



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

ANTALYA İLİ – KEPEZ İLÇESİ

25 Adet Parsele İlişkin

Gayrimenkul Değerleme Raporu

94, 95, 111, 112 Numaralı Parsellere İlişkin

Gayrimenkule Bağlı Hak (Kullanım Hakkı) Değerleme Raporu

11.03.2013

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	3
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	3
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	3
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	4
3.1. Değerleme Raporunun Amacı	4
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	4
3.3. Beyanlar	4
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	5
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	5
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	8
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı	9
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	9
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	10
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	10
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	11
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	13
4.1. Global Görünüm	13
4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü	14
4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü	15
4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm	15
4.5. Türkiye Finansal Göstergeler	16
4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	17
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	18
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	18
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı	18
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri	19
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri	20
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	21
5.2.1. Gayrimenkulün Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri	21
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri	22
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri	23
5.3. Gayrimenkullere Ait Kiralama İşlemleri	23
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	26
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	26
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,	28
6.3. Gayrimenkulün Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,	28
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar,	28
6.5. TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş. Mülkiyetinde Yer Alan 25 Adet Parselin Değer Tespiti	29
6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı	29
6.5.2. Ayrıştırma Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Değerinin Belirlenmesi	30
6.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkullerin Değerinin Belirlenmesi	30
6.6. Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret ve Sanayi A.Ş.'den, Torunlar GYO A.Ş. Adına Kiralanan 94, 95 111 ve 112 Numaralı Parsellerin Kullanım Hakkı Değerinin Tespiti	30
6.6.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Parsel Değerinin Tespiti	31
6.6.2. Değerden Türetme Yaklaşımıyla Parsel Adil Kira Bedelinin Belirlenmesi,	32
6.6.3. Parsel Kullanım Hakkının (Parselin sağlayacağı net kira gelirlerinin) Belirlenmesi	33
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	33
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi	33
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi	33
6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi	33
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	34
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyumlaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	34
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	35
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	35
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş	35
8. SONUÇ	37
8.1. Nihai Değer Takdiri	37
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULÜN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMEEYE İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

13.12.2012 - TRGYO/2012

1.2. Değerleme Tarihi

Değerleme çalışmalarına sözleşme tarihi itibarıyla başlanılmış ve değerlendirme çalışmalarının raporlanmasına esas teşkil edecek olan dokümanlar **11.03.2013** tarihine kadar hazır hale getirilmiştir.

Değerleme çalışmaları bahsedilen tarih aralığında gerçekleştirilmiş olup, değer tespitine esas alınan veriler ve değerlendirme tarihi **21.12.2012**'dir. Anılan tarih ile hesaplanan değerlerin yansıtılacağı mali tablo tarihi (31.12.2012) arasında piyasa koşullarında gayrimenkul değerlerini etkileyecek önemli değişiklikler olmadığından, adil (rayiç) piyasa değerleri 31.12.2012 tarihli değerleri de temsil etmektedir.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

11.03.2013 / SvP_12_TRGYO_15

1.4. Rapor Türü

İş bu rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**'nin talebi üzerine, mülkiyeti **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi,

- **Orta Mahallesi, 025-B-06-A-3 pafta, 28319 ada,**
 - **4 parsel** numarasında kayıtlı, **1.991,30-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **5 parsel** numarasında kayıtlı, **2.051,04-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Orta Mahallesi, 025-B-06-B-4 pafta, 28319 ada,**
 - **6 parsel** numarasında kayıtlı, **2.065,50-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **7 parsel** numarasında kayıtlı, **2.067,81-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **8 parsel** numarasında kayıtlı, **2.062,42-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **9 parsel** numarasında kayıtlı, **2.499,45-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **73 parsel** numarasında kayıtlı, **3.038,21-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **83 parsel** numarasında kayıtlı, **3.010,76m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **125 parsel** numarasında kayıtlı, **5.908,29-m²** yüzölçümüne sahip ve **1559/6700 hisseli** tarla,
 - **126 parsel** numarasında kayıtlı, **5.630,80-m²** yüzölçümüne sahip ve **779/3700 hisseli** tarla,
 - **127 parsel** numarasında kayıtlı, **5.408,94-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **128 parsel** numarasında kayıtlı, **7.130,36-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **129 parsel** numarasında kayıtlı, **19.825,11-m²** yüzölçümüne sahip ve **3/4 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **174 parsel** numarasında kayıtlı, **22.184,22-m²** yüzölçümüne sahip ve **1689/5360 hisseli** tarla,
 - **250 parsel** numarasında kayıtlı, **7.522,88-m²** yüzölçümüne sahip bahçe,
 - **253 parsel** numarasında kayıtlı, **7.958,57-m²** yüzölçümüne sahip ve **13/48 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-4 pafta, 28335 ada,**
 - **256 parsel** numarasında kayıtlı, **8.032,98-m²** yüzölçümüne sahip ve **5/16 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **276 parsel** numarasında kayıtlı, **2.292,93-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **277 parsel** numarasında kayıtlı, **3.282,86-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **278 parsel** numarasında kayıtlı, **5.299,35-m²** yüzölçümüne sahip tarla,

- **Sinan Mahallesi, Koca Tarla Koca Zeytin Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **237 parsel** numarasında kayıtlı, **3.727,17-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **238 parsel** numarasında kayıtlı, **3.277,15-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **239 parsel** numarasında kayıtlı, **3.306,41-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **240 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,19-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **241 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,07-m²** yüzölçümüne sahip tarla

vasıflı **25 adet parselin** yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin belirlenmesi ve bu parsellerin mülkiyetine sahip olan **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde İştirak olarak bulunmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının

- Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.’ye,** kullanım hakkı **21 yıl süre ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’ye** ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,
 - **94 parsel** numarasında kayıtlı, **6.329,79 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **95 parsel** numarasında kayıtlı, **2.852,84 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **111 parsel** numarasında kayıtlı, **3.785,70 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **112 parsel** numarasında kayıtlı, **8.262,72 m²** yüzölçümüne sahip tarla,

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak (kullanım hakkı) değerlerinin tespiti** ve **bu hakkın Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında her hangi bir kısıt olup olmadığının,

tespitine yönelik hazırlanmış olan **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak 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 : Yasemin **KARAKAYA** – G. Değerleme Uzmanı - Y.Mimar
S.P.K. Lisans No.: 400873

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)**'nin talebi üzerine,

- Mülkiyeti **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.**'ye
- Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.**'ye, kullanım hakkı **Torunlar GYO'ya**

ait olan, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, **adil piyasa değerinin belirlenmesi** ve bu parsellerin mülkiyetine sahip olan **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde bulunmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik hazırlanmış olan **gayrimenkul değerlendirme** raporudur.

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

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu Rapor, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)** yetkililerinin yazılı talepleri üzerine, Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin ve 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 itibarıyla** yapılan inceleme ve araştırmalar ile ekonomi ve piyasa koşulları dikkate alınarak yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir. Rapor'da nihai değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya yanlış, belge ve/veya bilgilerin olması durumunda Standart sorumluluk kabul etmeyecektir.

Rapor'da gayrimenkulün adil (rayiç) piyasa değeri, 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.
İştirak(malik)	TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslar arası Değerleme Standartları
UDU	Uluslar arası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslar arası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslar arası 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	21.12.2012 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 1,7982 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	21.12.2012 tarihinde, 25.01.2041 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 4,50 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

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

Değerin Pazar ve Pazar Dışı Esasları

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

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

- Pazar değeri esaslı değerlemeler, ilgili pazarlara özel verilerden ve bu pazarlardaki katılımcıların tümünden gelen süreçlerini yansıtmaya çalışan yöntemler ve prosedürler vasıtasıyla geliştirilmektedir.
- Pazar esaslı değerlemeler, değere, **emsal karşılaştırma, gelir 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 değerleme 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 kiracı 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.
- "...**tarafaların 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 piyasanın durumu ele alınarak değerlendirilmektedir. Bir satıcı için fiyatların gittikçe düştüğü bir piyasada daha önceki pazar seviyelerinden daha düşük olan bir fiyattan mülkünü satması basiretsizlik olarak değerlendirilmez. Değişken fiyatlara sahip olan pazarlardaki diğer satın alma ve satış örnekleri için bu durum gerçek olsa da, basiretli alıcı veya satıcı, o an için var olan en iyi pazar bilgilerine göre hareket edeceklerdir.
- "...**ve baskı altında olmaksızın...**" ise her bir tarafın bu işlemi gerçekleştirmek için yeterli motivasyona sahip olduklarını ancak bu işlemi tamamlamak için zorlanmadıkları ve gönülsüz olmadıkları anlamına gelmektedir.
- **Pazar Değeri, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın** bir varlığın tahmini değeri olarak anlaşılmaktadır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı **Pazar Değerini** oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

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

3.6.2. Maliyet Yaklaşımı

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

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

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

- Yeniden İnşaa Maliyeti
- İkame Maliyeti

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

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

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

3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

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

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

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

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

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

İşletme hizmetleri kapsamında söz konusu gayrimenkule ait bulunan, kiralanması 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 kullanılabilir bir hak olabilir. Değişik tipteki potansiyel en üst düzey ve en iyi kullanımların belirlenebilir olduğu diğer durumlarda Değerleme Uzmanı bu gibi alternatif kullanımları ve beklenen ilerideki gelir ve harcama düzeylerini tartışır. Değişim sürecindeki arazi kullanımı ve bölgelendirme mülkünü, en verimli ve en iyi kullanımı geçici bir kullanım olabilir.

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

- Arazinin "En Etkin ve Verimli Kullanımı"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

Dünya ekonomisinde yılbaşından bu yana devam eden yavaşlama yılın üçüncü çeyrek döneminde de sürmektedir. ABD ekonomisinde yüzde 2,3 büyüme yaşanırken, Euro bölgesinde küçülme, Japonya'da ise çok zayıf büyüme görülmektedir. Çin'in büyüme hızındaki gerileme de sürmektedir.

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

KAYNAK: OECD

Ekonomik gelişmeleri yansıtan OECD öncü göstergeleri son beş çeyrek dönemdir OECD bölgesinde durgunluğu işaret eden 100 seviyesine çok yakın gerçekleşmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde öncü göstergeler 100.2 puan ile yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Öncü göstergelerdeki durağanlık küresel ekonomik yavaşlamayı teyit etmektedir.

Dünya Ekonomisi Öncü Göstergeleri				
DÖNEMLER	OECD BİLEŞİK ÖNCÜ GÖSTERGE ENDEKSİ	BALTİK CAPSİZE TAŞIMACILIK ENDEKSİ	IMF METAL FİYAT ENDEKSİ	OECD BÖLGESİ İŞSİZLİK % TOTAL
2010 Q4	102,8	2.346	233,58	8,4
2011 Q1	103,0	1.768	244,21	8,2
2011 Q2	101,9	2.036	235,71	8,0
2011 Q3	100,1	3.136	224,10	8,0
2011 Q4	100,2	3.287	192,11	8,0
2012 Q1	100,4	1.412	206,92	7,9
2012 Q2	100,3	1.190	185,69	7,9
2012 Q3	100,2	1.621	179,92	8,0

KAYNAK: OECD, IMF, WTO

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Küresel ölçekte üçüncü çeyrekte toparlanma gösteren mali varlık değerleri ile emtia fiyatları 2012 yılının son çeyrek döneminde yeniden gevşeme eğilimine girmiştir. Hisse senedi piyasası performansları zayıflarken petrol ve altın fiyatları da dahil emtia fiyatlarında gerileme görülmektedir. Euro-Dolar paritesi ise yön arayışını sürdürmektedir.

