



STANDART GAYRİMENKUL DEĞERLEME UYGULAMALARI A.Ş.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

ANTALYA İLİ – KEPEZ İLÇESİ – SİNAN MAHALLESİ

O25-B-06-C-1 PAFTA - 28335 ADA

- 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 Hissesi), 252 Numaralı Parseller ve Üzerinde Yer Alan DEEPO OUTLET CENTER AVM'ye İlişkin

Gayrimenkul Değerleme Raporu

06.01.2014

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası	2
1.2. Değerleme Tarihi	2
1.3. Rapor Tarihi ve Numarası	2
1.4. Rapor Türü	2
1.5. Raporu Hazırlayanlar	2
2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ	3
3.1. Değerleme Raporunun Amacı.....	3
3.2. Sınırlayıcı Koşullar	3
3.3. Beyanlar	3
3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar	4
3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:	4
3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler	7
3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı.....	8
3.6.2. Maliyet Yaklaşımı	8
3.6.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	9
3.6.4. En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi:	9
3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi	10
4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER	12
4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	14
4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm	14
4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü	17
4.5. Gayrimenkullerin Bulunduğu Bölgenin Analizi Ve Kullanılan Veriler	20
5. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLER HAKKINDA BİLGİLER ve ANALİZLER	21
5.1. Gayrimenkullerin Yeri, Konumu, Tanımı, Tapu Kayıtlarına İlişkin Bilgiler	21
5.1.1. Gayrimenkullerin Yeri / Konumu ve Tanımı,	21
5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,.....	21
5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,	23
5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi	23
5.2.1. Gayrimenkullerin Son Üç Yıl İçerisinde Konu Olduğu Alım-Satım İşlemleri,.....	24
5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,.....	24
5.2.3. Gayrimenkullere Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri,	25
5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,	25
5.3. Gayrimenkullere Ait Kiralama İşlemleri.....	26
6. DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	28
6.1. Değerleme Çalışmalarının Muhasebe Standartlarıyla İlişkisi:	28
6.2. Değerleme İşlemini Olumsuz Yönde Etkileyen Veya Sınırlayan Faktörler,.....	30
6.3. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,.....	30
6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar	30
6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)	30
6.5.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Parsellerin Değerinin Belirlenmesi,.....	31
6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251(43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller Üzerinde Yer Alan Yapı Değerinin Belirlenmesi,.....	32
6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam (Parsel +Yapı) Değerinin Belirlenmesi,.....	33
6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 Hissesi) Ve 252 Numaralı Parseller Üzerinde Yer Alan Gayrimenkullerin (Deepo Outlet Center AVM) Değerinin Belirlenmesi	33
6.6.1. İNA Analizi,	36
6.7. Kullanılan Değerleme Analiz Yöntemlerini Açıklayıcı Bilgiler ve Bu Analizlerin Seçilme Nedenleri	37
6.7.1. En Etkin ve Verimli Kullanım Analizi,	37
6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,	37
6.7.3. Gayrimenkul ve Bunlara Bağlı Hakların Hukuki Durumunun Analizi,	37
7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	38
7.1. Farklı Değerleme Metotlarının Ve Analiz Sonuçlarının Uyulaştırılması Ve Bu Amaçla İzlenen Yöntem ve Nedenlerinin Açıklanması	38
7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gerekçeleri	39
7.3. Yasal Gereklilerin Yerine Getirilip Getirilmediği Ve Mevzuat Uyarınca Alınması Gereken İzin Ve Belgelerin Tam Ve Eksiksiz Olarak Mevcut Olup Olmadığı Hakkında Görüşler	39
7.4. Değerlemesi Yapılan Gayrimenkulün G.Y.O. Portföyüne Alınmasında Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde, Bir Engel Olup Olmadığı Hakkında Görüş.....	39
8. SONUÇ	41
8.1. Nihai Değer Takdiri	41
9. RAPOR EKLERİ	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
10. DEĞERLEMİYİ YAPAN DEĞERLEME UZMANLARININ DEĞERLEME LİSANS BELGESİ ÖRNEKLERİ Hata! Yer işareti tanımlanmamış.	
11. DEĞERLEME KONUSU GAYRİMENKULLERİN ŞİRKET TARAFINDAN DAHA ÖNCEKİ TARİHLERDE DEĞERLEMESİ YAPILMIŞ İŞE, SON ÜÇ DEĞERLEMeye İLİŞKİN BİLGİLER	Hata! Yer işareti tanımlanmamış.

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Sözleşme Tarihi ve Numarası

07.11.2013 - TRGYO/2013

1.2. Değerleme Tarihi

Bu değerleme raporuna konu olan gayrimenkuller için sözleşme tarihi itibarıyla çalışmalara başlanmış, **13.12.2013** tarihinde ilgili makamlar (tapu ve belediye) nezdinde incelemeler yapılmış ve değerleme çalışmalarına esas teşkil edecek olan dokümanlar **31.12.2013** tarihinde tamamlanmış olup değerleme tarihi 31.12.2013'tür.

1.3. Rapor Tarihi ve Numarası

06.01.2014 / SvP_13_TRGYO_14

1.4. Rapor Türü

İş bu Rapor; **TORUNLAR GYO A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine, Mülkiyeti Müşteri Şirket'in İştiraki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye** ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,

- o **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119 ve 252** parsel numaralı tarla,
- o **251** parsel numaralı ve **43/96** hisseli tarla,

vasıflı gayrimenkullerin **yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin belirlenmesi ve Malik Şirket (İştirak) hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında** herhangi bir kısıt olup olmadığının tespitine yönelik olarak hazırlanmış **gayrimenkul değerlendirme raporudur.**

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

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

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

1.5. Raporu Hazırlayanlar

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

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 yazılı talebi üzerine, Mülkiyeti Müşteri Şirket'in İştiraki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan ve Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerinin belirlenmesi** ve bu parsellerin mülkiyetine sahip olan **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında 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

İş bu Rapor; **Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine, Mülkiyeti Müşteri Şirket'in İştiraki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan ve Rapor'da detaylı bilgileri verilen gayrimenkullerin yasal durumlarının irdelenmesi, **adil piyasa değerinin belirlenmesi** ve bu parsellerin mülkiyetine sahip olan **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.** hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt bulunup bulunmadığı hususunun tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

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

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

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

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

3.3. Beyanlar

Tarafımızdan yapılan değerlendirme çalışmaları ile ilgili olarak;

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

beyan ederiz.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Müşteri	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İştirak (Malik)	TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.
Standart	Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş.
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDU	Uluslararası Değerleme Uygulamaları
UDES KN	Uluslararası Değerleme Standartları Kılavuz Notları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
TMS	Türk Muhasebe Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
TAKS	Taban Alanı Kat Sayısı
KAKS	Kat Alanı Kat Sayısı
E	İnşaat Emsali
H _{max}	Maksimum Yapı Yüksekliği
m ²	Metrekare
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
DED	Devam Eden Değer
Rf	Risksiz Getiri Oranı
Rp	Risk Primi
B	Beta Katsayısı
%	Yüzde
000	Bin
€	Euro
ABD \$	ABD Doları
ABD\$/TL	02.12.2013 tarihli TCMB efektif satış kuru olan 2,0349 TL esas alınmıştır.
Risksiz Getiri	02.12.2013 tarihinde, 16.04.2013 vadeli T.C. Hazinesi ABD Doları cinsinden Eurobond yıllık getirisi % 6,00 olarak alınmıştır.

3.5. Değerleme Çalışmalarında Esas Alınan Standartlar:

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

Değerlemeler, bir varlığın **Pazar Değeri** veya **Pazar Değeri dışındaki** esaslara göre yapılır. Pazar, fiyat, maliyet ve değer kavramları, tüm değerlemelerin temelinde yer almaktadır. Bu kavramlar hem **Pazar Değeri**'ni esas alan hem de pazar dışındaki kriterleri esas alan değerlemelerle ilişkilidir. Değerleme Uzmanlarının çalışmaları açısından eşdeğer bir öneme sahip olan bir diğer unsur, 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 piyasa ile 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.
- **"... tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri..."** ifadesiyle de hem istekli alıcının hem de istekli satıcının mülkün özellikleri ve niteliği, fiili ve potansiyel kullanım alanları ve değerlendirme tarihi itibarıyla piyasanın durumu hakkında makul ölçüler dahilinde bilgilendirildiği varsayılmaktadır. Ayrıca, tarafların her birinin bu bilgilerle birlikte kendi çıkarları doğrultusunda ve işlem dahilindeki kendi pozisyonları için en iyi fiyatı elde etmek amacıyla da basiretli olarak hareket ettikleri varsayılmaktadır. Bu işlemde gösterilen basiret, daha sonraki bir tarihte ortaya çıkacak bir gizli çıkar değil de, değerlendirme tarihinde 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 anlaşılmalıdır.
- **En verimli ve en iyi kullanım (EVİK).** Bir mülkün **fiziksel olarak mümkün olan, haklılığı kabul edilen, yasal olarak izin verilmiş, finansal açıdan gerçekleştirilebilir** ve değerlendirilmekte olan **mülkün en iyi değere sahip olmasını sağlayan, en olası kullanımıdır.**

Muhasebe Standartlarıyla İlgisi

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

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

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

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

3.6. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Analizler

Değerleme Yaklaşımları

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

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

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdakileri içerir.

