

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Yönetim Kurulu'na,

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Müşteri" veya "Torunlar GYO" veya "Şirket") ve TRN Alishveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş. ("TRN AVM") Yönetim Kurulları (birlikte "Şirketler" olarak anılacaktır), TRN AVM'nin Torunlar GYO'ya devredilmesi suretiyle birleştirilmesine karar vermişlerdir.

Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) doğrultusunda birleşmeye ilişkin uzman kuruluş raporumuzu ("Rapor") hazırlamış bulunmaktayız. Torunlar GYO'nun TRN AVM'yi devralma yoluyla birleşmesi işleminde birleşme oranı hesaplanırken, her iki şirketin mevcut faaliyetleri ve finansal yapısı gözönüne alındığında, Net Aktif Değer yönteminin kullanılmasının adil ve makul olacağı düşünülmüştür.

Bu rapor, TRN AVM ve Torunlar GYO' nun 30 Haziran 2016 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibariyle uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını ve seçilen yöntemlere göre değiştirme oranını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek ve sunmak amacıyla hazırlanmıştır.

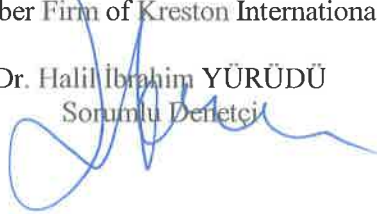
Rapor'da sunulan finansal veriler, tarafımıza Şirketlerin yönetimleri tarafından temin edilmiş olup bu verilerin yada hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Değerleme raporumuz Şirketler'in değerinin belirlenmesi dışında hiç bir amaca yönelik olmayıp Şirketler ve düzenleyici otoriteler (Sermaye Piyasası Kurulu, BİST) kullanımı ile sınırlıdır. Yukarıda yazılanlar dışında, bizim yazılı izniniz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve mevzuat gereği KAP'ta yayınlanmak dışında kamuya açıklanamaz. Bu Rapor'un muhatabı Torunlar GYO olarak kalacaktır.

Kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
Member Firm of Kreston International

Dr. Halil İbrahim YÜRÜDÜ
Sorumlu Denetçi



İstanbul, 10 Kasım 2016

İÇİNDEKİLER	Sayfa
TERİMLER SÖZLÜĞÜ	1
GİRİŞ	2
- Hazırlanış temeli	2
- Sözleşme şartları	2
- Torunlar GYO Şirket Bilgileri	3
- TRN AVM Şirket Bilgileri	3
VARSAYIMLAR	5
- Birleşme Kararı	5
- Ortaklık Yapısı	5
- Kullanılan Finansal Tablolar	5
- Değerleme Metodolojisi	5
DEĞERLEME METODOLOJİSİ	6
- Özkaynak metodolojisi	6
- Piyasa çarpanları metodolojisi	6
- Net Aktif Değer metodolojisi	6
BİRLEŞME ORANI VE HİSSE DEĞİŞİM ORANI HESAPLAMA	7
- Özkaynak Metodolojisi	7
- Piyasa çarpanları metodolojisi	9
- Net Aktif Değer metodolojisi	13
SONUÇ	16
Seçilen Yöntem ve Gerekçesi	16

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

TERİMLER SÖZLÜĞÜ

A.Ş.	: Anonim Şirketi
BİAŞ	: Borsa İstanbul A.Ş.
Torunlar GYO	: Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
TRN AVM	: TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.
Birleşme	: TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.'nin Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye devredilmesi suretiyle birleştirilmesi
Değerleme Tarihi	: 30 Haziran 2016
F / K	: Fiyat / Kazanç
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	: Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
Ata Denetim	: Ata Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.
Özkaynak Değeri	: Şirket Değeri'nden değerleme tarihi itibarıyla faize tabi net borçların düşülmesi ile ulaşılan değerdir.
Rapor	: Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu
Rapor Tarihi	: 10 Kasım 2016
Ş.D.	: Şirket Değeri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
Şirketler	: Torunlar GYO ve TRN AVM
TRFS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

GİRİŞ

Hazırlanış temeli

ATA Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("ATA Denetim"), TRN AVM'nin Torunlar GYO'ya devredilmesi suretiyle birleştirilmesi amacıyla 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla değerlendirme çalışmasını ve birleşme oranı hesaplamasını gerçekleştirmek üzere bağımsız uzman olarak görevlendirilmiştir. Bu rapor, Torunlar GYO ve TRN AVM'nin değerlendirme tarihi itibarıyla uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını, seçilen yöntemlere göre değiştirme oranını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor, Müşteri ve TRN AVM Yönetimleri'nin Ata Denetim'e temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler gözönünde bulundurularak hazırlanmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.