Dünya Ekonomisi Mali Göstergeleri					
DÖNEMLER	DON JONES ENDEKSİ	PETROL VARİL DOLAR	ALTIN ONS DOLAR	ABD MERKEZ BANKASI FAİZİ%	EURO DOLAR PARİTESİ
2010 Q4	11.577	91,4	1.422	0,25	1,3378
2011 Q1	12.319	106,7	1.430	0,25	1,4163
2011 Q2	12.414	95,7	1.506	0,25	1,4490
2011 Q3	10.913	79,2	1.620	0,25	1,3384
2011 Q4	12.217	98,8	1.566	0,25	1,2958
2012 Q1	13.212	103,0	1.662	0,25	1,3338
2012 Q2	12.880	88,0	1.604	0,25	1,2660
2012 Q3	13.437	92,2	1.773	0,25	1,2822
2012 Q4 ⁽¹⁾	13.025	88,7	1.721	0,25	1,2984

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

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariyle(1) Kasım

İş dünyasının beklentilerini yansıtan imalat sanayi beklenti endeksleri her üç ana bölgede de oldukça zayıf seyretmektedir. ABD ve AB'de beklenti endeksleri 50 puanın altına gerileyerek bozulmaya dönmüştür. Çin'de ise yeniden 50 seviyesinin çok az üzerine çıkmıştır. Tüketici güveninde ise ABD ve Çin'de toparlanma görülmektedir.

Dünya Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksleri						
DÖNEMLER	İMALAT SANAYİ BEKLENTİ ENDEKSLERİ			TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSLERİ		
	ABD	AB	ÇİN	ABD	AB	ÇİN
2010 Q4	58,5	55,5	53,9	74,5	-12,1	100,4
2011 Q1	59,7	57,5	53,4	67,5	-13,0	107,6
2011 Q2	55,8	52,0	50,9	71,5	-11,2	108,1
2011 Q3	52,5	48,5	51,2	59,5	-19,3	103,4
2011 Q4	53,1	46,9	50,3	69,9	-22,1	100,5
2012 Q1	53,4	47,7	53,1	76,2	-19,3	100,0
2012 Q2	49,7	45,1	50,2	73,2	-19,7	99,3
2012 Q3	51,5	45,4	49,8	78,3	-24,0	100,8
2012 Q4 ⁽¹⁾	49,5 ⁽²⁾	46,2 ⁽²⁾	50,6 ⁽²⁾	82,7 ⁽²⁾	-23,8 ⁽²⁾	106,1 ⁽¹⁾

KAYNAK: RESMİ İSTATİSTİK KURUMLARI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim, (2) Kasım

4.2. Dünya İnşaat ve Konut Sektörü

ABD inşaat harcamalarında 2012 yılı başından itibaren başlayan toparlanma yılın üçüncü ve son çeyrek döneminde de sürmektedir. Konut inşaat harcamalarında toparlanma daha kuvvetli hissedilmektedir. Konut dışı bina harcamalarında ise daha sınırlı bir toparlanma yaşanmaktadır.

ABD İnşaat Sektörü Harcamaları		
DÖNEMLER	KONUT İNŞAATI HARCAMALARI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI HARCAMALARI
2010 Q4	238,4	239,0
2011 Q1	235,8	242,8
2011 Q2	252,3	258,7
2011 Q3	241,7	261,3
2011 Q4	253,7	263,4
2012 Q1	256,2	270,8
2012 Q2	277,7	274,9
2012 Q3	292,1	273,4
2012 Q4 ⁽¹⁾	300,8	275,8

KAYNAK: US BUREAU OF CENSUS

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

ABD'de konut sektöründe toparlanma sürmektedir. Yeni ev satışları ile mevcut ev satışlarında kademeli bir artış yaşanmaktadır. Ekim ayı itibariyle yıllık mevcut ev satışları 4.79 milyon ile son dönemlerin en yükseğine ulaşmıştır. Konut fiyatlarında da kademeli artış sürmektedir. 2012 yılının üçüncü çeyrek dönemi sonunda konut fiyatları son üç yılın zirvesine çıkmıştır.

ABD Konut Sektörü				
DÖNEMLER	YENİ EV SATIŞLARI AYLIK BİN	MEVCUT EV SATIŞLARI AYLIK BİN	KONUT FİYATLARI ENDEKSİ	
			CASE SHILLER 20	CASE SHILLER 10
2010 Q4	326	4.450	142,4	156,0
2011 Q1	301	4.260	137,6	150,9
2011 Q2	304	4.180	141,5	154,9
2011 Q3	306	4.280	142,0	155,6
2011 Q4	339	4.380	136,6	149,6
2012 Q1	352	4.470	134,1	1146,5
2012 Q2	360	4.370	142,3	155,0
2012 Q3	369	4.690	146,2	158,9
2012 Q4 ⁽¹⁾	368	4.790		

KAYNAK: NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS, US STANDART AND POORS CASE SHILLER HOUSE PRICE INDICES

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye (1)Ekim

Avrupa Birliği'nde inşaat faaliyetlerinde bu yıl yeniden başlayan gerileme sürmektedir. 2011 yılının son 6 aylık döneminde büyümeye geçen inşaat faaliyetleri 2012 yılında yeniden gerilemeye dönmüş ve yılın üçüncü çeyrek döneminde küçülme yüzde 4.8 olmuştur. Küçülme hem konut hem de konut dışı bina inşaatlarında görülmektedir.

Avrupa Birliği Euro Alanı İnşaat Faaliyetleri (BİR ÖNCEKİ YILIN AYNI ÇEYREK DÖNEMİNE GÖRE DEĞİŞİM YÜZDE)			
DÖNEMLER	TOPLAM İNŞAAT SEKTÖRÜ	KONUT İNŞAATI	KONUT DIŞI BİNA İNŞAATI
2010 Q4	-9,3	-8,2	-14,4
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	-6,6	-6,4	-9,3
2012 Q2	-5,7	-5,5	-7,6
2012 Q3	-4,8	-4,6	-6,4

KAYNAK: EUROSTAT CONSTRUCTION OUTPUT

4.3. Dünya Ticari Gayrimenkul Sektörü

Küresel ekonomideki yavaşlama ticari gayrimenkul piyasasını olumsuz etkilemeye devam etmektedir. ABD’de görülen göreceli toparlanmanın dışında yavaşlayan iş aktiviteleri nedeniyle ticari gayrimenkul sektöründe arz ve talep tarafında durağanlık ortaya çıkmaktadır. Avrupa Birliği ve Euro bölgesinde yaşanan resesyon ticari gayrimenkul faaliyetlerini sınırlandırmaktadır. Çin’de inşaat sektörüne yönelik sınırlamalar konut ile birlikte ticari gayrimenkulleri de olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Getirilerdeki durağanlık kredi ve yatırım faaliyetlerini halen sınırlamaktadır.

ABD Ticari Gayrimenkul Piyasası Fiyat Endeksleri 2000 = 100				
DÖNEMLER	OFİS BİNALARI	SANAYİ LOJİSTİK BİNALARI	PERAKENDE BİNALARI	APARTMANLAR
2010 Q4	123	121	122	128
2011 Q1	126	119	123	135
2011 Q2	128	121	126	142
2011 Q3	132	123	131	148
2011 Q4	135	123	133	156
2012 Q1	139	131	137	159
2012 Q2	142	130	139	159
2012 Q3	144	131	138	163

KAYNAK: MOODYS REAL COMMERCIAL PROPERTY PRICE INDICES
Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

ABD ticari gayrimenkul fiyatlarında yılbaşından bu yana görülen artış üçüncü çeyrek dönemde de perakende binaları hariç devam etmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde ofis binaları, sanayi lojistik binaları ve apartman fiyatlarında artış gerçekleşmiştir. Yılbaşından bu yana en yüksek fiyat artışları ofis binalarında görülmektedir.

4.4. Ulusal Ekonomik Görünüm

Türkiye ekonomisi 2012 yılının üçüncü çeyrek döneminde yüzde 1.6 büyümüştür. Büyümede yavaşlama sürmektedir. Büyümedeki yavaşlama hemen tüm sektörler yaygınlaşmıştır. Üçüncü çeyrekte ticaret faaliyetleri küçülürken, imalat sanayi sadece 1.3 ve mali hizmetler yüzde 0.9 büyümüştür. İlk dokuz aylık genel büyüme yüzde 2.6 olmuştur.

Türkiye Ekonomisi İktisadi Faaliyetlerde Büyüme					
DÖNEMLER	GSMH	İMALAT SANAYİ	TİCARET	ULAŞTIRMA İLETİŞİM	MALİ HİZMETLER
2010 Q4	9,3	11,3	13,4	13,8	9,7
2011 Q1	12,1	15,1	18,0	12,7	10,0
2011 Q2	9,1	9,3	13,7	12,1	9,2
2011 Q3	8,4	9,5	10,6	11,4	12,9
2011 Q4	5,0	5,3	3,2	6,6	6,8
2012 Q1	3,4	3,2	0,6	5,2	4,5
2012 Q2	3,0	3,8	0,7	4,5	3,6
2012 Q3	1,6	1,3	-1,2	2,3	0,9

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

2012 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 55.8 milyar dolara, tüketici enflasyonu ise Kasım sonunda yüzde 6.37'lere gerilemiştir. Türk Lirasında da göreceli bir istikrar sağlandığı görülmektedir.

Türkiye Ekonomisi Temel Göstergeler						
DÖNEMLER	TÜKETİCİ FİYATLARI %YILLIK	CARİ AÇIK YILLIK MİLYAR DOLAR	BÜTÇE AÇIĞI YILLIK MİLYAR TL	İŞSİZLİK %	DOLAR/ TÜRK LİRASI	MERKEZ BANKASI FAİZ ORANI%
2010 Q4	6,40	48,6	39,6	11,4	1,55	6,50
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	71,8	19,7	9,9	1,78	5,75
2012 Q2	8,87	63,2	17,4	8,0	1,81	5,75
2012 Q3	9,19	55,8	32,4	8,8	1,79	5,75
2012 Q4	6,16		15,5	13,3	1,78	5,75

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU, TC. MERKEZ BANKASI, MALİYE BAKANLIĞI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

Ekonomideki genel yavaşlamaya bağlı olarak reel kesim beklentileri ile tüketici güveninde gerileme yaşanmaktadır. Reel kesim beklenti endeksi Kasım ayındaki 101 puan ile yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Tüketici güveninde de gerileme son üççeyrek dönemdir sürmektedir. Tüketici güveni de son iki yılın en düşük seviyesine inmiştir.

