nin**

esas alınmasının uygun olacağı,

- ✓ Bu adil (rayiç) kira bedelinin, kiralabilir alan üzerinden **35,33ABD\$/m²/ay** kiralama bedelini ifade ettiği,

kanaatine varılmıştır.

6.7.3. Rayiç Kira Bedelleri ve Mevcut Kira Bedelleri Karşılaştırılması :

Rapor'un farklı bölümlerinde açıklandığı üzere, değerlendirme konusu Zafer Plaza AVM içerisinde konumlu, bağımsız bölümlerin kiralabilir alanı **25.149,-m²**'dir. Müşteri Şirketten edinilen bilgiler doğrultusunda ise konu gayrimenkullerin mevcut durum itibariyle **%92,69** doluluk oranına (**23.311,77m²** kiralınmış alan) sahip olduğu öğrenilmiştir.

Rayiç Kira bedeline ilişkin olarak yapılan analiz sonucu ulaşılan yıllık ve birim kira bedelleri ile, değerlendirme konusu mülklerin mevcut durum itibariyle yarattığı kira gelirleri aşağıdaki tabloda toplu olarak sunulmuştur.

	KİRA BEDELİ	
	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	Mevcut Durum
100% Doluluk Halinde	10.662.932	10.822.950
92,69% Mevcut Doluluk Oranına Göre	9.883.965	10.032.293
m² / Ay Kira Bedeli	35,33	35,86

Şirket'in değerleme konusu mülklere ilişkin olarak yapmış olduğu **mevcut kiralamaların, sabit kira bedeli üzerinden ortalama 35,86 ABD \$/m²/Ay bedelle** olduğu anlaşılmaktadır.

Değerleme konusu gayrimenkullerin emsal karşılaştırma yaklaşımı sonucu belirlenen ortalama **rayiç kira bedeli 35,33 ABD\$/m²/Ay** olup, bu m² kira bedeli, müşteri şirketin mevcut kiralamaları dikkate alınarak hesaplanan ortalama **35,86 ABD\$/m²/ay** bedel ile yüksek oranda örtüşmektedir.

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

6.8.1. 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.

6.8.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

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

6.8.3. 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 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

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

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

Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde, değerlendirme konusu 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 Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımıyla (emsal m² satış değerleri esas alınarak) tespit edilecek değerlerden yola çıkılarak değer tespitine gidilmesinin hatalı sonuçlara yol açabileceği hususları dikkate alınarak “**Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı**” kullanılmamıştır.

Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) çerçevesinde, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı 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, Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı kullanılarak belirlenen rayiç kira bedellerinden ve mevcut kiralamalardan yola çıkılarak, gayrimenkulün gelecekte yaratması beklenen olası gelirler hesaplanmış, olarak **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çerçevesinde gayrimenkulün değerini temsil edeceği düşünülen “**nakit akımlarının net bugünkü değeri**” belirlenmiştir.

Değerleme konusu gayrimenkulün adil /rayiç) kira bedelinin belirlenmesine yönelik çalışmada, **piyasa yaklaşımı** çerçevesinde **emsal kira bedellerinden** yola çıkılarak **rayiç kira bedeli belirlenmiş, bulunan bu bedel** gayrimenkulün mevcut (sözleşmelere dayalı) kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır.

Farklı yöntemler kullanılmak suretiyle elde edilen değerler değerlendirme konusu gayrimenkulün **Müşteri Şirket payına karşılık gelen değerleri ifade etmek üzere** aşağıda verilmiştir.

1) Gayrimenkullerin Değeri Özet Sunum

ÖZET TABLO		
	TL	ABD \$
Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	146.500.885	71.994.145
Gelirlerin Kapitalizasyonu/İNA Analizi	222.922.442	109.549.581

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, esasen yeniden yapım maliyetini ifade ettiği,
- Değerleme konusu gayrimenkulün, ticari gelir (kira geliri) elde etme amacına yönelik bir mülk olması sebebiyle, değer tespitinde “**gelir yaklaşımı**” esaslı yöntemin daha doğru sonuca ulaşılmasını sağlayacağı,

- Açıklanan sebeplerle, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan değerler gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı,
- Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi ile hesaplanan, **222.922.442,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **109.549.581,-ABD \$**) değerinin, **gayrimenkulün Torunlar hissesine ait kısmının rayiç (adil) değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

kanaatine varılmıştır.