Analizler sonucunda hesaplanan şirket değerleri, değerlemeye konu Şirketler'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek fiyat teklifleriyle alakalı bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Söz konusu üçüncü tarafların ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.

Sözleşme şartları

Bu rapor, Ata Denetim ile Torunlar GYO arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 01 Kasım 2016 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Ata Denetim'in birleşme oranı ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.

Bu rapor, TRN AVM'nin Torunlar GYO'ya devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için birleşme ve değiştirme oranının belirlenmesi doğrultusunda fikir vermek dışında hiç bir amaca yönelik olmayıp, Torunlar GYO ve birleşme gereğiyle yetkili otoritenin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve mevzuat gereği KAP'ta yayınlanmak dışında kamuya açıklanamaz. Rapor'un muhatabı Torunlar GYO'dur.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.’NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Torunlar GYO Şirket Bilgileri

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi (“Torunlar GYO” veya “Şirket”), Yeditepe İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 1996 yılında İstanbul, Türkiye’de kurulmuştur. Şirket’in ünvanı 1996 yılında Toray İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş daha sonrada 25 Ocak 2008 tarihinde yayınlanan Ticaret Sicili Gazetesindeki ana sözleşme değişikliğiyle, Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak 21 Ocak 2008 tarihinde tescil edilmiştir.

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu’na (“SPK”) kayıtlı olup, 21 Ekim 2010 tarihinden itibaren hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem görmektedir.

Şirket’in 30 Haziran 2016 itibarıyla personel sayısı 110’dur ve nihai ana ortağı Torun Ailesi’dir.

Şirket Türkiye’de İstanbul Ticaret Sicil Odası’na kayıtlı olup merkezi aşağıdaki adreste bulunmaktadır:

Rüzgarlıbahçe Mahallesi Özalp Çıkmaşı No: 4 Beykoz 34805 İstanbul / Türkiye.

Şirket’in ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir.

Torunlar GYO’nun 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.407067	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405495	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157563	125,787,817
Toplam		500,000,000.00

Torunlar GYO’nun özet finansal bilgileri aşağıdaki gibidir;

	30.06.2016
Brüt kar / (zarar)	184,402
Faaliyet karı / (zararı)	288,417
Dönem karı / (zararı)	308,949
Toplam varlıklar	9,046,736
Özkaynaklar	5,110,110

Kaynak: Torunlar GYO bağımsız denetim raporu, tutarlar bin Türk Lirası (“TL”) olarak ifade edilmiştir.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.’NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

TRN AVM Şirket Bilgileri

TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş. (“TRN AVM” veya “Şirket”), Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin, 9 Mart 2010 tarihinde gerçekleştirdiği Olağanüstü Genel Kurul’da, Antalya İli, Merkez İlçesi, Koyunlar Köyü’nde bulunan Antalya Deepo Alışveriş Merkezi’ni ve Antalya Kepez Arsaları kayıtlı değerleri üzerinden “kısmi bölünme” yolu ile 31 Mart 2010 tarihi itibarıyla tescil edilen TRN Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim A.Ş.’ye (“TRN AVM”) devretme kararına binayen aynı tarihte İstanbul, Türkiye’de kurulmuştur.

Şirket’in amacı ve ana faaliyet konuları gayrimenkul proje geliştirme ve yönetimidir. Bu kapsamda Şirket, Antalya Deepo AVM’nin ve Büyüme projesi’nin (Mall of Antalya) yönetimini yapmaktadır. Şirket’in kontrolünde bulunan Antalya Kepez Arsalar üzerinde de gelecekte proje geliştirmek üzere kullanılması planlanmaktadır.

Şirket Türkiye’de faaliyet göstermektedir.

Şirket’in 30 Haziran 2016 itibarıyla toplam personel sayısı 41’dir ve nihai ana ortağı Torunlar GYO’dur.