Türkiye Ekonomisi Güven Ve Beklenti Endeksi		
DÖNEMLER	REEL KESİM BEKLENTİ ENDEKSİ	TÜKETİCİ GÜVEN ENDEKSİ
2010 Q4	106,4	90,99
2011 Q1	114,8	93,43
2011 Q2	114,6	96,42
2011 Q3	112,4	93,70
2011 Q4	97,2	92,00
2012 Q1	112,9	93,90
2012 Q2	108,1	91,80
2012 Q3	103,1	88,80
2012 Q4	97,9	89,00

KAYNAK: TC. MERKEZ BANKASI

Veriler çeyrek dönemin son ayı itibariye

4.5. Türkiye Finansal Göstergeler

Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir ülke seviyesine çıkarılması ile birlikte yabancıların portföy yatırımlarında önemli bir genişleme yaşanmaktadır. 2012 Kasım ayı sonu itibariyle yabancıların portföy yatırımları 143.5 milyar dolara ulaşmıştır. İMKB pazar değeri 284 milyar dolara, MB döviz rezervleri de 100.2 milyar dolara yükselmiştir.

Finansal Göstergeler					
DÖNEMLER	BANKACILIK SEKTÖRÜ AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ MİLYAR TL	İMKB PAZAR DEĞERİ MİLYAR DOLAR	DIŞ BORÇ STOKU MİLYAR DOLAR	MB DÖVİZ REZERVİ MİLYAR DOLAR	YABANCILARIN PORTFÖY YATIRIMLARI MİLYAR DOLAR
2010 Q4	1.006.7	295.8	290.0	80.7	112.5
2011 Q1	1.046.4	293.5	302.5	86.2	116.5
2011 Q2	1.146.0	290.2	314.7	92.7	114.7
2011 Q3	1.213.7	232.2	314.0	87.5	99.4
2011 Q4	1.217.7	191.4	306.6	78.3	95.0
2012 Q1	1.229.0	260.1	318.6	80.2	115.4
2012 Q2	1.255.6	252.1	323.4	83.1	120.0
2012 Q3	1.271.0	268.7	-	94.8	128.1
2012 Q4	1.329.0 ⁽²⁾	284.0 ⁽¹⁾	-	100.2 ⁽¹⁾	143.5 ⁽¹⁾

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

Veriler Çeyrek Dönemin Son Ayı İtibariyle (1)Ekim, (2) 2 Kasım

4.6. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler¹

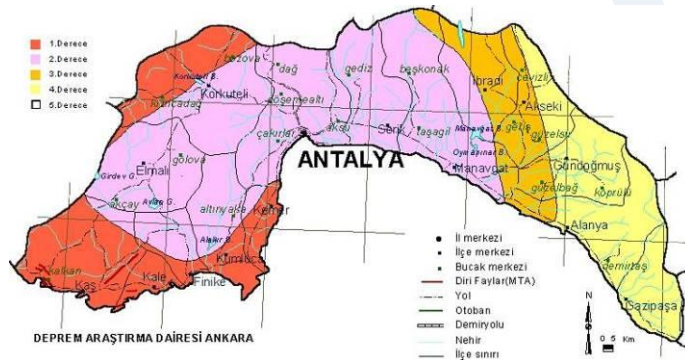
ANTALYA; Antalya ili Anadolu'nun güneybatısında yer almaktadır. Yüzölçümü 20.723 km² olup, Türkiye yüzölçümünün %2.6'sı kadardır. İlin kara sınırlarını Toros Dağları meydana getirmektedir. İlin güneyinde Akdeniz, doğusunda Mersin, Konya ve Karaman, kuzeyinde Isparta ve Burdur, batısında ise Muğla illeri vardır.

Antalya Türkiye'de bugüne kadar bilinen en eski yerleşmelerin bulunduğu en önde gelen illerden biridir. Antalya'ya 20 km uzaklıkta ve Toroslar'ın Akdeniz'e bakan yamaçlarında yer alan Karain Mağarası'nda yapılan kazılarda Antalya ilinde Paleolitik yerleşmenin varlığını ortaya çıkartmış ve bölgenin tarihini M.Ö. 220 bin yılına kadar indirmiştir. Antalya İli, doğası, palmiyelerle sıralanmış bulvarları, geleneksel mimarisini korumuş merkezi Kaleiçi ve büyük ölçekli turizm yatırımları ile Türkiye'nin en önemli turizm merkezlerinden biridir. Antalya aynı zamanda, Türkiye'nin büyük ölçekli göç alan kentlerinden biridir.

Antalya İli'nin; Akseki, Aksu, Alanya, Demre, Döşemealtı, Elmalı, Finike, Gazipaşa, Gündoğmuş, İbradı, Kaş, Kemer, Kepez, Konyaaltı, Korkuteli, Kumluca, Manavgat, Muratpaşa, Serik olmak üzere 19 adet ilçesi bulunmaktadır.

KEPEZ; Kepez İlçesi Antalya'nın kuzey bölgesinde bulunur. Güney sınırı halk arasında Çevre Yolu olarak bilinen Gazi Bulvarı ve Çakırlar yolu ile başlamakta olup kuzey il sınırına kadar devam eder. İlçenin doğusunda Aksu İlçesi, güneyinde Muratpaşa İlçesi, güney batısında Konyaaltı İlçesi, kuzey ve kuzey batısında Döşemealtı İlçesi bulunmaktadır. İlçenin tamamı Büyük Şehir sınırları içerisinde yer almaktadır.

İlçenin toplam yüzölçümü 39786.9 Hektardır. İlçede 6 köy ve 60 mahalle bulunmaktadır.



Kepez İlçesinde Akdeniz İklimi hüküm sürer. Yazlar sıcak ve kurak; kışlar ılık ve bol yağışlıdır. Yaz aylarında sıcaklık yüksektir. Kuraklık kendini hissettirir. En fazla yağış kışın, en az yağış yazın düşer. Kış aylarında ise sıcaklık aşırı derecede düşmez. Denizden yüksekliği ortalama 20-39 metre arasındadır.

Antalya İli deprem haritasına göre Kepez İlçesi 2'nci derece deprem bölgesinde yer almaktadır.

2012 yılı Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) nüfus sayımı sonuçlarına göre, Kepez İlçesinin nüfusu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

	İl/ilçe merkezleri			Belde/köyler			Toplam		
	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın	Toplam	Erkek	Kadın
Kepez	425.794	216.596	209.198	8.167	4.155	4.012	433.961	220.751	213.210
Antalya	1.492.674	751.010	741.664	599.863	307.060	292.803	2.092.537	1.058.070	1.034.467

¹ Bölge analizinde yer alan bilgiler için, İlgili Belediye Başkanlığı ve Valilik WEB sayfalarından faydalanılmıştır.

5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER

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

5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı

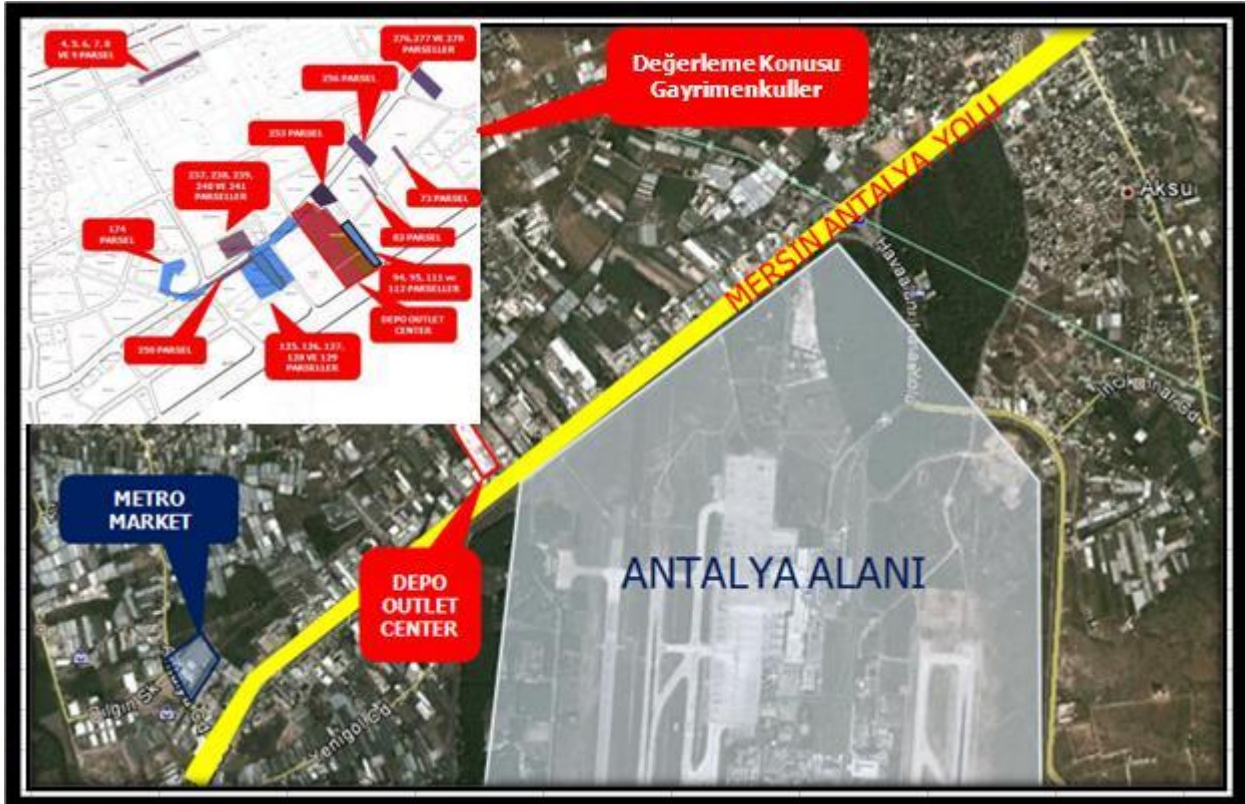
Değerleme konusu gayrimenkuller, tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi,

- **Orta Mahallesi, 025-B-06-A-3 pafta, 28319 ada,**
 - **4 parsel** numarasında kayıtlı, **1.991,30-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **5 parsel** numarasında kayıtlı, **2.051,04-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Orta Mahallesi, 025-B-06-B-4 pafta, 28319 ada,**
 - **6 parsel** numarasında kayıtlı, **2.065,50-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **7 parsel** numarasında kayıtlı, **2.067,81-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **8 parsel** numarasında kayıtlı, **2.062,42-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **9 parsel** numarasında kayıtlı, **2.499,45-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **73 parsel** numarasında kayıtlı, **3.038,21-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **83 parsel** numarasında kayıtlı, **3.010,76m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **125 parsel** numarasında kayıtlı, **5.908,29-m²** yüzölçümüne sahip ve **1559/6700 hisseli** tarla,
 - **126 parsel** numarasında kayıtlı, **5.630,80-m²** yüzölçümüne sahip ve **779/3700 hisseli** tarla,
 - **127 parsel** numarasında kayıtlı, **5.408,94-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **128 parsel** numarasında kayıtlı, **7.130,36-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **129 parsel** numarasında kayıtlı, **19.825,11-m²** yüzölçümüne sahip ve **3/4 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **174 parsel** numarasında kayıtlı, **22.184,22-m²** yüzölçümüne sahip ve **1689/5360 hisseli** tarla,
 - **250 parsel** numarasında kayıtlı, **7.522,88-m²** yüzölçümüne sahip bahçe,
 - **253 parsel** numarasında kayıtlı, **7.958,57-m²** yüzölçümüne sahip ve **13/48 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-4 pafta, 28335 ada,**
 - **256 parsel** numarasında kayıtlı, **8.032,98-m²** yüzölçümüne sahip ve **5/16 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **276 parsel** numarasında kayıtlı, **2.292,93-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **277 parsel** numarasında kayıtlı, **3.282,86-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **278 parsel** numarasında kayıtlı, **5.299,35-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Koca Tarla Koca Zeytin Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **237 parsel** numarasında kayıtlı, **3.727,17-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **238 parsel** numarasında kayıtlı, **3.277,15-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **239 parsel** numarasında kayıtlı, **3.306,41-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **240 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,19-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **241 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,07-m²** yüzölçümüne sahip tarla

vasıflı **25 adet** gayrimenkul ve

- Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.'ye**, kullanım hakkı **21 yıl süre ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye** ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,
 - **94 parsel** numarasında kayıtlı, **6.329,79 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **95 parsel** numarasında kayıtlı, **2.852,84 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **111 parsel** numarasında kayıtlı, **3.785,70 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **112 parsel** numarasında kayıtlı, **8.262,72 m²** yüzölçümüne sahip tarla,

Vasıflı parsellerin üst hakkına bağlı kullanım hakkı değeridir.