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

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

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

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

3.6.1. Emsal Karşılaştırma Yaklaşımı

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

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

- Analiz edilen gayrimenkulün türü ile ilgili olarak mevcut bir pazarın varlığı (yani yeterli sayıda alıcı ve satıcı) gereklidir.
- Bu piyasadaki alıcı ve satıcıların, gayrimenkul hakkında oldukça iyi düzeyde bilgi sahibi olduğu, kabul edilebilir düzeyde olmalıdır.
- Gayrimenkulün piyasada makul bir satış fiyatı ile makul bir süre için satışta kaldığı, talep edenlerin, belirli bir fiyat ve satış özelliği konusunda bilgi alabilecekleri kabul 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 düşünülen bağımsız bölümler ile ortak alanlar için katlanılan işletme gider payları, vergiler, fiziki yatırımlar ve işletme sermayesi ihtiyacı ise nakit çıkışı olarak dikkate alınır.

Özetle, analiz, yıllar itibariyle gayrimenkulün veya projenin kiralama ve/veya satış yoluyla elde edilmesi planlanan amortisman öncesi serbest net nakit akımlarının, (Nakit giriş ve çıkış farkları) 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 değerlemesi yapılan mülkü en yüksek değerine ulaştıran, en olası kullanımıdır.

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

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

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

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

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

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

hususlarının sağlanabilmesi gerekmektedir.

3.6.5. Parsel Geliştirme Analizi

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

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

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

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

5.25: Arazilerin değerlendirilmesi için kullanılan birincil yöntemler:

5.25.1 Arazi Değerlemesi için kullanılan bir **emsal karşılaştırması tekniği**, pazarda yakın geçmişte gerçekleşen işlemlere ilişkin fiili verilerin mevcut olduğu benzer arazi parselleri ile değerlendirme konusu

mülkün doğrudan doğruya karşılaştırılmasını içerir. Her ne kadar satışlar en önemli husus olsa da değerlendirme konusu mülkle rekabet eden benzer arazi parselleri için teklif edilen fiyatların analizi de pazarın daha iyi anlaşılmasına katkı sağlayabilir.

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

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

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

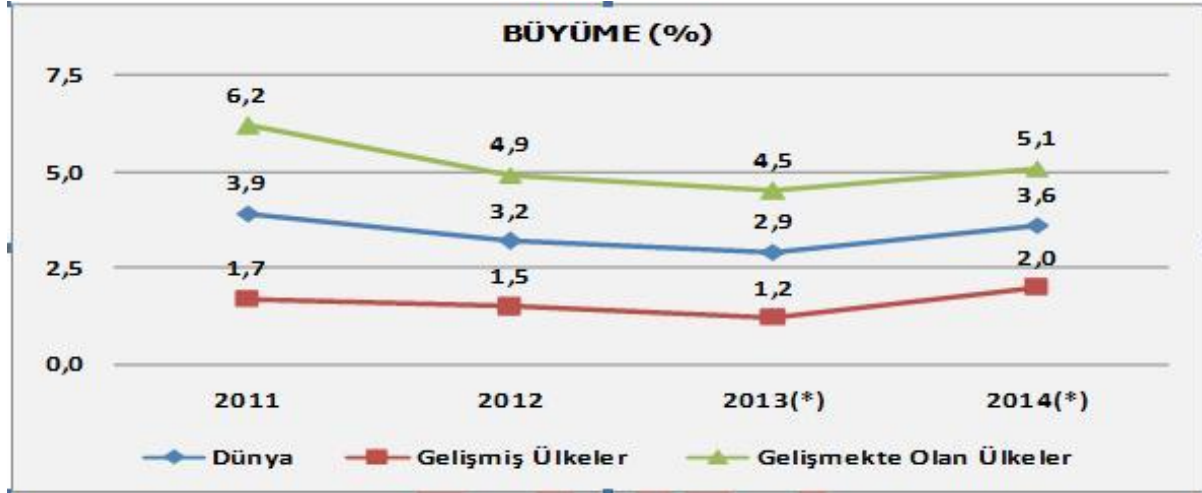
5.25.5 Arazi Değerlemeleri için uygulanan **arazi kalıntı değeri tekniği** analizin unsurları olarak gelir ve gider verilerini de kullanır. Gelir getiren bir kullanım yoluyla elde edilebilecek net gelire ilişkin bir finansal analiz gerçekleştirilir ve bu net gelirden iyileştirmelerin gerektirdiği finansal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

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

4. EKONOMİ, SEKTÖR VE BÖLGEYE İLİŞKİN ANALİZLER

4.1. Global Ekonomik Görünüm

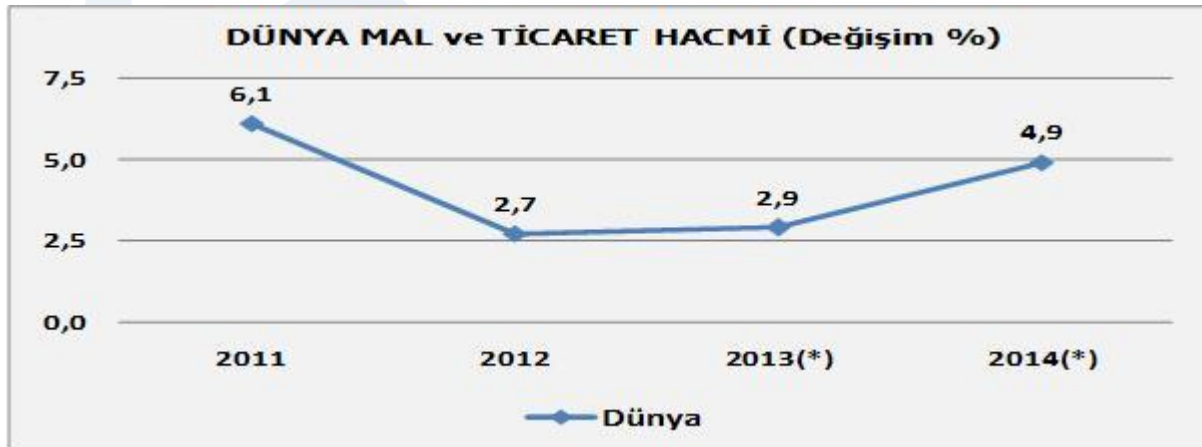
2013 yılının ilk yarısı itibarıyla küresel ekonomide toparlanmanın ılımlı bir seyir izlediği gözlenmektedir. ABD’de büyüme potansiyelin altında seyrederken Avro Bölgesi’nde uzun süreli durgunluğun ardından sınırlı bir toparlanma görülmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülkeler ise daha yavaş büyüme riski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



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

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

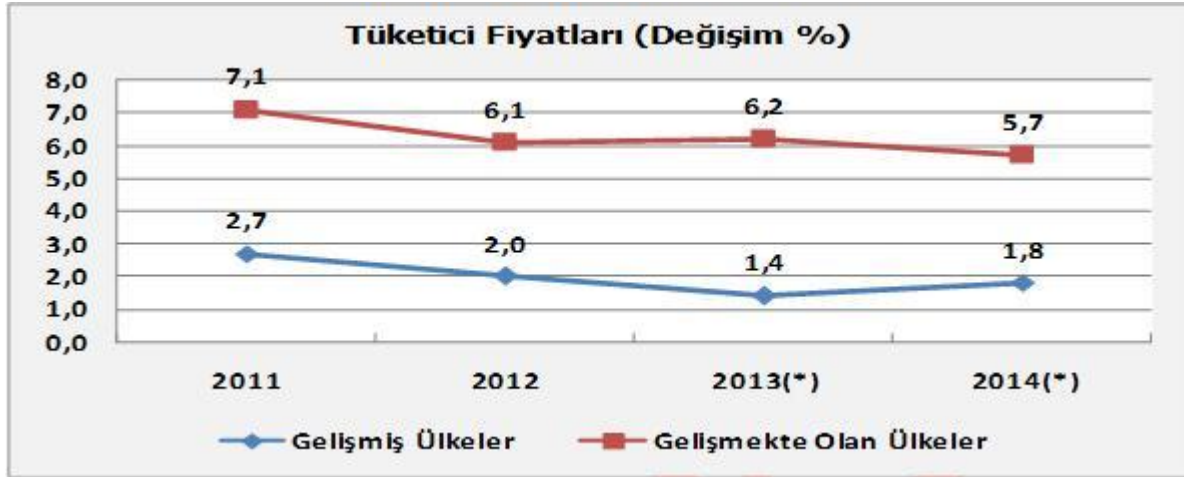
Küresel ekonomi önümüzdeki döneme ilişkin üç temel risk ile karşı karşıyadır. Bunlar; gelişmiş ülkelerde devam eden mali sorunlar, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikasından çıkış ve gelişmekte olan ülkelerde yavaşlamadır.