Şirket Türkiye’de İstanbul Ticaret Sicil Odası’na kayıtlı olup merkezi aşağıdaki adreste bulunmaktadır:

Rüzgarlıbahçe Mahallesi Özalp Çıkmazı No: 4 Beykoz 34805 İstanbul / Türkiye.

TRN AVM’nin 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla ortalık yapısı aşağıdaki gibidir;

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Torunlar GYO A.Ş.	% 99.991577	17,948,488
Akay Ulus	% 0.008423	1,512
Toplam		17,950,000

TRN AVM’nin özet finansal bilgileri aşağıdaki gibidir;

	30.06.2016
Brüt kar / (zarar)	9,739,064
Faaliyet karı / (zararı)	126,821,355
Dönem karı / (zararı)	125,039,545
Toplam varlıklar	571,739,837
Özkaynaklar	519,602,249

Kaynak: TRN AVM bağımsız denetim raporu, tutarlar Türk Lirası (“TL”) olarak ifade edilmiştir.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

VARSAYIMLAR

Birleşme Kararı

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurulu 27 Eylül 2016 tarihinde Şirket merkezinde toplanarak;

- 1- Torunlar GYO'nun sermayesine 17,948,488.38 TL'si ile % 99.991579 oranında iştirak ettiği, İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü'nün 730421 sicil numarasında kayıtlı olan 17,950,000 TL'si sermayeli "Trn Alışveriş Merkezleri Yatırım ve Yönetim Anonim Şirketi" ile Sermaye Piyasası Mevzuatı, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 136. – 158. Maddelerinde yer alan hükümler, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 18,19 ve 20. Maddeleri ile 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun II-23.2 sayılı birleşme ve bölünme tebliği maddeleri uyarınca bütün aktif ve pasifi ile birlikte "devir alan" sıfatı ile birleştirilmesine ve gerekli işlemlerin yapılmasına,
- 2- Birleşmenin 30 Haziran 2016 tarihli bilanço değerleri üzerinden yapılmasına,
- 3- Birleşme işlemleri nedeniyle sermaye artırımı yapılacağından bu husus ile ilgili değişim oranının tespit edilmesine yönelik uzman kuruluş görüşünün alınmasına,
- 4- Şirket'in sermayesinin ödenip ödenmediğinin, karşılıksız kalıp kalmadığının, şirket özvarlığının tespitinin ve tapu, gemi ve fikri mülkiyet sicilleri ile benzeri sicillerde kayıtlı malvarlığı bulunduğu bunların gerçeğe uygun değerlerinin tespitinin yaptırılmasına,
- 5- Birleşme işlemi ile ilgili olarak gerekli izinlerin alınması ve duyuru metninin onaylanması için Sermaye Piyasası Kurulu'na müracaat edilmesine,

oybirliği ile karar verilmiştir.

Ortaklık Yapısı

30 Haziran 2016 tarihli Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşme hesaplamasında, Şirketlere ait en güncel ortaklık yapıları göz önünde bulundurulmuştur.

Kullanılan Finansal Tablolar

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşme oranlarının hesaplanması 30 Haziran 2016 tarihi itibarıyla hesaplanan değerleme çalışmaları göz önünde bulundurularak yapılmıştır. Denetimden geçmiş VUK'a ve TMS'ye uygun 30 Haziran 2016 tarihinde sona eren döneme ait finansalları Şirket yönetimi tarafından tarafımıza iletilmiştir. Bu bilgilerin doğru ve gerçeği yansıttığı varsayılmış, bilgilerin doğruluğu herhangi bir teste veya denetime tabi tutulmamıştır.

Değerleme Metodolojisi

Torunlar GYO'nun TRN AVM'yi devralma yoluyla birleşmesi sonucu hesaplanacak birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonrası ulaşılmaması gereken sermaye tutarının tespitinde Özkaynak, Piyasa Çarpanları ve Net Aktif Değer metodolojileri kullanılmıştır.

TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU

DEĞERLEME METODOLOJİSİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca, Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmesine ilişkin hisse değişim oranı uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak belirlenmiştir.

Özkaynak metodolojisi

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşme işlemi sonucu hesaplanacak birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarının tespitinde kullanılacak olan 3 farklı değerlendirme yönteminden ilki Özkaynak Metodolojisidir. Şirketler'in değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve VUK'a uygun olarak hazırlanmış mali tablolarında belirtilen defter değeri, özkaynak tutarıdır.