(Ek:1: Gayrimenkullere Ait Resimler)

Değerleme konusu gayrimenkuller, Antalya İli, Kepez İlçesi Belediyesi sınırları içinde kalmaktadır. Gayrimenkullerin yakın çevresinde; Antalya Havaalanı, Antalya Büyükşehir Belediyesi Toptancı Hal Kompleksi, Antalya EXPO Center, D-400 Karayolu, hafif sanayi ve lojistik yapıları, seralar, tek katlı ve iki katlı köy evleri ve çok sayıda boş parsel yer almaktadır.

Parsellerin çoğu halihazırda boş durumdadır. Bazı parsellerin üzerinde ruhsatsız olarak inşa edilmiş olan tek veya iki katlı konut olarak kullanılan yapılar ile seralar yer almaktadır.

Gayrimenkullerin bulunduğu bölgenin bazı merkezlere kuş uçuşu uzaklıkları;

Antalya Havaalanı	:	2,-km
Kepez	:	11,-km
Antalya Şehir Merkezi	:	12,-km
Konyaaltı	:	22,-km
Serik	:	33,-km
Manavgat	:	55,-km
Kemer	:	70,-km
Alanya	:	105,-km

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri

Değerleme konusu gayrimenkuller düz bir topoğrafyada yer almaktadır.

- **4, 5, 6, 7, 8 ve 9 numaralı parseller** birbirine bitişik konumlu olup, Altınova Sinan 39 no'lu Sokak üzerinde bulunmaktadır. Parseller üzerinde mevcut durumda herhangi bir yapı bulunmamaktadır. Parsellerin çevresinde Özmak Gıda Tesisi, Ayten Çağırın Ticaret Meslek Lisesi bulunmaktadır.
- **73 numaralı parsel** halihazırda boş durumda olup; çevresinde Aksoy Ambalaj, Superfresh ve Martı Gıda'ya ait binalar bulunmaktadır.
- **83 numaralı parsel** halihazırda boş durumda olup yanında Star Gazetesi hizmet binası bulunmaktadır.

- **125 ve 126 numaralı parseller** birbirine bitişik olup, parsellerin bir bölümünde tek katlı ve iki katlı köy evleri ve seralar yer almaktadır.
- **127, 128 ve 129 numaralı parseller** halihazırda boş durumda olup bitişğinde Express Kargo, karşı cephesinde; Altınpınar Boya ve Yavuz Depolama firmaları, MNG Kargo ve Hazer Baba Lokumcusu firmalarına ait binalar bulunmaktadır.
- **174 numaralı parsel** Altınova karayolu üzerinde yer alan ve yola paralel 2. parseldir. Üzerinde seralar, iki katlı ve tek katlı köy evleri bulunmaktadır. Bitişğinde Yar Bakliyat firmasının binası yer almaktadır.
- **237, 238, 239, 240 ve 241 numaralı parseller** birbirine bitişik konumda olup üzerlerinde herhangi bir yapı bulunmamaktadır.
- **250 numaralı parsel** 237 ve 238 numaralı parsellere komşudur. Üzerinde iki adet tek katlı köy evi bulunmaktadır.
- **253 numaralı parsel** üzerinde sera bulunmaktadır.
- **256 numaralı parsel** üzerinde nar ağaçları bulunmakta olup nar bahçesi olarak kullanılmaktadır.
- **276, 277 ve 278 numaralı parseller** birbirine bitişik konumdadır. 276 ve 278 no'lu parseller üzerinde iki katlı köy evi ile iki adet sera yer almaktadır. 277 no'lu parsel ise boştur.
- **94, 95, 111 ve 112 numaralı parseller** (Kiralama sözleşmesine konu Eski; 100, 103, 1900 ve 1903 numaralı parseller) Deepo Outlet Center AVM'nin yanında yer almakta olup, **Torunlar GYO A.Ş.** tarafından kiralanmıştır. Kiralanan parseller üzerinde 78,-m², 797,-m², 1.515,-m², 170,-m² alanlı tek katlı ve 428,-m² iki katlı olmak üzere toplam 2.988,-m² kapalı alanlı yapı mevcuttur. Müşteri şirketten alınan bilgiler doğrultusunda bu parsellerin, büyüme projesi çerçevesinde Deepo Outlet Center AVM'ye dahil edileceği bunun için imar planı çalışmasının bitmesinin beklendiği öğrenilmiştir. Parseller üzerinde bulunan yapıların mevcut durumda kullanılmayacağı anlaşılmış olduğundan raporun ilgili bölümlerinde sadece parsellere değer verilmiştir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri

Değerleme konusu gayrimenkuller tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi,

Mahalle	Mevkii	Pafta No.	Ada No.	Parsel No.	Parsel Alanı, m ²	Hisse Oranı	Nitelik	Cilt No.	Sahife No.	Edinme Tarihi/ Yevmiye No	Malik
Orta	-	025-B-06-A-3	28319	4	1,991.30	Tam	Tarla	1	75	12.07.2011/19981	TRN AVM Yatırım Ve Yönetim A.Ş.
Orta	-	025-B-06-A-3	28319	5	2,051.04	Tam	Tarla	1	76	12.07.2011/19981	
Orta	-	025-B-06-B-4	28319	6	2,065.50	Tam	Tarla	1	77	12.07.2011/19981	
Orta	-	025-B-06-B-4	28319	7	2,067.81	Tam	Tarla	1	78	12.07.2011/19981	
Orta	-	025-B-06-B-4	28319	8	2,062.42	Tam	Tarla	1	79	12.07.2011/19981	
Orta	-	025-B-06-B-4	28319	9	2,499.45	Tam	Tarla	1	80	12.07.2011/19981	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-B-3	28335	73	3,038.21	Tam	Tarla	1	85	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	83	3,010.76	Tam	Tarla	2	101	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	125	5,908.29	1559/6700	Tarla	2	146	10.10.2011/27499	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	126	5,630.80	779/3700	Tarla	2	147	10.10.2011/27499	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	127	5,408.94	Tam	Tarla	2	148	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	128	7,130.36	Tam	Tarla	2	149	10.10.2012/27234	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	129	19,825.11	3/4	Tarla	2	150	23.03.2012/	

		C-1								8669	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-C-1	28335	174	22,184.22	1689/5360	Tarla	2	197	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	237	3,727.17	Tam	Tarla	3	260	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	238	3,277.15	Tam	Tarla	3	261	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	239	3,306.41	Tam	Tarla	3	262	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	240	3,442.19	Tam	Tarla	3	263	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	241	3,442.07	Tam	Tarla	3	264	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	250	7,522.88	Tam	Bahçe	3	273	14.07.2011/20170	
Sinan	Koca Tarla Koca Zeytin	025-B-06-C-1	28335	253	7,958,57	13/48	Tarla	3	276	31.12.2012/36172	
Sinan	-	025-B-06-B-4	28335	256	8,032.98	5/16	Tarla	3	279	12.08.2011/23152	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-B-3	28335	276	2,292.93	Tam	Tarla	4	302	14.07.2011/20170	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-B-3	28335	277	3,282.86	Tam	Tarla	4	303	14.07.2011/20170	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-B-4	28335	278	5,299.35	Tam	Tarla	4	304	14.07.2011/20170	
Sinan	-	025-B-06-C-1	28335	94	6,329,79	Tam	Tarla	2	114	14.07.2011/20170	Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
Sinan	-	025-B-06-C-1	28335	95	2,852,84	Tam	Tarla	2	115	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	111	3,785,70	Tam	Tarla	2	132	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayıt	025-B-06-C-1	28335	112	8,262,72	Tam	Tarla	2	133	14.07.2011/20170	

(Ek:2: Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

25.01.2013 tarihinde saat 09:57 itibari ile Kepez Tapu Sicil Müdürlüğü Kepez Belediyesi'nde yapılan incelemeler sonucunda elde edilen bilgiler aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu;

- **4, 5, 6, 7, 8 ve 9 numaralı parseller;**
 - 12.07.2011 tarih ve 19981 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili işleminden,**
 - 30.03.2011 tarihinde **3402 Sayılı Kadastro Kanunu'nun 22-a madde uygulaması² işleminden,**
 - 19.04.2010 tarih ve 10886 yevmiye numarası ile, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına, **ticaret şirketlerine aynı sermaye konulması işleminden,**
- **73, 237, 238, 239, 240, 241, 250, 276, 277 ve 278 numaralı parseller;**
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili işleminden,**
 - 25.03.2011 tarihinde **3402 Sayılı Kadastro Kanunu'nun 22-a madde uygulaması işleminden,**
 - 19.04.2010 tarih ve 10886 yevmiye numarası ile, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına, **ticaret şirketlerine aynı sermaye konulması işleminden,**
- **83 numaralı parsel;**
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili işleminden,**

² **22-a uygulaması;** tapulama, kadastro veya değişiklik işlemlerine ilişkin; sınırlandırma, ölçü, çizim ve hesaplamalardan kaynaklanan hataları gidermek üzere uygulama niteliğini kaybeden, teknik nedenlerle yetersiz kalan, eksikliği görülen veya zemindeki sınırları gerçeğe uygun göstermediği tespit edilen kadastro haritalarının tekrar düzenlenmesi ve tapu sicilinde gerekli düzeltmelerin sağlanması işlemidir.