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

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

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



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



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

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

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

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

4.2. Dünya İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

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

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

Kaynak: US Bureau Of Census

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

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

Kaynak: Eurostat

4.3. Ulusal Ekonomik Görünüm

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2013 Q3	108.5	72.1
---------	-------	------

Kaynak: TC. Merkez Bankası

4.4. Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü

Yılın ilk çeyreğinde 18.3, ikinci çeyreğinde ise 20.9 milyar TL olan özel sektör inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte 20.250 milyar TL ile artmıştır. 2013'ün ilk yarısında büyüme sergileyen Kamu inşaat harcamaları ise üçüncü çeyrekte 14.7 milyar TL'na düşmüştür. Toplam inşaat harcamaları üçüncü çeyrekte bir önceki döneme göre gerilemiş ve yaklaşık 35 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

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

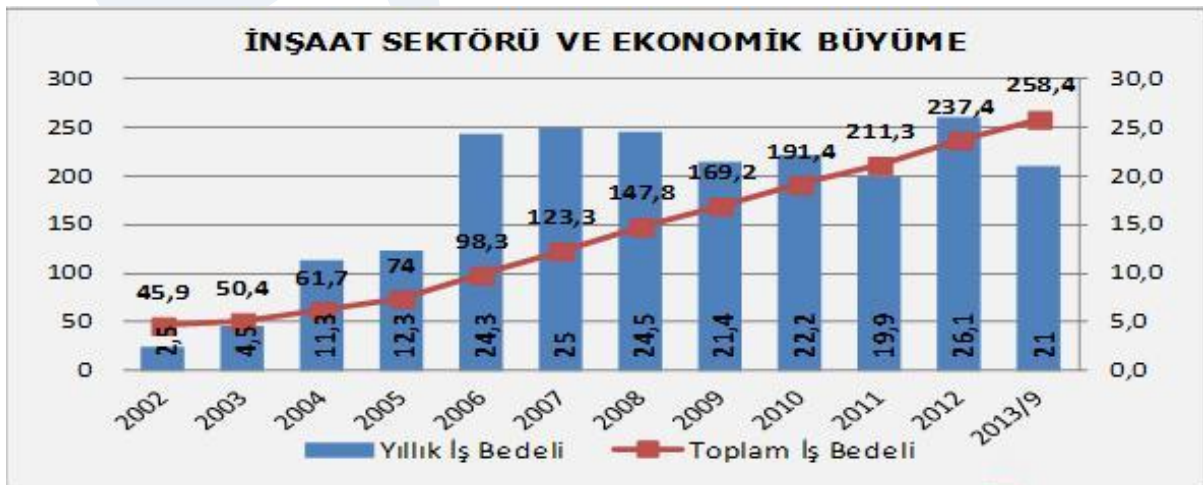
Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

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



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

2013 yılının ilk yarısında büyüyen inşaat sektörü, yılın üçüncü çeyrek döneminde % 8.7 büyümüştür. Gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise üçüncü çeyrekte % 4.4 büyümüştür.

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

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

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

Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu

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

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

Kaynak: TBB Risk Merkezi, TCMB

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

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

4.5. 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, Alanya Yolu üzerinde, Havaalanı Karşısında, Sinan Mahallesi, Altınova/Antalya açık adresinde; tapuda, Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada üzerinde kayıtlı, Mülkiyeti Müşteri İştiraki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan, **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 252** parsel numaralı tarla vasıflı gayrimenkuller ile 43/96 hissesi **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.**'ye ait olan **251 numaralı** tarla ve üzerinde konumlanmış olan "**Deepo Outlet Center AVM**" olarak bilinen gayrimenkuldür.



(EK : 1 : Gayrimenkullere Ait Fotoğraflar)

Değerleme konusu gayrimenkuller, Kepez Belediyesi, Sinan Mahallesi sınırları içerisinde Antalya-Alanya Karayolu üzerinde Antalya istikametinde yer almaktadır. Gayrimenkullerin yakın çevresinde Opel ve Fiat otomotiv satış mağazaları, Yenigün Şekerleme, Antalya Havaalanı, Antalya EXPO Center, D-400 Karayolu, orta ve küçük işletmelere ait fabrika ve depo alanları ile boş parseller yer almaktadır.

Gayrimenkullerin bulunduğu bölgenin bazı önemli merkezlere uzaklığı;

Antalya Havaalanı	: ~2,-km.	Belek	: ~25,-km.
Kepez	: ~11,-km.	Serik	: ~29,-km.
Antalya Şehir Merkezi	: ~8,-km	Alanya	: ~100,km

5.1.2. Gayrimenkullerin Tanımı ve Yapısal Özellikleri,

Değerleme konusu;

- **96, 108, 109, 110, 119 numaralı parsellerin** üzerinde **Deepo Outlet Center AVM** yer almaktadır.
- **251 numaralı parselin** bir bölümü (Müşteri İştiraki Şirketin 43/96 hissesine karşılık) üzerinde Deepo Outlet Center AVM bünyesinde kullanılan **Go-Kart alanı** bulunmaktadır.

- **117, 118 ve 252 numaralı parseller** ise halihazırda boş durumda olup **açık otopark** olarak kullanılmaktadır.

Deepo Outlet Center:

1 bodrum kat + zemin kat + 1 normal kat olmak üzere toplam 3 kattan oluşmakta olup, brüt **38.980,-m²** kapalı alanlıdır.

- **Bodrum katta**, 311 araçlık kapalı otopark, depolar, sığınak, makina dairesi ve jeneratör odası,
- **Zemin katta**, 3 adet ofis, soyunma odaları, mutfak, yemekhane ve bay-bayan WC'nin bulunduğu idari bölüm, mağazalar, stand alanları, yeme-içme alanları, atm'ler, sinema girişi, teknik alanlar, revir, bay-bayan mescit, bebek emzirme odası, 1 adet çocuk ve 2 adet engelli WC, 3 adet bay-bayan WC, sinemaya hizmet veren 1 adet asansör ve 2'si önden, 1'si arkadan olmak üzere 3 adet giriş,
- **1. Normal katta**, sinema fuayesi ve salonları, bay-bayan WC, muhasebe odası, müdür odaları, toplantı odaları ve ofislerden oluşan idari bölüm bulunmaktadır.

Depo Outlet Center AVM'nin dışında 466 araçlık ve 89 araçlık olmak üzere toplam 555 araçlık açık otopark alanı ve Go-Kart alanı bulunmaktadır.

Alışveriş merkezinin koridorlarının ve yeme-içme alanlarının üstü temperli cam, diğer kısımlar poliüretanlı trapez panel kaplıdır. Koridorlar pamarit renkli mermer, doğal parke taşı ve cilalı masif ahşap parke kaplıdır. Koridorların tavanlarında spot ışıklandırma, havalandırma tünelleri, sprinkler sistem, ses yayın tesisatı ve duman detektörleri mevcuttur.

Mağazaların içi kullanım amacına göre kiracılar tarafından dekore edilmiştir. Mağaza tavanlarında havalandırma kanalları ve menfezleri ile yangın sprinkler sistemi mevcuttur.

Umumi müşteri lavabo ve WC'lerinin döşeme ve duvarları seramiktir. Hilton lavabolu duvara ankastre rezervuarlı ve konsol klozet taşlıdır.

Yönetim-ofis bölümünün döşemeleri laminant parke, duvarları plastik boyalıdır. Ara bölmeleri camlı renkli alüminyum. Tavanları taş yünü kaplı ve pencere doğramaları alüminyumdur.

DEEPO OUTLET CENTER TANITIMI		
İlçe/Semt	:	Kepez/Sinan Mahallesi
Yer Seçimi	:	Antalya Havaalanı Karşısı, D-400 Karayolu üzeri
Parsel Sahibi	:	Trn Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.
Parsel Yüzölçümü,m² (*)	:	67.319,78-m ²
Mimari Tasarım	:	DNA Mimarlık
Açılış Tarihi	:	2011/Mart
Toplam İnşaat Alanı,m²	:	38.980
Kiralanabilir Alan,m² (**)	:	17.485,36
Kat Sayısı	:	3 Kat (1 Bodrum + Zemin + 1 Normal Kat)
Toplam Otopark Kapasitesi	:	555 Araçlık Açık
	:	311 Araçlık Kapalı
Doluluk Oranı	:	% 98

*Deepo Outlet Center AVM toplam parsel alanı hesaplanırken, Go-Kart alanı ve açık otopark alanı olarak kullanılan parsel alanları toplamı, AVM'nin üzerine kurulu olduğu parsellerin toplam alanına ilave edilerek hesaplanmıştır.

** Toplam kiralanabilir alanlara STAND ve ATM alanları dahil edilmemiştir.

Değerleme konusu Depoo Outlet Center'ın değerlemesinde baz alınacak yapısal özellikleri aşağıda yer almaktadır.

GAYRİMENKULÜN YAPISAL ÖZELLİKLERİ	
Yapı Tarzı	Betonerme Karkas + Çelik Karkas
Yapı Nizamı	Ayrık
Kat Adedi	3 Kat (1 Bodrum + Zemin + 1 Normal Kat)
Brüt Kullanım Alanı,m²	38.980,-m ²
Kullanım Amacı	Alışveriş Merkezi
İnşaat Kalitesi	Çok iyi
Malzeme Kalitesi	Çok iyi
Fiziksel Eskime	Yok

GAYRİMENKULÜN MEVCUT TESİSATI			
Su-Kanalizasyon	Şebeke	Su Deposu	Mevcut
Elektrik	Şebeke	Jeneratör	Mevcut
Asansör	Mevcut	Yangın Tesisatı	Mevcut
Yangın Merdineni	Mevcut	Yangın İhbar Sistemi	Mevcut
Hidrofor	Mevcut	Siğınak	Mevcut
Otopark	Kapalı/Açık	Isıtma Sistemi	Mevcut

Alışveriş Merkezi'nin kat kullanımları, brüt alan ve kiralanabilir alan bilgileri aşağıda ki tabloda sunulmuştur.

Kat	Brüt İnşaat Alanı, m ²	Kapalı Otopark Alanı, m ²	Toplam Kiralanabilir Alan, m ²			Diğer Alanlar, m ²
			Mağaza Alanı, m ²	Yeme-İçme Alanı, m ²	Depo Alanı, m ²	
Bodrum Kat	11.587,00	8.285,00	-	-	654,76	2.647,24
Zemin Kat	25.143,00	-	15.070,60	1.760,00	-	8.312,40
1. Kat	2.250,00	-	-	-	-	2.250,00
TOPLAM	38.980,-	8.285,-	15.070,60	1.760	654,76	13.209,64

AVM bütününde kat irtifakı tesis edilmemiş ve bağımsız bölüm sınırları oluşturulmamış olmakla beraber, mevcut proje ve fiili duruma göre oluşturulan alanlar aşağıda sunulmuştur:

- **Bodrum kat;** 311 adet kapalı otopark, 31 ayrı depo alanı, bay-bayan ve engelli WC, siğınak, makina dairesi ve jeneratör odası,
- **Zemin kat;** sinema bölümüne ait depo, arşiv, gişeler ve asansör, 68 mağaza, 16 yeme-içme alanı, 17 adet stand, 14 adet ATM, eğlence alanları, bay-bayan, çocuk ve engelli WC, bebek emzirme odası, revir, bay-bayan mescit, 3 adet bina girişi,
- **1. kat;** toplantı odaları, muhasebe ve ofis alanlarından oluşan idari bölüm, sinema bölümüne ait 5 adet salon, fuaye alanı ve bay-bayan WC

bölmülerinden oluşmaktadır.