Şirketler'in özkaynak tutarı, mali tablolarında belirtilen tarih itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir, pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır. Torunlar GYO ve TRN AVM için değerlendirme tarihi itibarıyla VUK'a uygun olarak hazırlanmış finansal tablolar değerlendirme kapsamında dikkate alınmıştır.

Piyasa çarpanları metodolojisi

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşme işlemi sonucu hesaplanacak birleşme oranı, değiştirme oranı ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarının tespitinde kullanılacak olan bir diğer yöntemde Piyasa Çarpanları metodolojisidir.

Torunlar GYO ve TRN AVM, değerlendirme tarihi itibarıyla aktifleri ile değer yaratan şirketlerdir. Bu nedenle Piyasa Çarpanları Metodolojisi Şirketler'in bilançoları temel alınarak uygulanmıştır.

Torunlar GYO ve TRN AVM bulundukları coğrafi konum, büyüklükleri, faaliyet gösterdikleri sektör ve genel faaliyetleri değerlendirildiğinde benzerlik göstermektedir ve bu sebeplerden dolayı piyasa çarpanları metodolojisi uygulanırken Şirketler için aynı şirket grubu ve aynı çarpanlar kullanılmıştır. Bir önceki paragrafta açıklanan sebeplerden dolayı piyasa çarpanlarında Fiyat/ToplamVarlıklar ve Fiyat/Defter Değeri çarpanları hesaplanmış ve dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer metodolojisi

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşme oranı hesaplamasında kullanılacak 3. Metot olarak Net Aktif Değer ("NAD") metodolojisi dikkate alınmıştır. Şirket'in net aktif değeri tespitinde, Torunlar GYO ve TRN AVM'nin 30 Haziran 2016 olan değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış olduğu UFRS ile uyumlu olarak düzenlenmiş finansal tablolar esas alınmıştır. Net Aktif Değer metodunda varlıkların değerinden borçların düşülmesiyle şirketlerin net aktif değerine ulaşılmıştır. Net Aktif Değeri, şirketin bilançosundaki her aktif ve pasif kaleminin bugünkü piyasa değerlerine getirilmesiyle belirlenir.

Net Aktif Değer metodolojisi en çok, değerlin sürekli operasyonlarda değilde aktiflerde bulunduğu şirketlere uygulanabilir. Aktif yoğunluğu olan şirketlerde, söz konusu aktifler işletmenin başarısı için ana unsurlardır. Net Aktif Değer metodolojisi incelemeleri ve açıklamaları ilerleyen sayfalarda detaylı olarak anlatılmaktadır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

BİRLEŞME ORANI VE HİSSE DEĞİŞİM ORANI HESAPLAMA

Özkaynak Metodolojisi

Torunlar GYO ve TRN AVM Özsermaye Değerleri

Torunlar GYO Öz kaynak Değeri		TRN AVM Öz kaynak Değeri	
VUK 30 Haziran 2016		VUK 30 Haziran 2016	
Özkaynaklar		Özkaynaklar	
Ödenmiş sermaye	500,000,000	Ödenmiş sermaye	17,950,000
Sermaye düzeltme farkları	-	Sermaye düzeltme farkları	257,191
Pay ihraç primleri	25,770,000	Pay ihraç primleri	-
Geri alınmış paylar	(1,195,329)	Geri alınmış paylar	-
Kardan ayrılan yedekler	589,026,640	Kardan ayrılan yedekler	6,084,315
Geçmiş yıl karları	-	Geçmiş yıl karları	9,477,387
Net dönem karı	179,267,939	Net dönem karı	6,575,408
Özkaynak Değeri	1,292,869,250	Özkaynak Değeri	40,344,301

Özkaynak Metoduna Göre Birleşmeye Esas Değer				30 Haziran 2016
	Devralan ortaklık: Torunlar GYO	Devrolan ortaklık: TRN AVM		Toplam
Sermaye tutarı	500,000,000	17,950,000		
Özkaynak Değeri (Özkaynak Metoduna Göre)	1,292,869,250	40,344,301		
Torunlar GYO'nun TRY AVM'deki payı	-	(40,340,903)		
Birleşmeye esas değer	1,292,869,250	3,398		1,292,872,648