- 25.03.2011 tarihinde **3402 Sayılı Kadastro Kanunu'nun 22-a madde uygulaması işleminden,**
- 26.01.2011 tarih ve 2338 yevmiye numarası ile tamamı **Fatma Çakır** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden,**
- **125 numaralı parsel;**
 - 10.10.2011 tarih ve 27499 yevmiye numarası ile, 1559/6700 pay elbirliğiyle **Orhan Eker, Ganimet Eker, Turhan Eker** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden,**
- **126 numaralı parsel;**
 - 10.10.2011 tarih ve 27499 yevmiye numarası ile, 779/3700 pay elbirliğiyle **Orhan Eker, Ganimet Eker, Turhan Eker** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden,**
- **127 numaralı parsel;**
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili+birleşme işleminden,**
 - 25.03.2011 tarihinde **3402 Sayılı Kadastro Kanunu'nun 22-a madde uygulaması işleminden,**
 - 29.11.2010 tarih ve 29585 yevmiye numarası ile, 1119/5594 pay **Eşe Kuşak** adına, 1119/5594 pay **Gülay Tuncer** adına, 1119/5594 pay **Gülten Şekeroğlu** adına kayıtlı iken; 1119/5594 pay **Ayşe Demir** adına kayıtlı iken; 1118/5594 pay **Gülşen Aykut** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden,**
- **128 numaralı parsel;**
 - 10.10.2012 tarih ve 27234 yevmiye numarası ile **satış işleminden,**
- **129 numaralı parsel;**
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili+birleşme işleminden,**
 - 03.06.2010 tarih ve 14966 yevmiye numarası ile, 7/224 pay **İbrahim Çalışkan** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden,**
- **174 numaralı parsel;**
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile, **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili işleminden,**
 - 19.04.2010 tarih ve 10886 yevmiye numarası ile, **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına, **ticaret şirketlerine aynı sermaye konulması işleminden,**
- **253 numaralı parsel;**
 - 31.12.2012 tarih ve 36172 yevmiye numarası ile **satış + birleşme işleminden,**
- **256 numaralı parsel;**
 - 12.08.2011 tarih ve 23152 yevmiye numarası ile, 1/8 pay **Teslime Koçak** adına kayıtlı iken, **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** adına **satış işleminden**
- **94, 95, 111 ve 112** numaralı parsellerin tamamı 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili** işleminden **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret ve Sanayi A.Ş.** adına tescil edilmiştir.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri

25.01.2013 tarihinde Kepez Tapu Sicil Müdürlüğü'nde yapılan inceleme sonucunda,

- Torunlar GYO iştiraki **TRN AVM Yatırım Ve Yönetim A.Ş.** mülkiyetinde yer alan değerlendirme konusu gayrimenkuller üzerinde herhangi bir takyidat bulunmamaktadır.

➤ **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin;**

Şehler Hanesi'nde	:	- Beyoğlu 39. Noterliği'nden; 03.02.2009 tarih ve 3923 sayılı ile, 01.01.2009 tarihinden itibaren TORUNLAR GYO A.Ş. lehine, 21 yıl süreli, 3.234.161,-TL bedel karşılığında yapılan kira sözleşmesine göre, 30.06.2010 tarih ve 17463 yevmiye numaralı kira şerhi bulunmaktadır.
--------------------------	---	--

(Ek: 3: Gayrimenkullere Ait Yazılı Tapu Takyidatları)

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

25.01.2013 tarihinde, Kepez Belediyesi İmar ve Şehircilik Müdürlüğü'nde yapılan incelemeler sonucunda değerlendirme konusu parsellerin; 03.09.2012 tasdik tarihli 1/1000 ölçekli **Antalya Merkez Kepez Doğu Gelişme Aksı Altınova Bölgesi Uygulama İmar Planı Revizyonu**'na göre verilen durumları aşağıda belirtilmiştir.

- o 20319 ada, **4 ve 5** nolu parseller **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında,**
- o 20319 ada, **6** nolu parsel bir kısmı **yaya yolunda** bir kısmı ise **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında,**
- o 20319 ada, **7 ve 8** nolu parseller bir kısmı **18 metrelik imar yolunda** bir kısmı ise **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında,**
- o 20319 ada, **9** nolu parsel; bir kısmı **16 ve 18 metrelik imar yollarında** bir kısmı ise **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında**
- o 28335 ada, **73 ve 83** nolu parseller; bir kısmı **15 metrelik imar yolunda** bir kısmı ise **E:0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **125, 126, 127 ve 128** nolu parsellerin bir kısmı **15 metrelik imar yolları ile otoparkta** bir kısmı ise **E:0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **129** nolu parsel; bir kısmı **15 metrelik imar yolu ile otoparkta** bir kısmı **park alanında** ve bir kısmı **E:0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **174, 237, 238, 239, 240 ve 241** nolu parseller; **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **250** nolu parsel; bir kısmı **45 metrelik imar yolu ile park alanında** bir kısmı ise **E:0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **253** nolu parsel; bir kısmı **imar yollarında** bir kısmı ise **E:0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **256** nolu parsel; bir kısmı **25 ve 45 metrelik imar yolları ile park alanında** bir kısmı ise **E:0,60** olan **serbest katlı toptan ticaret alanında,**
- o 28335 ada, **276** nolu parsel; bir kısmı **15 ve 45 metrelik imar yolu ile E=0,80** olan **serbest katlı ticaret alanında** bir kısmı ise **plansız alanda,**
- o 28335 ada, **277** nolu parsel; bir kısmı **15 ve 45 metrelik imar yolunda** bir kısmı ise **plansız alanda,**
- o 28355 ada, **278** nolu parsel; bir kısmı **45 metrelik imar yolunda** bir kısmı ise **plansız alanda,**
- o 28335 ada, **94, 95, 111 ve 112** nolu parseller, Ayrık nizam, serbest katlı, **E=0,80** olan **"ticaret alanı"**nda kalmaktadır.

Ancak Kepez Belediyesi'nden alınan bilgilere göre; 1/1000 ölçekli Antalya Merkez Kepez Doğu Gelişme Aksı Altınova Bölgesi Uygulama İmar Planı Revizyonu'nun uygulamasının henüz gerçekleştirilmemiş olması nedeniyle, **DOP (Düzenleme Ortaklık Payı), KOP (Kamusal Ortaklık Payı) kesintileriyle parselasyon ve dağıtım işlemlerinin henüz tamamlanmadığı öğrenilmiştir.** Bu nedenle değerlendirme konusu gayrimenkullerin uygulama sonucu kazanacakları net imar parseli alanları bilinmemektedir.

Kiralanan **94, 95, 111, 112** numaralı parseller üzerinde yer alan yapılar ise mevcutta kullanılmadığından değerlemede dikkate alınmamıştır.

(Ek: 4: Gayrimenkullere Ait Kadastral Pafta)

5.3. Gayrimenkullere Ait Kiralama İşlemleri

Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret ve Sanayi A.Ş.'den, Torunlar GYO A.Ş. adına kiralanan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellere** ait 03.02.2009 tarih ve 3923 sayılı üst hakkına dayalı kira sözleşmesi detaylarına aşağıda yer verilmiştir.

Madde 1- Sözleşme Tarafları

1.1. Kiralayan : Hastalya Motorlu vasıtalar Ticaret ve Sanayi A.Ş.

1.2. Kiracı : Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Madde 2-Kiralanan Yer ve Kullanım Amacı

2.1. Kiralanan yer, Kiralayana ait olan Sinan Mah. Serik Cad. No:381 Altınova/Antalya adresindeki Antalya İli, Merkez ilçesi, Koyunlar Köyü, **100-103** Parseller ile **1990-1992 parsellerde** toplam 21.595,-m²'lik arsa³ ve tarafların birlikte ölçümünü yaptıkları arsa üzerindeki toplam 2.800,-m² büyüklüğünde yapılarıdır.

2.2. Kiracı, Kiralanan yerde bulunan arsa, bina ya da yeniden inşaa edilecek yapıları, maliki olduğu ve halen işlettiği komşu parseldeki Alışveriş Merkezinin bir eklentisi gibi kullanacak olup, sözleşme konusu yerdeki mevcut yapılarda dilediği tadil, tamir ve inşaatı yaparak ya da mevcutları yıkıp imar mevzuatına uygun olmak ve hazırlayacağı plan ve projeleri Kiralayana onaylatmak kaydıyla kullanma amacı doğrultusunda yeniden inşaa edeceği binanın tamamını ya da bir kısmını işyeri amacıyla kullanılmak üzere dilediği kişilere kiraya verecek, ya da ihtiyacı doğrultusunda açık ve kapalı alanlardan bir kısmını otopark olarak kullanabilecektir. Kiralayan, kendisince onaylanan plan ve projeler dahilinde Kiracının iş bu kullanma peşinen muvafakat etmektedir.

Ancak Kiralayanın onay vermesi gereken plan ve projeler sadece belediyeye sunulacak ana yapıya ilişkin plan ve projelerdir. Kiracı iş bu sözleşmenin eki bulunan teknik şartnamede belirtilen özellikler ve malzemeler ile kiralanan yer üzerinde bina inşa edecektir. Kiracı binanın dış kısmı ile ilgili olarak bu teknik şartnameye göre inşaat yapacak olmasına karşın; Kiralayan hiçbir şekilde yapıların iç kısmında kullanacağı malzemenin cinsine, kalitesine, şekline ya da alt kiracıların dekorasyon plan ve projelerine, malzemelerine karışmayacaktır. Ayrıca kiralayan, kiracının belediyeye sunacağı plan ve projelerin imar mevzuatına uygun olması ve binanın tahliye anında kiralayan tarafından bağımsız/münferit olarak kullanılabilir şekilde olması hallerinde keyfi olarak onay vermekten kaçınmayacaktır.

Madde 4-Kira süresi ve Kira Başlangıç Tarihi

4.1. İş bu kira sözleşmesinin süresi 21 yıldır. Kira süresinin başlangıç tarihi "**Kira Başlangıç Tarihi**"dir. Kiracının Kira ödeme yükümlülüğü bu tarihte teslim şartına bağlı olmaksızın Kira başlangıç tarihinde başlar.

Kira Başlangıç Tarihi : 01.01.2009

Kira Süresi Bitiş Tarihi: 31.12.2029

Madde 5 -Kira Bedeli

5.1. İş bu kira sözleşmesinde tespit edilen kira bedelleri fatura mukabili tahsil edileceğinden iş bu faturalar aylık kira bedeli + KDV dahil olarak düzenlenecek ve fatura bedelinin tamamı kiracı tarafından ödeme gününde defaten kiracıya ödenecektir. Bu konuda mevcut sözleşme hükmü ileride mevzuatta yapılabilecek değişikliklerden önce gelmekte olup taraflar arasında iş bu sözleşmenin hükümleri uygulanacaktır.

³ Parsel numaraları değişmiş olup, sözleşme konusu yeni parsel numaraları ekli Tapu Takyidatına göre; Karahayit Mevkii 111-112 Parseller ile Sinan Mah. 94, 95 numaralı parsellerdir ve toplam kullanım alanı 21.321,05,-m²' dir.