Ayrıca Alışveriş Merkezi bünyesinde, Go-Kart alanı, 555 araçlık açık otopark, taksi durağı ve baz istasyonları bulunmaktadır. Bu alanlar için alınan kira gelirleri, AVM yıllık kira gelirin'e dahil edilmiştir.

5.1.3. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Tapu Bilgileri,

Mahalle	Mevkii	Pafta No.	Ada No.	Parsel No.	Parsel Alanı, m ²	Hisse Oranı	Nitelik	Cilt No.	Sahife No.	Edinme Tarihi/ Yevmiye No	Malik
Sinan	-	025-B-06-C-1	28335	96	12.094,99	Tam	Tarla	2	116	14.07.2011/20170	TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım Ve Yönetim A.Ş.
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	108	2.967,93	Tam	Tarla	2	129	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	109	4.085,06	Tam	Tarla	2	130	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	110	16.091,53	Tam	Tarla	2	131	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	117	7.259,33	Tam	Tarla	2	138	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	118	2.661,19	Tam	Tarla	2	139	14.07.2011/20170	
Sinan	Karahayit	025-B-06-C-1	28335	119	7.230,13	Tam	Tarla	2	140	14.07.2011/20170	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-C-1	28335	251	16.281,99	43/96	Tarla	3	274	14.07.2011/20170	
Sinan	Zeytinköy	025-B-06-C-1	28335	252	7.636,65	Tam	Tarla	3	275	14.07.2011/20170	

(EK: 2 : Gayrimenkullere Ait Tapu Belgeleri)

5.2. Değerleme Konusu Gayrimenkullerin Yasal Süreç Analizi

13.12.2013 tarih ve saat 15:42 itibari ile Kepez Tapu Müdürlüğü ve 25.12.2013 tarihinde Kepez Belediyesi'nde yapılan incelemeler sonucunda elde edilen bilgiler aşağıda sunulmuştur.

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

Değerleme konusu;

- **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 252** numaralı parsellerin tamamı ve **251** numaralı parselin* 43/96 hissesi;
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile **3402 S.Y.nın 22/2 md. gereğince 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,**
 - 25.03.2011 tarihinde, 3402 Sayılı Kadastro Kanunu'nun 22-a madde uygulaması işleminden,
 - 14.07.2011 tarih ve 20170 yevmiye numarası ile **yeni mahalle oluşması durumunda yenilemenin tescili işleminden,**
- tescil edilmiştir.

(*) 251 numaralı parsel çok hisseli mülkiyet yapısına sahiptir. Gerçekleşecek hisse satış ve devir işlemlerinde diğer hissedarlardan muvafakat alınması gereklidir. Aksi takdirde hissedarların şufa haklarını kullanarak 2 yıl içerisinde hissenin kendi adlarına satışı için dava açma hakları bulunmaktadır.

Konu ile ilgili olarak Türk Medeni Kanunu'nun ilgili hükümleri aşağıdadır.

Madde: 732

4. Kitap 1. Kısım 2. Bölüm: Eşya Hukuku - Mülkiyet - Taşınmaz Mülkiyeti
1. Hisseli Tapunun Satışı ilgili maddeler.

II. Devir hakkının kısıtlamaları

1. Yasal önalım hakkı

a. Önalım hakkı sahibi

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

b. Kullanma yasağı, feragat ve hak düşürücü süre

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

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

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

c. Kullanılması

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

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

2. Sözleşmeden doğan önalım hakkı

Madde 735.- *Tapu kütüğüne şerh verilen sözleşmeden doğan önalım hakkı, şerhte belirtilen sürede ve belirtilen koşullara göre her malike karşı kullanılabilir. Kütükte koşullar belirtilmemişse taşınmazın üçüncü kişiye satışındaki koşullar esas alınır.*

Şerhin etkisi her durumda, şerhin verildiği tarihin üzerinden on yıl geçmekle sona erer. Yasal önalım hakkının kullanılmasına ve vazgeçmeye ilişkin hükümler sözleşmeden doğan önalım hakkında da uygulanır.

3. Alım ve geri alım hakları

Madde 736.- *Tapu kütüğüne şerh verilen alım ve geri alım hakları, şerhte belirtilen süre içinde her malike karşı kullanılabilir.*

Şerhin etkisi, her durumda, şerhin verildiği tarihin üzerinden on yıl geçmekle sona erer.

5.2.2. Gayrimenkullere Ait Takyidat İncelemeleri,

- **96, 110, 117, 118, 251 ve 252 numaralı parseller üzerinde herhangi bir takyidat yer almamaktadır.**

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.

➤ **108, 109 ve 119 numaralı parsellerin;**

Beyanlar Hanesi'nde	: 21.02.1983 tarih ve 618 yevmiye numarası ile Teferruat için evraki musbitesine müracaat beyanı mevcuttur.
----------------------------	---

Değerleme konusu 108, 109 ve 119 numaralı parsellerin yukarıdaki tapu kayıtlarında görüldüğü üzere, "evraki musbitesine müracaat beyanı bulunan" teferruatlar bulunmakta olup, değerlendirme çalışmaları gayrimenkul değerinin belirlenmesi amacıyla yönelik olarak gerçekleştirildiğinden teferruatlara ilişkin değerlendirme çalışması gerçekleştirilmemiştir.

(EK: 3 : Gayrimenkullere Ait Yazılı Takyidat Belgeleri)

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

25.12.2013 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,

- o 28335 ada, **96, 108** numaralı parseller;ayrık nizam, serbest katlı, E=0,80 olan "**ticaret alanı**"nda,
- o 28335 ada, **109, 110, 117, 118, 119** numaralı parseller; bir kısmı "**otopark alanı**"nda bir kısmı ise ayrık nizam, serbest katlı, **E=0,80 olan "ticaret alanı"nda,**
- o 28335 ada, **251** numaralı parsel; bir kısmı "**45 metrelik imar yolu ile otopark alanı**"nda bir kısmı ise ayrık nizam, serbest katlı, **E=0,80 olan "ticaret alanı"nda,**
- o 28335 ada, **252** numaralı parsel; bir kısmı "**45 metrelik imar yolu**"nda bir kısmı ise ayrık nizam, serbest katlı, **E=0,80 olan "ticaret alanı"nda,** (20.12.2013 tarih ve 273 sayılı Kepez Belediyesi Meclis Kararı ile söz konusu taşınmaz Mahkme kararına istinaden otopark alanından çıkarılmış ve ticaret alanı olarak planlanmıştır.)

kalmaktadır.

Ancak Kepez Belediyesi'nden alınan bilgilere göre; 1/1000 ölçekli Antalya Merkez Kepez Doğu Gelişme Aksı Altınova Bölgesi Uygulama İmar Planı Revizyonu'nun 18. Madde uygulamasının henüz gerçekleştirilmemiş olması nedeniyle; DOP (Düzenleme Ortaklık Payı) ve KOP (Kamusal Ortaklık Payı) kesintileri, parsellasyon ve dağıtım işlemlerinin henüz tamamlanmadığı öğrenilmiştir. Bu nedenle değerlendirme konusu gayrimenkul maliklerinin uygulama sonucu kazanacakları net imar parseli alanları ve dağıtım sonunda alacakları imar parsellerinin konumları bilinmemektedir.

Antalya 2. İdare Mahkemesinin 2013/79 Esas Sayılı, 2013/1284 Karar No'su ile

- ✓ Kepez Belediye Meclisinin 03.09.2012 gün ve 147 sayılı kararı ile onaylanan 1/1000 ölçekli Antalya Altınova Bölgesi Uygulama İmar Planı Revizyonu işleminin ve dayanağı olan Antalya Büyükşehir Belediye Meclisi'nin 10.01.2011 gün ve 23 sayılı kararı ile onanan 1/5000 ölçekli Nazım İmar Planının ve Antalya Büyükşehir Belediye Meclisi'nin 15.02.2008 gün ve 84 sayılı kararı ile onanan 1/25000 ölçekli **Çevre Düzeni Planının**, tarımsal nitelikli alanların yapılaşmaya açıldığı, aynı yerle ilgili daha önce yapılan planların yargı kararı ile iptal edildiği ileri sürülerek **iptali istenmiştir.**
- ✓ Ancak, Davacıların davadan feragat etmesi nedeni ile **feragat nedeniyle konusu kalmayan dava hakkında karar verilmesine yer olmadığına 15.11.2013 tarihinde karar verilmiştir.**

Mimari Proje, Yapı Ruhsatı ve Yapı Kullanma İzin Belgesi: Değerleme konusu **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252** parseller üzerinde yer alan yapılara ilişkin Belediye'sinde yapılan incelemelerde herhangi bir onaylı mimari proje, yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgesinin olmadığı anlaşılmıştır.