Özkaynak Metoduna Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

$$\begin{aligned} \text{Birleşme oranı} &= \frac{1,292,869,250}{1,292,872,648} = \% 99.999737 \\ \text{Birleşme sonrası sermaye} &= \frac{500,000,000}{\% 99.999737} = 500,001,314 \\ \text{Artırılacak sermaye} &= 500,001,314 - 500,000,000 = 1,314 \\ \text{Değişirme oranı} &= \frac{1,314}{17,950,000} = 0.000073 \end{aligned}$$

Özkaynak Metodolojisine göre, Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanan geçici vergisi beyannamesinde belirtilen özkaynak tutarları dikkate alınmıştır.

Birleşmeye esas özkaynak tutarı dikkate alındığında birleşme oranı % 99.999737, artırılacak sermaye 1,314 TL ve değişirme oranı 0.000073 olarak hesaplanmıştır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Torunlar GYO Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.407067	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405495	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157563	125,787,817
Toplam		500,000,000.00

TRN AVM Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Torunlar GYO A.Ş.	% 99.991577	17,948,488
Akay Ulus	% 0.008423	1,512
Toplam		17,950,000

Torunlar GYO Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.406969	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405397	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157497	125,787,817
Akay Ulus	% 0.000263	1,314
Toplam		500,001,314

Yukarıdaki tablolarda Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmeden önceki sermaye yapıları ve Özkaynak metodolojisine göre birleşme sonrasında Torunlar GYO'nun sermaye yapısı yer almaktadır.

Özkaynak metodolojisine göre birleşme sonrası Torunlar GYO'nun sermayesi 500,000,000 TL'den 500,001,314 TL'ye çıkmaktadır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Piyasa Çarpanları Metodolojisi

Benzer Şirket Analizi	Piyasa Değeri (PD)	Fiyat / Toplam Varlıklar	Fiyat / Defter Değeri
AKFEN GMYO	255,760,000	0.16	0.32
NUROL GMYO	341,600,000	0.18	2.24
SINPAS GMYO	378,000,000	0.18	0.36
KILER GMYO	236,840,000	0.19	0.31
IS GMYO	1,428,000,000	0.32	0.50
AKIS GMYO	586,000,000	0.33	0.55
SAF GMYO	771,343,452	0.38	0.58
DENİZ GMYO	72,000,000	0.38	0.38
AVRASYA GMYO	64,080,000	0.47	0.51
ATAKULE GMYO	143,640,000	0.49	0.49
ALARKO GMYO	321,653,979	0.55	0.55
EMLAK KONUT GMYO	10,868,000,000	0.57	1.13
HALK GMYO	703,100,000	0.66	0.78
DOGUS GMYO	781,596,053	0.93	1.04
ATA GMYO	110,912,500	1.73	3.18
AKMERKEZ GMYO	627,898,400	2.80	3.32
Ortalama		0.64	1.02
Median		0.43	0.55
Maksimum		2.80	3.32
Minimum		0.16	0.31

Torunlar GYO - Benzer Şirketler Analizi - Toplam Varlıklar

30 Haziran 2016	Fiyat / Toplam Varlıklar	
	Düşük	Yüksek
Seçilen çarpan	0.43	0.64
Torunlar GYO Toplam Varlıklar	9,046,736,000	9,046,736,000
Özsermaye Değeri	3,851,717,243	5,822,572,944
Ortalama	4,837,145,094	

Torunlar GYO - Benzer Şirketler Analizi - Defter Değeri

30 Haziran 2016	Fiyat / Defter Değeri	
	Düşük	Yüksek
Seçilen çarpan	0.55	1.02
Torunlar Defter Değeri	5,110,110,000	5,110,110,000
Özsermaye Değeri	2,813,414,737	5,194,972,763
Ortalama	4,004,193,750	
F / TV ve F / DD Ortalaması	4,420,669,422	

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

TRN AVM - Benzer Şirketler Analizi - Toplam Varlıklar

30 Haziran 2016	Fiyat / Toplam Varlıklar	
	Düşük	Yüksek
Seçilen çarpan	0.43	0.64
TRN AVM Toplam Varlıklar	571,739,837	571,739,837
Özsermaye Değeri	243,422,621	367,977,678
Ortalama	305,700,150	