5.2. Aylık Kira Bedeli

Kira Dönemleri		Uygulanacak Artış Oranı	Aylık Kira Bedelleri
01.01.2009 - 31.12.2009	1.Yıl		23.500,00 USD + KDV
01.01.2010 - 31.12.2010	2.Yıl		24.205,00 USD + KDV
01.01.2011 - 31.12.2011	3.Yıl		24.931,15 USD + KDV
01.01.2012 - 31.12.2012	4.Yıl		25.679,08 USD + KDV
01.01.2013 - 31.12.2013	5.Yıl	3%	26.449,45 USD + KDV
01.01.2013 - 31.12.2014	6.Yıl		27.242,94 USD + KDV
01.01.2014 - 31.12.2015	7.Yıl		28.060,22 USD + KDV
01.01.2015 - 31.12.2016	8.Yıl		28.902,03 USD + KDV
01.01.2016 - 31.12.2017	9.Yıl		29.769,09 USD + KDV
01.01.2017 - 31.12.2018	10.Yıl		30.662,16 USD + KDV
01.01.2018 - 31.12.2019	11.Yıl	5%	32.195,27 USD + KDV
01.01.2019 - 31.12.2020	12.Yıl		33.161,12 USD + KDV
01.01.2020 - 31.12.2021	13.Yıl		34.155,96 USD + KDV
01.01.2021 - 31.12.2022	14.Yıl		35.180,64 USD + KDV
01.01.2022 - 31.12.2023	15.Yıl		36.236,06 USD + KDV
01.01.2023 - 31.12.2024	16.Yıl	3%	37.323,14 USD + KDV
01.01.2024 - 31.12.2025	17.Yıl		38.442,83 USD + KDV
01.01.2025 - 31.12.2026	18.Yıl		39.596,12 USD + KDV
01.01.2026 - 31.12.2027	19.Yıl		40.784,00 USD + KDV
01.01.2027 - 31.12.2028	20.Yıl		42.007,52 USD + KDV
01.01.2028 - 31.12.2029	21.Yıl		43.267,74 USD + KDV

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

6.3. 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 gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

- a) Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan **değerleme konusu 25 adet parselin değeri Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile tespit edilmeye çalışılmıştır.**
 - **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım-satım konu olmuş emsal araştırmalarına, **rayiç arsa/arazi değerinin** tespiti amacıyla yer verilmiştir.
 - Değerleme Konusu parsellerin yapılaşma koşullarının belirsiz olması/olmaması sebebiyle, parsel geliştirme yöntemiyle, parsel kalıntı değeri tespitine yönelik analizler (İNA Analizi, Ayırıştırma) kullanılamamıştır.
 - Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi Yöntemi, değerlendirme konusu gayrimenkul üzerinde gelir getirebilecek herhangi bir yapının yer almaması ve mevcut yapılaşma hakkının, gayrimenkullerin geliştirilmesine imkan tanınamaması sebebiyle kullanılamamıştır.
- b) Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. ve San. A.Ş.**'ye ait olan ve **Torunlar GYO A.Ş.** tarafından kiralanmış **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin kullanım hakkı değeri;** (piyasada benzer kiralamalara konu olmuş parsel emsalleri bulunmadığından) **Değerden Türetme Yaklaşımı'yla** tespit edilmeye çalışılmıştır.
 - **Değerden Türetme Yaklaşımı ile, satılık emsal parsel değerleri esas alınmak suretiyle** gayrimenkul değeri belirlenmiş, ardından Değer/Kira ilişkisinden yola çıkılarak **belirlenen kira gelirleri** ile kullanım bedeline ilişkin olarak **sözleşme hükümlerine göre ödenmesi gereken bedeller** dikkate alınarak, **hakkın kullanım değeri** tespit edilmeye çalışılmıştır.

- Gayrimenkullerin bulunduğu bölgede yapılan imar çalışmalarının henüz tamamlanmamış olmasından dolayı parsel üzerinde herhangi bir proje geliştirilememiş olmasından dolayı **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ve Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** yöntemleri kullanılamamıştır.

6.5. TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş. Mülkiyetinde Yer Alan 25 Adet Parselin Değer Tespiti

6.5.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı

Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki **TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'de bulunan değerlendirme konusu gayrimenkullerin konumları ve imar planının henüz uygulanmaması gibi kriterler dikkate alınarak, Altınova Bölgesi ve yakın çevresinde yapılan emsal araştırmalarına aşağıda yer verilmiştir.

SATILIK ARAZİ EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal #1	Konu taşınmazların bulunduğu bölgede, Yüce Sokak'ta yer alan tarla vasıflı 4.030,-m ² arazi satılıktır.	4.030	1.100.000	272	611.723	152
Emsal #2	Konu taşınmazların bulunduğu bölgede, Orta Mahaleede ara sokakta konumlu, tarla vasıflı 5.073,-m ² arazi satılıktır.	5.073	1.050.000	206	583.917	115
Emsal #3	Konu taşınmazların bulunduğu bölgede, Mersin Antalya Yolu'na ~1 km mesafede, ara sokakta konumlu, tarla vasıflı 51.600,-m ² arazi satılıktır.	51.600	9.288.000	180	5.165.165	100
Emsal #4	Konu taşınmazların bulunduğu bölgede, Metro AVM'ye yakın, tarla vasıflı 6.700,-m ² arazi satılıktır.	6.700	5.000.000	746	2.780.558	415
Emsal #5	Konu taşınmazların bulunduğu bölgede, Metro AVM'ye yakın, tarla vasıflı 2.600,-m ² arazi satılıktır.	2600	1.100.000	423	611.723	235

Yukarıdaki tabloda sunulan emsallerin irdelenmesi ve bölgede yapılan piyasa araştırmaları sonucunda;

- Altınova ve yakın çevresinde emsal tarla/bahçe m² birim satış fiyatların **180,-TL** ile **746,-TL** arasında olduğu,
- Bu farklılıkların parsellerin konumuna bağlı olarak oluştuğu,
- Yüzölçümü büyük olan parsellerin daha çok tercih edildiği,
- İmarsız alanda kalan parsellerin daha düşük bedellerden satışa konu olduğu,
- Emsallerin ve konu gayrimenkullerin tarla/bahçe vasıflı olduğu,
- Emsal 4'ün Metro AVM'ye ve caddeye yakın olması sebebiyle daha yüksek bedelle satılık olduğu,
- Bölgede imar uygulaması beklentisinin fiyatları etkilediği,
- Satışa sunulan emsallerin alanlarının tamamının brüt alanlar üzerinden olduğu,
- Emsal bedellerin deklare satış bedeli olduğu ve pazarlık payı bulunduğu,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, gayrimenkullerin konumları, yüzölçümleri ve diğer tüm özellikleri de dikkate alınarak;

- **4, 5, 6, 7, 8 ve 9 numaralı parsellerin** D-400 Karayolu'na ve ana caddeye olan mesafeleri nedeniyle birim fiyatının **400,-TL/m²**,
- **73, 83, 125, 126, 127, 128, 129, 174, 237, 238, 239, 240, 241, 250, 253 ve 256 numaralı parsellerin** kadastral yola cepheli olmaları ve D-400 Karayolu'na yakın olmaları nedeniyle birim fiyatının **500,-TL/m²**,
- **276, 277 ve 278 numaralı parsellerin** ise bir kısmının düzenleme alanında bir kısmının ise düzenleme alanı dışında kalması sebebiyle birim fiyatının **150,-TL/m²**

alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

Bu birim değerler esas alınarak hesaplanan parsel değerleri ve toplam rayiç arazi değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Parsel No	Parsel Alanı, m ²	m ² Emsal Değeri TL/ m ²	Parsel Değeri, TL	Parsel Değeri, ABD \$
4	1.991,30	400	796.520	442.954
5	2.051,04	400	820.416	456.243
6	2.065,50	400	826.200	459.459
7	2.067,81	400	827.124	459.973
8	2.062,42	400	824.968	458.774
9	2.499,45	400	999.780	555.989
73	3.038,21	500	1.519.105	844.792
83	3.010,76	500	1.505.380	837.159
125(*)	1.374,78	500	687.390	382.266
126(*)	1.185,51	500	592.755	329.638
127	5.408,94	500	2.704.470	1.503.987
128	7.130,36	500	3.565.180	1.982.638
129(*)	14.868,83	500	7.434.415	4.134.365
174(*)	6.990,51	500	3.495.255	1.943.752
237	3.727,17	500	1.863.585	1.036.361
238	3.277,15	500	1.638.575	911.231
239	3.306,41	500	1.653.205	919.367
240	3.442,19	500	1.721.095	957.121
241	3.442,07	500	1.721.035	957.088
250	7.522,88	500	3.761.440	2.091.781
253(*)	2.155,45	500	1.077.725	599.335
256(*)	2.510,31	500	1.255.155	698.006
276	2.292,93	150	343.939	191.269
277	3.282,86	150	492.429	273.846
278	5.299,35	150	794.902	442.055
DEĞERLEME KONUSU PARSELLERİN TOPLAM DEĞERİ			42.922.044	23.869.449

(*) 125, 126, 129, 174, 253 ve 256 numaralı hisseli parsellerin alanları, TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye ait olan hisse payları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, tapu kayıtlarına göre tarla/bahçe vasıflı Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan değerlendirme konusu gayrimenkullerin, parsel bazında detayları yukarıdaki tabloda verildiği üzere, **toplam rayiç değeri 42.922.044,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **23.869.449,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Ayrıştırma Yaklaşımı ile Gayrimenkullerin Değerinin Belirlenmesi

Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan değerlendirme konusu gayrimenkuller üzerinde herhangi bir yapı yer almaması ve mevcut imar durumundaki belirsizlik nedeniyle üzerlerinde herhangi bir proje geliştirilmesinin uygun olmayacağı düşünüldüğünden bu raporda parsel geliştirme yöntemiyle, parsel kalıntı değeri tespitine yönelik analizler (İNA Analizi, Ayrıştırma) kullanılamamıştır.

6.5.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi ile Gayrimenkullerin Değerinin Belirlenmesi

Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan değerlendirme konusu gayrimenkuller üzerinde gelir getirebilecek herhangi bir yapı yer almaması ve mevcut imar durumundaki belirsizliğin, gayrimenkullerin geliştirilmesine imkan vermemesi sebebiyle Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi kullanılamamıştır.

6.6. Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret ve Sanayi A.Ş.'den, Torunlar GYO A.Ş. Adına Kiralanan 94, 95 111 ve 112 Numaralı Parsellerin Kullanım Hakkı Değerinin Tespiti

Mülkiyeti Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. Ve San. A.Ş.'ye ait olan ve Torunlar GYO A.Ş. tarafından üst hakkına dayalı olarak kiralanan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin kullanım hakkı değeri belirlenirken;**

- **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım-satıma konu olmuş emsal araştırmaları üzerinden, **rayiç arsa/arazi değeri** belirlenmiş,
- **Değerden Türetme Yaklaşımıyla**, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımıyla belirlenen parselin, mevcut piyasa koşullarında **olması gereken (adil) kira bedeli** (hakkın kullanıcısına sağlayacağı faydaların değeri, **gayrimenkulün yaratabileceği nakit girişleri**) belirlenmiş,
- Mevcut kiralama sözleşmesi hükümleri dikkate alınarak, Gelir Yaklaşımı da kullanılmak suretiyle **kiralama hakkının yaratacağı nakit çıkışları** belirlenmiş,
- Adil kira bedeli ile kiralama hakkına ilişkin olarak ödenecek kira bedeli arasındaki farkların, hakkın süresi ve piyasa koşulları dikkate alınarak belirlenmiş net bugünkü değeri hesaplanmış ve bulunan bu değer "**parsel kullanım hakkı değeri**" olarak kabul edilmiştir.

6.6.1. Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı ile Parsel Değerinin Tespiti

Değerleme konusu parsellerin konumları ve bölgedeki imar durumundaki belirsizlik dikkate alınarak, yakın zamanda alım - satıma konu olmuş veya fiili değerlendirme tarihi itibari ile piyasada satılık olan **arsa/arazi emsalleri** araştırılmış olup, yapılan araştırmalar tablo halinde aşağıda sunulmuştur.