(Ek : 4 : Gayrimenkullere Ait İmar Yazısı)

(Ek : 5 : Gayrimenkule Ait Mimari Avan Proje Ve Kat Planları)

5.2.4. Yapı Denetim Kuruluşu ve Denetimleri,

Değerleme konusu 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller üzerinde yer alan yapının (Deepo Outlet Center), **yapı ruhsatı ve yapı kullanım belgesi olmaması nedeniyle resmi olarak yapı denetimi de yapılmamıştır.**

5.3. Gayrimenkullere Ait Kiralama İşlemleri

a) **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251, 252 numaralı parseller** üzerinde yer alan DEEPO OUTLET CENTER AVM'yi oluşturan mahallerin, Müşteri iştiraki TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş. tarafından yapılan kiralama işlemleri sonucunda;

- Toplam kiralanabilir alan miktarı,
- Mevcut kiralanmış alan miktarı,
- Doluluk oranı,
- Mahal bazında kira bedellerini gösteren veriler aşağıda sunulmuştur.

i. **Alışveriş Merkezi bazında toplam kiralanabilir alan ve mevcut kiralanmış alanlar ile doluluk oranını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır;**

Σ Toplam Kiralanabilir Alan^(*), m²	Σ Mevcut Kiralanmış Alan^(**), m²	Kiralanabilir Boş Alan, m²	Doluluk Oranı, %
17.485	16.890	595	96,60%

* Projeden hesaplanan alan.

** Mağaza, depo ve yeme-içme alanları dahil edilmiştir.

- Alışveriş Merkezi toplam kiralanabilir kapalı alanı mimari avan projeye göre **17.485,-m²**'dir.
- Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan kiralama verilerine göre, kiralanmış alanların toplamı (ATM, Stand, Baz İstasyonu, Go-Kart Alanı, vb. alanlar hariç) **~16.890,-m²**'dir.
- Alışveriş Merkezi toplam doluluk oranı **~% 96,60** olarak tespit edilmiştir.

Ayrıca Alışveriş Merkezi bünyesinde bulunan tüm kiralanmış bölümlerin toplam alanlarını ve sabit kira gelirlerini gösteren tablo aşağıda yer almaktadır.

SABİT KİRA GELİRLERİ					
Kiralanın Bölüm	Toplam Alan³, m²	Boş Alan, m²	Kiralanın Alan, m²	Aylık Kira Bedeli, TL	Aylık Kira Bedeli, ABD\$
Mağazalar(*)	16.523,94	305,00	16.218,94	1.082.232,50	531.835,72
Depo Alanları	729,76	58,80	670,96	6.935,64	3.408,34
Stand Alanları	260,00	18,00	242,00	40.065,84	19.689,34
ATM Alanları	22,00	0,00	22,00	12.437,97	6.112,32
Eğlence Alanları	442,00	0,00	442,00	6.822,50	3.352,74
Baz İstasyonu	9,00	0,00	9,00	6.026,81	2.961,72
Go-Kart Alanı	1.599,00	0,00	1.599,00	2.312,72	1.136,53
Taksi Durağı	50,00	0,00	50,00	1.268,64	623,44
Oto Yıkama	100,00	0,00	100,00	3.274,80	1.609,32
Sinema	1.185,00	0,00	1.185,00	21.021,49	10.330,48
TOPLAM (**)	20.920,70	381,80	20.538,90	1.182.398,91	581.059,96

(*) Yeme İçme Alanları, Mağaza Alanlarına dahil edilmiştir.

(**)Ciro, ortak alan, reklam vb. diğer gelirler dahil değil.

Yukarıda verilen tablo yalnızca sabit kira gelirlerini göstermektedir. Ancak kira sözleşmelerine göre;

- ✓ Yalnızca mağazaların bir kısmından, ATM alanlarından, baz istasyonlarından, depolardan, stand alanlarından, Techno Eğlence Merkezi'nden, taksi durağı, yeme-içme alanları ve Go-Kart alanından sabit kira alındığı,
- ✓ Mağazaların bir kısmından, eğlence alanında bulunan 5D Funtime sinemasyon bölümünden ve sinema salonlarından her ayın başında sabit kira alındığı, ay sonunda ise ciro üzerinden (anlaşmaya göre) belirli oranda pay hesaplandığı, hesaplanan bu pay ile her ayın başında alınan sabit kira bedelinin karşılaştırıldığı ve yüksek olan bedelin o ayın kirası olarak kabul edildiği
- ✓ Ve eğlence alanında bulunan Star Park'tan (Luna Park) sabit kira alınmadığı yalnızca ciro üzerinden %25 oranında pay alındığı öğrenilmiştir.

Edinilen bu bilgiler ışığında ve Şirket yetkililerinden alınan muhasebe kayıtlarına göre; 2013 yılında gerçekleştirdiği kira geliri üzerinden hesaplanan ve 2014 yılı için artış öngörülmediğinden aynen Kabul

³ Açık alanlar ve kiralamaya konu edilebilen ortak alanlar da dahildir.

edilen yıllık toplam (Sabit + ciro) kira geliri ve aylık ortalama kira geliri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

Gelir Kalemleri	(*) 2013 Yılı Ortalama Aylık Gelir, TL	Σ 2013 Yıllık Gelir, TL	Σ Yıllık Gelir, ABD\$
Sabit Kira Geliri, TL	1.182.399	14.188.787	6.972.720
Ciro Kira Geliri, TL	168.378	2.020.542	992.944
2014 Yılı Öngörülen Σ AVM Geliri, TL	1.350.777	16.209.328	7.965.663

(*) 2014 yılı ortalama aylık kira gelirleri, kiralamaların ABD\$/€ üzerinden yapıldığı ve 2013 yıl sonu itibarıyla döviz kurlarında yaşanan ani yükseliş sebebiyle öngörülen "döviz cinsinden artış"ın gerçekleştirilemeyeceği göz önünde bulundurularak, 2013 yılı gerçekleştirmeleri ile aynı tutarda öngörülmüştür.

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 değer tespiti için kullanılan esasa** bağlıdır:

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

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

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

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

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

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

TMS: 36, Paragraf 18 hükümlerine göre;

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

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

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

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

Bu Rapora konu varlıklara ilişkin Değerleme çalışmalarında;

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

- **UMS: 36, Paragraf 18** hükmü gereği gerçekleştirilecek değer düşüklüğü testlerinde kullanılmak üzere "**net gerçekleştirilebilir değer**" olarak "**gerçeğe uygun değer**" 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. Gayrimenkullerin Teknik Özellikleri ve Değerlemede Baz Alınan Veriler,

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

6.4. Değerleme Çalışmalarında Kullanılan Yöntemler ve Varsayımlar

Değerleme çalışmalarında, aşağıda **UDES Standart 1'de tanımlanan Pazar Değeri Esaslı standartlar** 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, çalışmada, Rapor'un 3.6 Bölümünde açıklanan Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları (yöntemleri) kullanılmıştır. UDES içerisinde Pazara Dayalı değerlendirme yöntemleri arasında sayılan ve aşağıda detayları verilen üç ana yaklaşımdan** Rapor'a konu olan gayrimenkulün özellikleri dikkate alınmak suretiyle kullanılabilir olanlar tercih edilerek değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmiştir.

Mülkiyeti Torunlar GYO iştiraki TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'de bulunan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller** için;

- **Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile değerlendirme konusu parselin üzerinde yer alan yapının yapı özellikleri dikkate alınarak hesaplanan inşaat maliyetleri ilave edilmek ve yıpranma payı düşülmek suretiyle **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmıştır.
- Ayrıca, **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

Diğer taraftan, değerlendirme konusu 108, 109 ve 119 numaralı parsellerin Raporun 5.2.2. de detayları bulunan "evraki musbitesine müracaat beyanı bulunan teferruatlara " ilişkin bir değerlendirme çalışması gerçekleştirilmemiştir.

6.5. Ayrıştırma Yöntemi (Emsal/Maliyet Yaklaşımı)

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

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

6.5.1. Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile Parsellerin Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu parsellerin konumları, üzerlerinde kısmen veya tamamen konumlanmış olan veya kullanımında oldukları ticari fonksiyonlu (AVM) yapının objektif ve/veya subjektif kazandırmış olduğu değer ile bölgedeki imar durumundaki belirsizlik dikkate alınarak, yakın zamanda alım - satıma konu olmuş veya fiili değerlendirme tarihi itibarı ile piyasada satılık olan **arsa/arazi emsalleri** araştırılmış olup, yapılan araştırmalar tablo halinde aşağıda sunulmuştur.

SATILIK ARSA/ARAZİ EMSALLERİ						
Açıklama	Yüzölçümü, m ²	EMSAL DEĞERİ				
		TL	TL/m ²	ABD\$	ABD\$/m ²	
Emsal #1	Kepez, Sinan Mah. (Havalimanı Alanya yoluna cephe, Showroomlar yanı)'de, 2.300,-m ² ticari imarlı, showroom vs. arsası 3.150.000,- TL bedelle satılıktır.	2.300	3.150.000	1.370	1.547.988	673
Emsal #2	Kepez, Altınova Sinan Mah. Havalimanı karşısında, Serik Caddesine cephe, 22.600,-m ² , ticari imarlı arsa 11.000.000€ bedelle satılıktır.	22.600	30.344.600	1.343	14.912.084	660
Emsal #3	Kepez, Altınova Sinan Mah. Havalimanı Karşısında, Deepo AVM'ye yakın konumlu, Serik Caddesine Cephe, 6.150,-m ² , ticari imarlı arsa 3.075.000€ bedelle satılıktır.	6.150	8.482.695	1.379	4.168.605	678
Emsal #4	Kepez, Altınova Sinan Mah. Havalimanı Karşısında, konu taşınmazların bulunduğu bölgede, 6.037,-m ² yüzölçümlü, ticaret + konut imarlı , arsa 6.800.000 TL bedelle satılıktır.	6.037	6.800.000	1.126	3.341.688	554
Emsal #5	Kepez, Altınova Sinan Mah. Metro Avm yanında, 3.000,-m ² , ticari imarlı arsa 2.550.000TL bedelle satılıktır.	3.000	2.550.000	850	1.253.133	418
Emsal #6	Kepez, Altınova Sinan Mah. Havalimanı Kavşağı yakınında, 2.088,-m ² , ticari imarlı arsa 2.360.000TL bedelle satılıktır.	2.088	2.360.000	1.130	1.159.762	555