2) Gayrimenkullerin Rayiç Kira Bedeli Özet Sunum

Değerleme konusu gayrimenkullerin adil /rayiç) kira bedellerinin belirlenmesine yönelik çalışmalarda, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı** kullanılmış olup, belirlenen **rayiç kira bedeli** ve **mevcut kira gelirleri**ni gösteren tablo aşağıda sunulmaktadır.

	KİRA BEDELİ	
	Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	Mevcut Durum
100% Doluluk Halinde	10.662.932	10.822.950
92,69% Mevcut Doluluk Oranına Göre	9.883.965	10.032.293
m² / Ay Kira Bedeli	35,33	35,86

Gerçekleştirilen rayiç (adil) kira bedeli tespit çalışmaları sonucunda;

- ✓ Benzer AVM'lerde yapılan kira bedelleri esas alındığında bulunan **rayiç aylık kira bedelinin (35,33\$/ay/m²)** olduğu,
- ✓ Gayrimenkulün
 - o **Toplam rayiç yıllık kira bedeli** olarak, %100 doluluk halinde, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla hesaplanan 21.698.001,-TL'nin (değerleme tarihi itibarıyla 10.662.932,-\$)'nin**
 - o **Müşteri hissesine düşen** kısmın rayiç yıllık kira bedeli olarak, %100 doluluk halinde, **Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla hesaplanan 15.679.513,-TL'nin (değerleme tarihi itibarıyla 7.705.299,-\$)'nin**

esas alınmasının uygun olacağı,

- ✓ Bu adil (rayiç) kira bedelinin, kiralanabilir alan üzerinden **35,33ABD\$/m²/ay** kiralama bedelini ifade ettiği,
- ✓ Değerleme konusu gayrimenkullerin emsal karşılaştırma yaklaşımı sonucu belirlenen ortalama **35,33 ABD\$/m²/Ay** tutarındaki **rayiç kira bedelinin**, müşteri şirketin **mevcut kiralamaları** dikkate alınarak hesaplanan ortalama **35,86 ABD\$/m²/ay** bedel ile yüksek oranda örtüştüğü,

kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gereçleri

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

7.3. Yasal Gereklilerin 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 bölümünde yer alan Yasal Süreç Analizi ve 6.7.3'üncü Gayrimenkul ve Buna Bağlı Haklara İlişkin Hukuki Analiz bölümünde de detayları verildiği üzere; değerleme konusu "Zafer Plaza AVM"nin Torunlar GYO hissesine düşen kısmının,

- ✓ **Mevzuat gereğince bütün izinlerinin alınmış olduğu,**
 - ✓ **Üzerlerinde devri kısıtlayıcı herhangi bir takyidat bulunmadığı,**
 - ✓ **GYO portföyünde yer almalarında herhangi bir sakınca bulunmadığı,**
- kanaatine varılmıştır.**

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

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, "Zafer Plaza AVM"** olarak bilinen gayrimenkulüm **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne ait olan 8.302.187/11.488.932 hissesinin** yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin, rayiç kira bedelinin** ve **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış olup, yapılan çalışmalar sonucunda; değerlendirme konusu gayrimenkulün,

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

II. Fiili değerlendirme tarihi itibarıyla, peşin değer esasına göre; Torunlar GYO A.Ş. hissesine ilişkin kısmının;

- **Adil (rayiç) piyasa değerinin,**
 - **KDV Hariç 222.922.442,00TL**
 - **KDV Dahil 263.048.481,56TL**
- Tam doluluk halinde toplam **Yıllık Rayiç Kira Bedelinin;**
 - KDV Hariç **15.679.513,00TL**
 - KDV Dahil **18.501.825,34TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla



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



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

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