SATILIK ARSA/ARAZİ EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçüm, m ²	SATIŞ DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD \$	\$/m ²	
Emsal#1	Kepez, Altınova Sinan Mah. (Havalimanı Karşısı mevki) 'da 39.500 m ² , ticari imarlı avm arsası dönümü 1.000.000USD bedelle satılıktır.	39.500	71.028.900	1.798	39.500.000	1.000
Emsal#2	Kepez, Sinan Mah. (Havalimanı Alanya yoluna cephe, Showroomlar yanı) 'da, 24.750 m ² ticari imarlı avm, showroom vs. arsası dönüm fiyatı 1.400.000TL bedelle satılıktır.	24.750	34.650.000	1.400	19.269.269	779
Emsal#3	Kepez, Altınova Sinan Mah. (26332 Ada, 2 ve 3 Parsel) 'da, 9.175(3.9.32 + 5.243) m ² , ticari imarlı arsa 6.750.000TL bedelle satılıktır.	9.175	6.750.000	736	3.753.754	409
Emsal#4	Kepez, Altınova Sinan Mah. (Metro Avm batısı, aynı cadde üzeri mevki) 'da, 6.789 m ² 2,50 su basman kötü ve 0,80 emsalli, ticari imarlı arsa 4.677.621TL bedelle satılıktır.	6.789	4.677.621	689	2.601.280	383
Emsal#5	Kepez, Sinan Mah. (Deepo Avm arkası mevki) 'da, 6.000 m ² , ticari imarlı arsa 3.000.000TL bedelle satılıktır.	6.000	3.000.000	500	1.668.335	278

Tabloda verilen emsallerin irdelenmesi sonucunda;

- Emsallerin tamamının Antalya Merkez Kepez Doğu Gelişme Aksı Altınova Bölgesi Uygulama İmar Planı Revizyonu alanında kaldıkları ve imar planının onanlı olmasına karşın parselasyon planları hazırlık aşamasında olduğu için satışların brüt parsel alanları üzerinden yapıldığı,
- Parselin yola cepheli olup- olmaması ve yüzölçümüne bağlı olarak değerlerin değiştiği,
- Bölgede bulunan yola cepheli, Havaalanına yakın konumu nedeniyle AVM olarak değerlendirilebilecek büyük alanlı parsellerin tercih edildiği ve emsallerin fiyatlarının **1.400,- TL/m²** ile **1.798,-TL/m²** aralığında değiştiği,
- Emsal 1 ve 2'nin havalanına yakın konumları, büyük yüzölçümleri ve yola cepheli olmaları nedeni ile birim fiyatlarının yüksek olduğu
- Emsal 3, 4 ve 5'in ticari imarlı olmakla birlikte Havaalanına olan konumları ve parsel büyüklükleri nedeni ile daha düşük emsal değerlerine sahip oldukları,
- Bölgede imar uygulaması beklentisinin fiyatları etkilediği,
- Satışa sunulan emsallerin tamamının brüt alanlar üzerinden satışa sunulduğu,
- Emsal bedellerin deklare satış bedeli olduğu ve pazarlık payını içerdiği,

tespitleri yapılmıştır.

Yapılan bu tespitler doğrultusunda, **94, 95, 111, 112 nolu parsellerin** konumları, yüzölçümleri, bölgedeki imar durumundaki belirsizlik olmasına karşın "Ticaret Alanı" imarlı oluşları dikkate alınarak, her bir parselin m² satış değerinin **1.200,-TL** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Bu birim emsal değer esas alınarak hesaplanan parsel rayiç değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

EMSAL KARŞILAŞTIRMA YAKLAŞMI (Parsel Değeri)				
Parsel No	Parsel Alanı, m²	m² birim değeri	Toplam Parsel Değeri, TL	Toplam Parsel Değeri, ABD \$
94	6.329,79	1.200	7.595.748	4.224.084
95	2.852,84	1.200	3.423.408	1.903.797
111	3.785,70	1.200	4.542.840	2.526.326
112	8.262,72	1.200	9.915.264	5.513.994
Müşteri'nin Kiraladığın Parseller Toplam Değeri			25.477.260	14.168.202

Sonuç olarak, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı çerçevesinde, Mülkiyeti Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. Ve San. A.Ş.'ye ait olan ve Torunlar GYO A.Ş. tarafından kiralananan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin toplam adil (rayiç) piyasa değeri 25.477.260,-TL** olarak hesaplanmıştır.

6.6.2. Değerden Türetme Yaklaşımıyla Parsel Adil Kira Bedelinin Belirlenmesi,

Mülkiyeti, Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. Ve San. A.Ş.'ye ait olan ve Torunlar GYO A.Ş. tarafından kiralananan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin "kullanım hakkı" değerinin** tespiti için; piyasada, benzer nitelikte kiralamaya konu olmuş arazi emsalleri bulunmadığından, **Değerden Türetme Yaklaşımı** kullanılmıştır.

Bu amaçla öncelikli olarak raporun 6.6.1'inci bölümünde Emsal Karşılaştırma Yaklaşımıyla gayrimenkullerin değeri belirlenmiş, ardından Değer/Kira ilişkisinden yola çıkılarak **belirlenen kira gelirleri** ile kullanım hakkı bedeline ilişkin olarak **sözleşme hükümlerine göre ödenmesi gereken bedeller** dikkate alınarak, **hakkın kullanım değeri** tespit edilmeye çalışılmıştır.

Değer/kira bedeli ilişkisinden yola çıkılarak, parsellerin emsal değerlerinden kira bedeli türetilmiştir. Ticari mülklerde, **mevcut piyasa risk ve getiri oranlarında**, gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının **ABD \$** bazlı net bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan iskonto oranı aşağıda ki şekilde hesaplanmaktadır.

Iskonto Oranı	9,50%
Risksiz Getiri Oranı(*)	4,50%
Piyasa Risk Primi	2,50%
Sektör Risk Primi	2,50%
(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2020 vadeli) Euro bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.	

Diğer bir ifadeyle %3 CPI altında mülklerin geri dönüş süresi yaklaşık 15,38 yıl olarak hesaplanmaktadır. Bu sebeple gayrimenkulün piyasa yaklaşımıyla hesaplanan **14.168.202,-ABD \$ (25.477.260,-TL)** değerinin bugünkü değerle yıllık **~920.933,-ABD \$** kira getirisi sağlaması beklenmektedir.

Değerden Türetme Metoduyla Rayiç Kira Bedelinin Belirlenmesi	
Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı Sonucu Bulunan Değeri, ABD \$	14.168.202
Iskonto Oranı	9,50%
Büyüme Oranı	0,03
Yıllık Rayiç Kira Bedeli, ABD \$	920.933
Aylık Rayiç Kira Bedeli, ABD \$	76.744
Aylık Rayiç Kira Bedeli, TL	138.002

Rapor'un 5.3'üncü bölümünde detayları verildiği üzere, Torunlar GYO A.Ş. yetkililerince Hastalya Motorlu Vasıtalar San. Ve Tic. A.Ş., 2009 yılı için aylık **23.500,-ABD\$ (18.163,22€)** kira bedeli ödemekte olup, kiralama süresi boyunca hakkın ileride sağlayacağı faydaların bugünkü değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Kira Sözleşmelerde belirtildiği üzere, hak sahibi Müşteri Şirket'in ödeyeceği üzere kira bedelleri (kullanım hakkı bedeli);

- 01.01.2009 – 31.12.2018 yılı arasında geçen 10 yıllık dilimde her yıl %3,
- 01.01.2019 yılında bir defaya mahsus olmak üzere %5,
- 01.01.2020 – 31.12.2029 yılı arasında geçen 10 yıllık dilimde her yıl %3

oranında artarak değişmektedir.

Buna göre 2013 yılı kira bedeli, 2009 yılı kira bedeli olan 23.500,-ABD\$ başlangıç değerinin her yıl %3 artırılmasıyla **26.449,45 ABD\$** (Değerleme tarihi itibarı ile **47.561,41TL**) olarak hesaplanmış ve aşağıdaki analize dahil edilmiştir.

6.6.3. Parsel Kullanım Hakkının (Parselin sağlayacağı net kira gelirlerinin) Belirlenmesi

Belirlenen rayiç (adil) yıllık kira bedeli ile sözleşmeye bağlı kullanım hakkı bedeli dikkate alınarak, kiralama süresi boyunca hakların ileride sağlayacağı faydaların net bugünkü değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	DED
Kira Bedeli, ABD\$	920.933	948.561	977.018	1.006.328	1.036.518	1.067.614	1.099.642	1.132.632
Ödenen Yıllık Kira Bedeli, ABD\$	-317.393	-326.915	-336.723	-346.824	-357.229	-367.946	-386.343	-397.934
Net Nakit Akımı, ABD\$	603.540	621.646	640.295	659.504	679.289	699.668	713.299	5.665.010
İskonto Oranı	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095
İskonto Faktörü	1,095	1,199	1,313	1,438	1,574	1,724	1,888	2,067
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,70	0,64	0,58	0,53	0,48
Nakit Akımlarının NBD, ABD\$	551.178	518.459	487.683	458.734	431.503	405.889	377.896	2.740.865
Nakit Akımlarının Toplam NBD, ABD\$								5.972.209
Düzeltilme Faktörü								1,0464
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD \$								6.249.454
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, TL								11.237.768

Sonuç olarak, Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. Ve San. A.Ş.'den kiralanmış parsellerin kullanım hakkı değerinin belirlenmesi için Değer/Kira ilişkisinden yola çıkılarak **belirlenen kira gelirleri** ile kullanım bedeline ilişkin olarak **sözleşme hükümlerine göre ödenmesi gereken bedeller** dikkate alınarak, **hakkın kullanım değeri 11.237.768,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla **6.249.454,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

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

6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi

Değerleme konusu parsellerin imar durumu/vasfı farklı bir kullanım veya geliştirme imkanı vermediğinden bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" gerçekleştirilmemiştir.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi

Değerleme konusu gayrimenkuller tarla/arsa niteliğinde olduklarından müşterek ve bölünmüş kısımları mevcut değildir.

6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi

Rapor'un 5.2'nci bölümünde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi'nde detayları verildiği üzere; değerlendirme konusu gayrimenkullerin müşteri şirket hisseleri üzerinde herhangi bir takyidat bulunmamaktadır.

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

- a) Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.’de bulunan değerlendirme konusu 25 adet parselin değeri Emsal karşılaştırma Yaklaşımı ile tespit edilmeye çalışılmıştır.
- o **Emsal (Piyasa) Karşılaştırma Yaklaşımı** çerçevesinde, değerlendirme konusu gayrimenkullerin özellikleri dikkate alınarak piyasada satılık olan ya da yakın zamanda alım-satıma konu olmuş emsal araştırmalarına, **rayiç arsa/arazi değerinin** tespiti amacıyla yer verilmiştir.
 - o Değerleme Konusu parsellerin yapılaşma koşullarının belirsiz olması/olmaması sebebiyle, parsel geliştirme yöntemiyle, parsel kalıntı değeri tespitine yönelik analizler (İNA Analizi, Ayrıştırma) kullanılamamıştır.
 - o Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi yöntemi, değerlendirme konusu gayrimenkul üzerinde gelir getirebilecek herhangi bir yapının yer almaması ve mevcut yapılaşma hakkının, gayrimenkullerin geliştirilmesine imkan tanınamaması sebebiyle kullanılamamıştır.
- b) Mülkiyeti Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. ve San. A.Ş.’ye ait olan ve Torunlar GYO A.Ş. tarafından kiralanan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin kullanım hakkı değeri**; (piyasada benzer kiralamalara konu olmuş parsel emsalleri bulunamadığından) **Değerden Türetme Yaklaşımı’yla** tespit edilmeye çalışılmıştır.
- o **Değerden Türetme Yaklaşımı ile, satılık emsal parsel değerleri esas alınmak suretiyle** gayrimenkul değeri belirlenmiş, ardından Değer/Kira ilişkisinden yola çıkılarak **belirlenen kira gelirleri** ile kullanım bedeline ilişkin olarak **sözleşme hükümlerine göre ödenmesi gereken bedeller** dikkate alınarak, **hakkın kullanım değeri** tespit edilmeye çalışılmıştır.
 - o Gayrimenkullerin bulunduğu bölgede yapılan imar çalışmalarının henüz tamamlanmamış olmasından dolayı parsel üzerinde herhangi bir proje geliştirilememiş olmasından dolayı **Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı) ve Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** yöntemleri kullanılamamıştır.