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 cephe, olup - olmaması ve yüzölçümüne bağlı olarak değerlerin değiştiği,
- Bölgede bulunan ticari imarlı arsaların, konumu ve yüzölçümü doğrultusunda m² emsal bedellerinin **850,-TL/m²** ile **1.379,-TL/m²** aralığında değiştiği, **emsallerin ortalamasının** ise yaklaşık **1.200,-TL/m²** olduğu,
- Emsal 1, 2 ve 3'de yer alan arsaların havalanına yakın konumları ve yola cephe olmaları nedeni ile birim fiyatlarının yüksek olduğu,
- Emsal 4'de yer alan arsanın konut + ticaret imarlı olduğu,
- Emsal 5'de yer alan arsanın Havaalanına yakın konumlu olmasına karşın küçük yüzölçümü nedeni ile düşük bedelle satışa sunulduğu,
- 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, gayrimenkullerin

- ✓ Konumları,
- ✓ Yüzölçümleri,
- ✓ Üzerlerinde kısmen veya tamamen konumlanmış olan veya kullanımında oldukları ticari fonksiyonlu (AVM) yapının objektif ve/veya subjektif kazandırmış olduğu değer
- ✓ Bölgede geçerli olan imar durumundaki belirsizlik

dikkate alınarak, **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parsellerin** tamamında DEEPO OUTLET CENTER AVM'nin konumlanmış olması sebebiyle, aynı durumda oldukları değerlendirmesi ile değerlemeye esas her bir parselin m² emsal bedelinin, **emsallerin ortalaması olan 1.200,-TL/m²** 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 \$
96	12.094,99	1.200	14.513.988	7.132.531
108	2.967,93	1.200	3.561.516	1.750.217
109	4.085,06	1.200	4.902.072	2.408.999
110	16.091,53	1.200	19.309.836	9.489.329
117	7.259,33	1.200	8.711.196	4.280.896
118	2.661,19	1.200	3.193.428	1.569.329
119	7.230,13	1.200	8.676.156	4.263.677
251(*)	7.292,97	1.200	8.751.564	4.300.734
252	7.636,65	1.200	9.163.980	4.503.406
Müşteri Mülkiyeti Toplam Değer			80.783.736	39.699.118

* Müşteri iştiraki şirketin (TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.) hisse oranı dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak, **Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı** çerçevesinde, Mülkiyeti Müşteri iştiraki TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye ait olan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parsellerin, parsel bazında detayları yukarıdaki tabloda verildiği üzere toplam adil piyasa değeri 80.783.736,-TL** (değerleme tarihi itibarı ile **39.699.118,-ABD\$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.2. Maliyet Yaklaşımı ile 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251(43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller Üzerinde Yer Alan Yapı Değerinin Belirlenmesi,

Değerleme konusu **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 ve 253 numaralı parseller** üzerinde yer alan gayrimenkulün Alışveriş Merkezi olması ile değerlendirme tarihinin yıl sonu olması da dikkate alınarak yeniden yapı maliyeti hesaplanırken aşağıdaki yapı değerleri esas alınmıştır.

- **Mağaza ve Ortak Alanlar** için, 62 Seri No.lu Emlak Vergisi Kanunu Genel Tebliği Eki olan, 2014 Yılı Binaların m² İnşaat Maliyet Bedellerini Gösterir Cetvele göre, Diğer Ticarethane ve işyerleri için lüks inşaat birim maliyeti olan **1.875,35 TL/m²** esas alınmıştır.
- Belirlenen birim değerlere Mimari ve Mühendislik Bedeli, Koordinasyon, Genel ve Diğer Giderler bedeli ilave edilmiştir.
- Çevre düzenleme maliyeti, toplam yapı inşaat maliyetinin %5 oranında olduğu varsayılmıştır.
- Ayrıca binalar üzerinde yerinde yapılan gözlemler ve yapının yaşı dikkate alınarak %6 oranında yıpranma alınmasının uygun olacağı kanatine varılmıştır.

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

Yukarıda verilen varsayımlar sonucu değerlendirme konusu yapıların bugünkü yapı değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

MALİYET YAKLAŞIMI İLE YAPI MALİYET DEĞERİNİN HESAPLANMASI	
Bina Σ Kapalı Alanı,m²	38.980
Birim Maliyet,TL	1.875,35
Mimarlık Ve Mühendislik Maliyeti, TL	56,26
Koordinasyon Ve Yönetim Maliyeti,TL	57,95
Diğer Maliyetler, TL	59,69
Giydirilmiş Birim Maliyet, TL	2.049,25
1- Bina Kapalı Alan Maliyeti,-TL	79.879.593
2- Çevre Düzenleme Maliyeti,TL	3.993.980
Σ İnşaat Maliyeti, TL (1+2)	83.873.572
Yıpranma Bedeli, TL	5.032.414

Bugünkü Yapı Değeri, TL	78.841.158
ABD \$/TL	2,0349
Bugünkü Yapı Değeri, ABD \$	38.744.488

Sonuç olarak, **Maliyet Yaklaşımı** ile Mülkiyeti Müşteri İştiraki **TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ne ait olan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller üzerinde yer alan yapının bugünkü toplam adil piyasa değeri 78.841.158,-TL** (Değerleme tarihi itibarı ile **38.744.488,-ABD \$**) olarak hesaplanmıştır.

6.5.3. Gayrimenkullerin Toplam (Parsel +Yapı) Değerinin Belirlenmesi,

Mülkiyeti Müşteri İştiraki TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ne ait olan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller ve üzerinde yer alan DEEPO AVM'nin** toplam değeri ise, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı sonucunda ulaşılan parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile hesaplanan yapının bugünkü değeri ilave edilmek suretiyle belirlenmiş olup, aşağıda tablo olarak sunulmuştur.

Değerleme Konusu Taşınmazın Toplam Değeri	
1- Parsel Değeri, TL	80.783.736
2- Yapı Değeri, TL	78.841.158
DEĞERLEME KONUSU TAŞINMAZIN TOPLAM (1+2) DEĞERİ, TL	159.624.894
DEĞERLEME KONUSU TAŞINMAZIN TOPLAM (1+2) DEĞERİ, ABD \$	78.443.606

Sonuç olarak, Ayrıştırma Yöntemi çerçevesinde, **Mülkiyeti Müşteri İştiraki TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.**'ne ait olan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller üzerinde yer alan gayrimenkullerin parsel ve yapı değerlerinden oluşan toplam adil piyasa değeri 159.624.894,-TL** (değerleme tarihi itibarıyla 78.443.606,-ABD\$) olarak hesaplanmıştır.

6.6. Gelirlerin Kapitalizasyonu – İNA Analizi İle 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 Hissesi) Ve 252 Numaralı Parseller Üzerinde Yer Alan Gayrimenkullerin (Deepo Outlet Center AVM) Değerinin Belirlenmesi

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

Bu çalışmada; İki husus önem arz etmektedir.

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

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

(*) Risksiz getiri oranı, T.C.'nin uzun dönemli (2020 vadeli) Euro bazlı Eurobondların verim oranı baz alınmıştır.

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

Gayrimenkulün Bulunduğu Antalya İlinde Bulunan AVM'lere İlişkin Analizler

Kira Bedellerine Göre: Değerleme konusu gayrimenkulün konumlandığı Antalya Bölgesi'nde gerçekleştirilen AVM araştırmaları sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

AVM ANALİZİ					
Alışveriş Merkezi	Açılış Tarihi	Kapalı Alan, m ²	Kiralananabilir Alan, m ²	Mağaza Ort. Kira Bedeli, ABD\$	Yeme-İçme Alanı Ort. Kira Bedeli, ABD\$
Shemall AVM	2008	16.500	10.500	15-30	25-45
Özdilek PARK AVM	2010	108.000	40.200	25-40	40-45
LAURA AVM	2004	24.112	20.000	15-25	25-35
Antalya MİGROS AVM	2001	50.000	28.662	40-50	60-70

Yukarıda yer alan emsallerin irdelenmesi sonucu;

- ✓ **Shemall AVM**, 2008 yılında faaliyete geçmiş olup, toplam 16.500,-m² kapalı alanlıdır. Outlet tipi AVM içerisinde 69 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanları bulunmaktadır. **Mağaza alanlarının 15-30,-ABD\$ /m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 25-45,-ABD\$ /m² bedelle kiralananmaktadır olduğu,**
- ✓ **Özdilek PARK AVM**; 2009 yılı sonlarında faaliyete geçmiştir. Toplam 108.000,-m² kapalı alanlıdır. 110 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM'de konumlu mağaza alanlarının 25-40,-ABD\$ /m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 40-45,-ABD\$ /m² bedelle kiralananmaktadır olduğu,**
- ✓ **LAURA AVM**, 2004 yılında faaliyete geçmiştir. Toplam 24.112,-m² kapalı alanlıdır. 80 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM'de konumlu mağaza alanlarının 15-25,-ABD\$ /m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 25-35,-ABD\$ /m² bedelle kiralananmaktadır olduğu,**
- ✓ **Antalya MİGROS AVM**, 2001 yılında faaliyete geçmiştir. Toplam 50.000,-m² kapalı alanlıdır. 128 adet mağaza, açık ve kapalı otopark alanlarına sahiptir. **AVM'de konumlu mağaza alanlarının 35-40,-ABD\$ /m² bedel ile, Yeme - İçme alanlarının ise, 60-70,-ABD\$ /m² bedelle kiralananmaktadır olduğu,**

tespitleri yapılmıştır.

Ayrıca piyasada yapılan araştırmalar doğrultusunda⁴;

- ✓ Antalya genelindeki AVM'ler incelendiğinde ortalama aylık kiralaların 20-45 ABD\$dolar/m² aralığında değiştiği,
- ✓ Antalya'daki AVM'lerin ortalama %85-95 doluluklara ulaştıkları,
- ✓ Antalya'da ilk AVM'ler şehrin çeperleri olarak nitelendirilen akslarda konumlandırılırken, son dönem yatırımlarda şehir içi tercih edildiği,
- ✓ Outletlerin ise özellikle şehrin dışındaki güçlü ulaşım akslarının kesiştiği noktalarda konumlandırıldığı,
- ✓ Aynı aks üzerinde ve yakın konumda inşaa edilenAVM'lerin zamanla birbirlerini olumsuz yönde etkilemeye başladıkları,
- ✓ Birbirlerine bitişik parsellerde bulunan Laura ve Shemall AVM'lerinin bölgede arz fazlalığı yarattığı ve kira bedellerinin düşüşe geçtiği,

Tespit edilmiştir.

Bu tespitler ışığında,

- Mağazaların farklı bölgelerde konumlanmış olması,
- Yıllık ziyaretçi sayısı ve hitap ettiği kesimlerin farklılığı,
- AVM içerisinde yer alan mağazaların birim fiyatlarının konumlarına göre değişmesi,
- **Deepo Outlet Center AVM** içerisinde konumlu bağımsız bölümlerin büyük çoğunluğunun ciro bedeli üzerinden kiralaniyor olması,
- **Değerleme konusu AVM bünyesinde kiralamaya konu çok sayıda dükkan/mağaza v.b alanlar bulunduğu ve bu alanların birbirlerinden farklı ve çok sayıda sözleşmeye konu edildiği, dolayısıyla kira sözleşmelerinde belirtilen bedeller üzerinden hesaplanan ortalama bedellerin her hangi bir müşterinin özel durumunu değil, piyasa dinamiklerini yansıtmamasının beklendiği,**

⁴ <http://www.myfikirler.com/turkiyede-avm-yatirimlari.html>

gibi hususlar dikkate alındığında gerçekleştirilecek İNA Analizi'nde kira bedelleri için, **Deepo Outlet Center AVM**'nin mevcut kira gelirlerinin alınmasının uygun olacağı düşünülmüştür.

Bu öngörülere dayalı olarak gerçekleştirilen hesaplamalar aşağıda sunulmuştur.

I. Kiralanmış Alanlara İlişkin Öngörülen Kira Bedelleri ve Artış Oranları;

Şirket yetkililerince tarafımıza sunulan 2013 yılına ilişkin sabit kira gelirleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

GERÇEKLEŞMİŞ SABİT KİRA GELİRLERİ					
Kiralanan Bölüm	Toplam Alan, m ²	Boş Alan, m ²	Kiralanan Alan, m ²	Aylık Kira Bedeli, TL	Aylık Kira Bedeli, ABD\$
Mağazalar(*)	16.523,94	305,00	16.218,94	1.082.232,50	531.835,72
Depo Alanları	729,76	58,80	670,96	6.935,64	3.408,34
Stand Alanları	260,00	18,00	242,00	40.065,84	19.689,34
ATM Alanları	22,00	0,00	22,00	12.437,97	6.112,32
Eğlence Alanları	442,00	0,00	442,00	6.822,50	3.352,74
Baz İstasyonu	9,00	0,00	9,00	6.026,81	2.961,72
Go-Kart Alanı	1.599,00	0,00	1.599,00	2.312,72	1.136,53
Taksi Durağı	50,00	0,00	50,00	1.268,64	623,44
Oto Yıkama	100,00	0,00	100,00	3.274,80	1.609,32
Sinema	1.185,00	0,00	1.185,00	21.021,49	10.330,48
TOPLAM (**)	20.920,70	381,80	20.538,90	1.182.398,91	581.059,96

(*) Yeme İçme Alanları, Mağaza Alanlarına dahil edilmiştir.

(**)Ciro, ortak alan, reklam vb. diğer gelirler dahil değil.

Rapor'un ilgili bölümlerinde yer verildiği üzere kiralama işlemlerinin "**sabit kira bedeli**" ve "**ciro üzerinden pay alma**" olmak üzere iki farklı şekilde yapıldığı öğrenilmiştir.

Edinilen bu bilgiler ışığında ve Şirket yetkililerinden alınan muhasebe kayıtlarına göre; 2013 yılında gerçekleştirdiği kira geliri üzerinden hesaplanan ve 2014 yılı için artış öngörülmediğinden aynen Kabul edilen yıllık toplam (Sabit + ciro) kira geliri ve aylık ortalama kira geliri gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

Gelir Kalemleri	(*) 2013 Yılı Ortalama Aylık Gelir, TL	Σ 2013 Yıllık Gelir, TL	Σ Yıllık Gelir, ABD\$
Sabit Kira Geliri, TL	1.182.399	14.188.787	6.972.720
Ciro Kira Geliri, TL	168.378	2.020.542	992.944
2014 Yılı Öngörülen Σ AVM Geliri, TL	1.350.777	16.209.328	7.965.663

(*) 2014 yılı ortalama aylık kira gelirleri, kiralamaların ABD\$/€ üzerinden yapıldığı ve 2013 yıl sonu itibariyle döviz kurlarında yaşanan ani yükseliş sebebiyle öngörülen "döviz cinsinden artış" ın gerçekleştirilemeyeceği göz önünde bulundurularak, 2013 yılı gerçekleştirmeleri ile aynı tutarda öngörülmüştür.

Buna göre;

- Kira kontratları hükümleri (sabit kira bedelleri, ciro payları, artış oranları),
- Mevcut piyasa koşulları,
- Gayrimenkulün bulunduğu bölgede benzer nitelikte başka bir yapı bulunmaması ve DEEPO OUTLET CENTER AVM'nin Türkiye'de bulunan sayılı OUTLET AVM'lerden biri olması,
- Ve müşteri gelir beklentisi

gibi tüm argümanlar göz önünde bulundurulduğunda 2015 yılı ve izleyen yıllarda öngörülen artış oranlarının değerlemeye esas **ABD Dolarındaki öngörülen enflasyon oranı olan %3** olarak alınmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

II. Kiralanabilir Boş Alanlara İlişkin Öngörüler;

Rapor'un ilgili bölümlerinde belirtildiği üzere 2013 yılı itibari ile AVM'nin kiralanabilir alanlarının (mağaza, yeme-içme alanı ve depo alanları) doluluk oranı **~%96,60** olarak tespit edilmiş ve **2014 yılı ortalama aylık kira gelirleri, kiralamaların ABD\$/€ üzerinden yapıldığı ve 2013 yıl sonu itibariyle döviz kurlarında yaşanan ani yükseliş sebebiyle öngörülen "döviz cinsinden**

artış” ın gerçekleştirilemeyeceği göz önünde bulundurularak, 2013 yılı gerçekleştirmeleri ile aynı tutarda öngörülmüştür.

Yıl bazlı ortalama doluluk oranının %100’e ulaşamayacağı, bu oranın ilerleyen yıllarda **%98’e** kadar çıkacağı ve bu oranda sabit kalacağı düşüncesiyle, İNA Analizinde AVM doluluk oranı 2014 yılı için **%96,60** olarak, ilerleyen yıllarda ise **%98** olarak öngörülmüştür. Yıllık kira geliri ise **2015 yılından itibaren her yıl %3 oranında arttırılarak analize konu edilmiştir.**

III. Yıllar İtibariyle Öngörülen Toplam Kira Gelirleri;

Yukarıda açıklandığı üzere,

- ✓ AVM doluluk oranı, 2014 yılı için **%96,60** olarak, ilerleyen yıllarda ise **%98** olarak öngörülmüş,
- ✓ Kira gelirlerinin ise mevcut sözleşmeler gereği 2015 yılından itibaren her yıl %3 oranında artacağı varsayılmış (2014 yılı kira gelirinin, kiralamaların ABD\$/€ üzerinden yapıldığı göz önünde bulundurularak, kurda yaşanan ani yükselişten dolayı, 2013 yılı ile aynı olacağı öngörülmüştür.),

Ve 2014 yılı için beklenen toplam AVM kira gelirleri aşağıda ki tabloda sunulmuştur.

Gelir Kalemleri	Ortalama Aylık Gelir, TL	Σ Yıllık Gelir, TL	Σ Yıllık Gelir, ABD\$
Sabit Kira Geliri, TL	1.182.399	14.188.787	6.972.720
Ciro Kira Geliri, TL	168.378	2.020.542	992.944
2012 Yılı Σ AVM Geliri, TL	1.350.777	16.209.328	7.965.663

Sabit kira gelirleri, mağazaların bir kısmından, ATM alanlarından, baz istasyonlarından, depolardan, stand alanlarından, Techno Eğlence Merkezi’nden, taksi durağı, yeme-içme alanları ve Go-Kart alanından elde edilen kira gelirlerini ifade etmektedir.

Ciro kira gelirleri, mağazaların bir kısmından, eğlence alanında bulunan 5D Funtime sinemasyon bölümünden, eğlence alanında bulunan Star Park’tan (Luna Park) ve sinema salonlarından ciro üzerinden alınan bedelleri göstermektedir.

6.6.1. İNA Analizi,

Yukarıdaki tablolarda yer alan varsayımlar doğrultusunda gerçekleştirilen Gelirlerin Kapitalizasyonu-İNA Analizi hesaplamaları aşağıda sunulmuştur.