ÖZET TABLO		
Parsel No	Değerden Türetme Yaklaşımı, TL	Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı
4		42.922.044
5		
6		
7		
8		
9		
73		
83		
125 ^(*)		
126 ^(*)		

127		
128		
129(*)		
174(*)		
237		
238		
239		
240		
241		
250		
253(*)		
256(*)		
276		
277		
278		
94		
95		
111		
112		
	11.237.768	-

(*) 125, 126, 129, 174, 253 ve 256 numaralı hisseli parsellerin alanları, TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye ait olan hisse payları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak; değerlendirme konusu

- Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan **25 adet parselin** Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı çerçevesinde belirlenen **42.922.044,-TL** tutarındaki değerinin, **gayrimenkullerin adil (rayiç) piyasa değeri,**
- Mülkiyeti Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. ve San. A.Ş.'ye ait olan ve Torunlar GYO A.Ş. tarafından kiralananan **94, 95, 111 ve 112 numaralı parsellerin,** (çevrede benzer nitelikte kiralamaya konu olmuş parsel bulunamaması sebebiyle) "Gayrimenkul Değerinden Türetme Yaklaşımı"yla belirlenen Rayiç Kira bedeli dikkate alınarak hesaplanan **11.237.768,-TL tutarındaki** değerinin, **gayrimenkullerin adil (rayiç) kullanım hakkı değeri**

olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri

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

7.3. Yasal 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 verilmiş olup,

- Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan **25 adet parsel** üzerinde yapı bulunmadığından herhangi bir izin ve belge gereği bulunmadığı,
- Kullanım hakkı Torunlar GYO A.Ş.'de bulunan **94, 95, 111 ve 112 numaralı parsellerin** henüz yapılaşma hakkına sahip olmadığı ve beklenen imar uygulaması sonrası oluşacak yeni imar durumuna göre geliştirilmesinin planlandığı,

Anlaşılmaktadır.

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

Raporunun 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;

- a) Değerleme konusu gayrimenkullerin, TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş. aktifinde yer aldığı ve Torunlar GYO A.Ş.'nin, TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye %99,997 oranında iştirak ettiği anlaşılmaktadır.

Bu sebeple analiz, değerlendirme konusu gayrimenkullerin değil, bu gayrimenkullerin Maliki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş. hisselerinin** GYO portföyünde yer alıp alamayacağına yönelik olarak gerçekleştirilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanmış bulunan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ)"nin, Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik, "iştirak" başlıklı 32/A maddesinin "e" bendinde;

- **İktisap tarihinde gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların ekspertiz değerinin, iştirak edilecek şirketin bilanço aktifinin en az % 75'ini oluşturduğu Türkiye'de kurulu şirketlere,**

İştirak edebileceği hükmü yer almaktadır.

Diğer taraftan, Tebliğ'in Seri: VI, No: 21 sayılı Tebliğ ile değişik "**yatırımlara ilişkin yasaklar**" başlıklı 26'nci maddesinin "a" ve "c" bendlerinde,

- Ortaklıklar, hiç bir şekilde paylarını satın aldıkları şirketlerin sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir şirkette sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,
- Yatırım fonları payları hariç, Borsada veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar, sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

denmek suretiyle yapılacak İştirak yatırımlarına, ancak belirli nitelikteki Şirketlere ve sermayelerinin %5'ini aşmayacak oranlarda yapılması yönünde kısıtlama getirilmiş,

Ancak, Tebliğ'in 32/A maddesinin **Seri: VI, No: 29 sayılı Tebliğ ile değişik son fıkrası, son cümlesinde**

- **Bu maddede belirtilen iştiraklerde 26'nci maddenin birinci fıkrasının (a) ve (c) bentleri uygulanmaz.**

denmek suretiyle, **32'nci madde kapsamındaki iştiraklerde**, Borsalarda işlem görmeyen Şirketlere de yatırım yapma imkanı tanınmış, ayrıca bu Şirketlere yapılacak iştiraklerde **sermayelerinin %5'ini aşmalarına** imkan tanınmıştır.

Özetle, yukarıda yer alan düzenlemeler uyarınca; Şirket'in TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye %99,997 oranındaki iştirakinin, GYO portföyünde yer almasında bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

Ancak; Tebliğ'in "İştirak edilecek şirketin, iktisap tarihinde, gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların ekspertiz değerinin bilanço aktifinin en az %75'inin oluşturması" hükmüne uygunluğu hususlarında tarafımızca bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.

Diğer taraftan, "Ancak ortaklıklar tarafından işletmeciler şirketlere yapılacak iştirak, ortaklıkların hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarında yer alan aktif toplamının % 10'undan fazla olamaz." hükmü uygulaması, tarafımızca kontrol edilememiştir.

- b) Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Tic. Ve San A.Ş.**'ye, kullanım hakkı **Torunlar GYO A.Ş.**'ye ait olan **94, 95, 111, 112 numaralı parsellerin** kullanım hakkının, GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca bulunmadığı kanaatine varılmıştır.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin talebi üzerine, mülkiyeti **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi,

- **Orta Mahallesi, 025-B-06-A-3 pafta, 28319 ada,**
 - **4 parsel** numarasında kayıtlı, **1.991,30-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **5 parsel** numarasında kayıtlı, **2.051,04-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Orta Mahallesi, 025-B-06-B-4 pafta, 28319 ada,**
 - **6 parsel** numarasında kayıtlı, **2.065,50-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **7 parsel** numarasında kayıtlı, **2.067,81-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **8 parsel** numarasında kayıtlı, **2.062,42-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **9 parsel** numarasında kayıtlı, **2.499,45-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **73 parsel** numarasında kayıtlı, **3.038,21-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Karahayıt Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **83 parsel** numarasında kayıtlı, **3.010,76m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **125 parsel** numarasında kayıtlı, **5.908,29-m²** yüzölçümüne sahip ve **1559/6700 hisseli** tarla,
 - **126 parsel** numarasında kayıtlı, **5.630,80-m²** yüzölçümüne sahip ve **779/3700 hisseli** tarla,
 - **127 parsel** numarasında kayıtlı, **5.408,94-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **128 parsel** numarasında kayıtlı, **7.130,36-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **129 parsel** numarasında kayıtlı, **19.825,11-m²** yüzölçümüne sahip ve **3/4 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **174 parsel** numarasında kayıtlı, **22.184,22-m²** yüzölçümüne sahip ve **1689/5360 hisseli** tarla,
 - **250 parsel** numarasında kayıtlı, **7.522,88-m²** yüzölçümüne sahip bahçe,
 - **253 parsel** numarasında kayıtlı, **7.958,57-m²** yüzölçümüne sahip ve **13/48 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-4 pafta, 28335 ada,**
 - **256 parsel** numarasında kayıtlı, **8.032,98-m²** yüzölçümüne sahip ve **5/16 hisseli** tarla,
- **Sinan Mahallesi, Zeytinköy Mevkii, 025-B-06-B-3 pafta, 28335 ada,**
 - **276 parsel** numarasında kayıtlı, **2.292,93-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **277 parsel** numarasında kayıtlı, **3.282,86-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **278 parsel** numarasında kayıtlı, **5.299,35-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
- **Sinan Mahallesi, Koca Tarla Koca Zeytin Mevkii, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,**
 - **237 parsel** numarasında kayıtlı, **3.727,17-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **238 parsel** numarasında kayıtlı, **3.277,15-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **239 parsel** numarasında kayıtlı, **3.306,41-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **240 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,19-m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **241 parsel** numarasında kayıtlı, **3.442,07-m²** yüzölçümüne sahip tarla

nitelikli parsellerin yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin belirlenmesi ve bu parsellerin mülkiyetine sahip olan **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde bulunmasında herhangi bir kısıt olup olmadığının,

- Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.’ye**, kullanım hakkı **21 yıl süre ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’ye** ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,
 - **94 parsel** numarasında kayıtlı, **6.329,79 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **95 parsel** numarasında kayıtlı, **2.852,84 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **111 parsel** numarasında kayıtlı, **3.785,70 m²** yüzölçümüne sahip tarla,
 - **112 parsel** numarasında kayıtlı, **8.262,72 m²** yüzölçümüne sahip tarla,

vasıflı gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **gayrimenkul ve gayrimenkule bağlı hak (kullanım hakkı) değerlerinin tespiti** ve bu hakkın **Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** portföyünde yer almasında her hangi bir kısıt olup olmadığının,

tespitine yönelik olarak yapılan çalışmalar sonucunda

- a) Değerleme konusu **25 adet parselin maliki ve Müşteri Torunlar GYO’nun iştiraki TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin
 - **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
 - **Gayrimenkullerin fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre, adil piyasa değerinin,**

Parsel No	KDV HARİÇ, TL	KDV DAHİL, TL
4	796.520	939.893,60
5	820.416	968.090,88
6	826.200	974.916,00
7	827.124	976.006,32
8	824.968	973.462,24
9	999.780	1.179.740,40
73	1.519.105	1.792.543,90
83	1.505.380	1.776.348,40
125(*)	687.390	811.120,20
126(*)	592.755	699.450,90
127	2.704.470	3.191.274,60
128	3.565.180	4.206.912,40
129(*)	7.434.415	8.772.609,70
174(*)	3.495.255	4.124.400,90
237	1.863.585	2.199.030,30
238	1.638.575	1.933.518,50
239	1.653.205	1.950.781,90
240	1.721.095	2.030.892,10
241	1.721.035	2.030.821,30
250	3.761.440	4.438.499,20
253(*)	1.077.725	1.271.715,50
256(*)	1.255.155	1.481.082,90
276	343.939	405.848,61
277	492.429	581.066,22
278	794.902	937.984,95
TOPLAM	42.922.044	50.648.011,92

(*) 125, 126, 129, 174, 253 ve 256 numaralı hisseli parsellerin alanları, TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.’ye ait olan hisse payları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

b) Mülkiyeti **Hastalya Motorlu Vasıtalar Ticaret Ve Sanayi A.Ş.'ye**, kullanım hakkı **21 yıl süre ile Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye** ait olan **95, 96, 111, 112 numaralı parsellerin kullanım hakkı değerinin;**

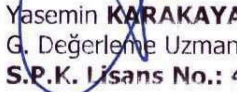
- o **GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- o **Fiili değerlendirme tarihi itibariyle ve peşin değer esasına göre, adil piyasa değerinin,**

✓ **KDV Hariç 11.237.768,00TL**

✓ **KDV Dahil 13.260.566,24TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,


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


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

İşbu rapor, Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından **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.



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

SvP