	2014	2015	2016	2017	2018	DED
Toplam AVM Geliri, ABD\$	7.965.663	8.323.541	8.573.247	8.830.445	9.095.358	9.368.219
Sabit Kira Geliri, ABD\$	6.972.720	7.285.987	7.504.566	7.729.703	7.961.594	8.200.442
Ciro Kira Geliri, ABD\$	992.944	1.037.554	1.068.681	1.100.741	1.133.764	1.167.777
Net Nakit Akımı	7.965.663	8.323.541	8.573.247	8.830.445	9.095.358	138.788.426
İskonto Oranı	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
İskonto Faktörü	1,098	1,205	1,322	1,451	1,592	1,748
1 / İskonto Faktörü	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63	0,57
Nakit Akımlarının NBD, TL	7.258.008	6.910.334	6.485.325	6.086.456	5.712.118	79.419.304
Nakit Akımlarının Toplam NBD, TL						111.871.545
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü						1,0476
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD\$						117.198.459
Düzeltilmiş Net Bugünkü Değer, ABD						238.487.144

Sonuç olarak, İNA Analizi sonucu hesaplanan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 ve 252 numaralı parseller** ve üzerinde yer alan Deepo Outlet Center AVM’nin toplam adil piyasa değeri **238.487.144,-TL** (değerleme tarihi itibariyle **117.198.459,-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 mevcut durumunun "En Etkin ve Verimli Kullanımı" teşkil ettiği düşüncesiyle, bu değerlendirme çalışmasında "En Etkin Ve Verimli Kullanım Analizi" kullanılmamıştır.

6.7.2. Müşterek veya Bölünmüş Kısımların Değerleme Analizi,

Değerleme konusu gayrimenkullerin değer tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalarda müşterek veya bölünmüş kısımları bulunan gayrimenkullerde bu bölümler dikkate alınmıştır.

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;

- **96, 110, 117, 118, 251 ve 252 numaralı parseller üzerinde herhangi bir takyidat yer almamaktadır.**
- **108, 109 ve 119 numaralı parsellerin;**

Beyanlar Hanesi'nde	:	21.02.1983 tarih ve 618 yevmiye numarası ile Teferruat için evraki musbitesine müracaat beyanı mevcuttur.
----------------------------	---	---

Değerleme konusu 108, 109 ve 119 numaralı parsellerin Tapu Kayıtları/Beyanlar Hanesi'nde bulunan "Teferruat için evraki musbitesine müracaat beyanı mevcuttur" denilmekte olan teferruatlara ilişkin tarafımızca değerlendirme çalışmaları gerçekleştirilmemiştir.

7. ANALİZ SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

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

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

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

Mülkiyeti müşteri iştiraki şirket TRN Alışveriş Merkezi Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ne ait bulunan **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller** için;

- **Ayrıştırma Yöntemi (Piyasa/Maliyet Yaklaşımı)** çerçevesinde, Emsal Karşılaştırma (Piyasa) Yaklaşımı ile elde edilen parsel değerine, Maliyet Yaklaşımı ile konu parseller üzerinde yer alan binaların yapısal özellikleri dikkate alınarak hesaplanan mevcut yapı değeri ilave edilmek suretiyle **gayrimenkullerin toplam değerine** ulaşılmıştır.
- Ayrıca, **Gelirlerin Kapitalizasyonu - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi** çalışmasına da yer verilmiştir.

ÖZET TABLO		
Parsel No	Ayrıştırma Yöntemi, TL	İNA Analizi, TL
96	159.624.894	238.487.144
108		
109		
110		
117		
118		
119		
251*		
252		

*İştirak konusu şirket (TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.) hissesi baz alınmıştır.

Sonuç olarak;

- **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parseller** ve üzerinde yer alan, **Deepo Outlet Center AVM** olarak bilinen gayrimenkul için;
 - Farklı değerlendirme yöntemleriyle bulunan değerlerin birbirleriyle örtüşmediği ancak kendi içlerinde tutarlı olduğu,
 - **Ayrıştırma yöntemi ile**, gayrimenkullerin bulunduğu bölgede imar çalışmalarının tamamlanmamış olması sebebiyle parsel değerlerinin tam oluşmadığı, bu nedenle bölgedeki parsel emsal değerlerine dayalı olarak hesaplanan **gayrimenkul toplam değerinin daha düşük bulunduğu, ayrıca bu yöntemle bulunan değer daha çok maliyet esasına dayalı olduğu ve AVM geliştirici rantını içermediği**,
 - Değerleme konusu gayrimenkulün, ticari gelir (kira geliri) elde etme amacına yönelik olarak geliştirilmiş mülk olması ve fiilen, istikrarlı olarak gelir yaratıyor olması sebebiyle, değer tespitinde "**gelir yaklaşımı**" esaslı yöntemlerin daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlayacağı,
 - Açıklanan sebeplerle, Gelirlerin Kapitalizasyonu - İNA Analizi sonucu bulunan değer gayrimenkulün rayiç değerini daha doğru bir şekilde yansıtacağı,
 - İNA yaklaşımıyla hesaplanan, **238.487.144,-TL** (Değerleme tarihi itibari ile **117.198.459,-ABD\$**) değerinin, **gayrimenkul toplam rayiç (adil) değeri** olarak kabul edilmesinin uygun olacağı,

Kanaatine varılmıştır.

7.2. Asgari Bilgilerden Raporda Yer Verilmeyenlerin Niçin Yer Almadıklarının Gereççeleri

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

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

Rapor'un 5.2.3. Gayrimenkule Ait İmar Planı/Kamulaştırma İşleri v.s. Bilgileri bölümünde detayları verildiği üzere; Mülkiyetinde müşteri iştiraki şirkette bulunan parseller üzerinde konulanmış alışveriş merkezi ve buna ait diğer yapıların herhangi bir **onaylı mimari projesinin, yapı ruhsatının, yapı kullanma izin belgesinin bulunmadığı tespit edilmiş olup, eksik olan bu belgelerin imar uygulamasının tamamlanmasının ardından kesinleşen imar durumlarına uygun olarak alınmaları gerekmektedir.**

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

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

96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi) ve 252 numaralı parsellerin TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş. aktifinde yer aldığı ve Torunlar GYO A.Ş.'nin TRN Alışveriş Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye %99,997 oranında iştirak ettiği anlaşılmaktadır.

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

Sermaye Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin, "**İştirak**" başlıklı 28. Maddesinin "d" bendinde; (Değişik: Seri: III, No: 48.1 sayılı Tebliğ ile) belirtildiği üzere, **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının;**

Gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların değerinin, iştirak edilecek şirketin finansal tablolarında yer alan aktif toplamının en az % 75'ini oluşturduğu Türkiye'de kurulu şirketlere iştirak edebileceği,

hükmü yer almaktadır.

Diğer taraftan, aynı Tebliğ'in "**Yatırım faaliyetleri ve yatırım faaliyetlerine ilişkin sınırlamalar**" başlıklı 22'nci maddesinin "l" ve "n" bentlerinde,

- Hiçbir şirkette sermaye veya oy haklarının **%5**'inden fazlasına sahip olamazlar. Ortaklığın bu bent kapsamındaki yatırımlarının toplamı aktif toplamının **%10**'unu aşamaz.
- Yatırım fonları payları hariç, borsalarda 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, sermayelerinin ve oy haklarının **%5'ini** aşmayacak oranlarda yapılması yönünde kısıtlama getirilmiştir.

Ancak, aynı Tebliğ'in 28'inci maddesinin 2. Fıkrasında belirtildiği üzere;

- **Bu madde kapsamında iştiraklere yapılacak yatırımlarda bu Tebliğ'in 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (l) ve (n) bentleri uygulanmaz.**

denmek suretiyle, **28'inci madde kapsamındaki iştiraklerde, Borsalarda işlem görmeyen Şirketlere de yatırım yapma imkanı tanınmış, ayrıca bu Şirketlere yapılacak iştiraklerde sermayelerinin ve oy haklarının %5'ini ve aktif toplamının %10'unu aşmalarına imkan tanınmıştır.**

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

Ancak, Tebliğ'in "Gayrimenkullerin ya da gayrimenkule dayalı hakların değerinin, iştirak edilecek şirketin finansal tablolarında yer alan aktif toplamının en az % 75'ini oluşturması" hususu değerlendirme çalışmalarının konusu dışında kaldığından, bu hükme uygunluk hususunda bir çalışma gerçekleştirilmemiştir.

8. SONUÇ

8.1. Nihai Değer Takdiri

İş bu Rapor; **TORUNLAR GYO A.Ş. (Müşteri)**'nin yazılı talebi üzerine, Mülkiyeti Müşteri Şirket'in İştiraki **TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'ye** ait olan ve tapuda; Antalya İli, Kepez İlçesi, Sinan Mahallesi, 025-B-06-C-1 pafta, 28335 ada,

- **96, 108, 109, 110, 117, 118, 119 ve 252 parsel** numaralı tarla,
- **251 parsel** numaralı ve **43/96 hisseli** tarla,

vasıflı gayrimenkullerin **yasal durumunun irdelenmesi, adil piyasa değerinin belirlenmesi ve Malik Şirket (İştirak) hisselerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünde yer almasında herhangi bir kısıt olup olmadığının, tespitine yönelik yapılan çalışmalar sonucunda,**

- I. Değerleme konusu gayrimenkullerin maliki ve Müşteri Şirket'in iştiraki TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş. hisselerinin GYO portföyünde yer almasında herhangi bir sakınca olmadığı,**
- II. 96, 108, 109, 110, 117, 118, 119, 251 (43/96 hissesi), 252 numaralı parseller ve üzerinde yer alan Deepo Outlet Center AVM'nin fiili değerlendirme tarihi itibarıyla ve peşin değer esasına göre, adil piyasa değerinin,**

- **KDV Hariç 238.487.144,00TL**
- **KDV Dahil 281.414.829,92TL**

olduğu kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla



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



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

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