TRN AVM - Benzer Şirketler Analizi - Defter Değeri

30 Haziran 2016	Fiyat / Defter Değeri	
	Düşük	Yüksek
Seçilen çarpan	0.55	1.02
TRN AVM Defter Değeri	519,602,249	519,602,249
Özsermaye Değeri	286,071,459	528,231,199
Ortalama	407,151,329	
F / TV ve F / DD Ortalaması	356,425,740	

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin bulundukları coğrafi konum, büyüklükleri ve faaliyet gösterdikleri sektör değerlendirildiğinde benzerlik göstermektedir. Bu sebeplerden dolayı piyasa çarpanları metodolojisi uygulanırken Şirketler için aynı şirket grubu ve aynı çarpanlar kullanılmıştır.

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin Toplam Varlıklar Değerleri ve Defter Değerleri 30 Haziran 2016 tarihli bağımsız denetim raporlarından elde edilmiştir. Piyasa Çarpanları Metodolojisine göre Şirketler Özsermaye Değerleri hesaplanırken Fiyat / Toplam Varlıklar ve Fiyat / Defter Değeri çarpanları kullanılmış olup, özsermaye değeri iki çarpanın ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Piyasa Çarpanları Metoduna Göre Birleşmeye Esas Değer

	Devralan ortaklık: Torunlar GYO	Devrolan ortaklık: TRN AVM	30 Haziran 2016 Toplam
Sermaye tutarı	500,000,000	17,950,000	
Özkaynak değeri (Piyasa Çarpanları Metoduna Göre)	4,420,669,422	356,425,740	
Torunlar GYO'nun TRY AVM'deki payı	-	(356,395,717)	
Birleşmeye esas değer	4,420,669,422	30,023	4,420,699,445

Piyasa Çarpanları Metoduna Göre Birleşme ve Değişirme Oranı

$$\begin{aligned}\text{Birleşme oranı} &= \frac{4,420,669,422}{4,420,699,445} = \% 99.999321 \\ \text{Birleşme sonrası sermaye} &= \frac{500,000,000}{\% 99.999321} = 500,003,396 \\ \text{Artırılacak sermaye} &= 500,003,396 - 500,000,000 = 3,396 \\ \text{Değişirme oranı} &= \frac{3,396}{17,950,000} = 0.000189\end{aligned}$$

Torunlar GYO ve TRN AVM'nin Toplam Varlıkları ve Defter Değerleri 30 Haziran 2016 tarihli bağımsız denetim raporlarından elde edilmiştir. Piyasa Çarpanları Metodolojisine göre Şirketler için Fiyat / Toplam Varlıklar ve Fiyat / Defter Değeri çarpanları kullanılmıştır ve iki çarpanın ortalaması alınarak birleşmeye esas değerler hesaplanmıştır.

Buna göre birleşmeye esas Torunlar GYO'nun Özsermaye Değeri 4,420,669,422 TL, TRN AVM'nin Özsermaye Değeri ise 356,425,740 TL olarak hesaplanmıştır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Torunlar GYO Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.407067	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405495	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157563	125,787,817
Toplam		500,000,000

TRN AVM Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Torunlar GYO A.Ş.	% 99.991577	17,948,488
Akay Ulus	% 0.008423	1,512
Toplam		17,950,000

Torunlar GYO Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.406813	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405241	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157393	125,787,817
Akay Ulus	% 0.000679	3,396
Toplam		500,003,396

Tablolarda Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmeden önceki sermaye yapıları ve Piyasa Çarpanları metodolojisine göre birleşme sonrasında Torunlar GYO'nun sermaye yapısı yer almaktadır.

Piyasa Çarpanları metodolojisine göre birleşme sonrası Torunlar GYO'nun sermayesi 500,000,000 TL'den 500,003,396 TL'ye çıkmaktadır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Net Aktif Değer Metodolojisi

	UFRS
Torunlar GYO - Net Aktif Değer	30 Haziran 2016
Toplam Varlıklar	9,046,736,000
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,936,626,000
Net Aktif Değer	5,110,110,000

	UFRS
TRN AVM - Net Aktif Değer	30 Haziran 2016
Toplam Varlıklar	571,739,837
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	52,137,588
Net Aktif Dğer	519,602,249

Net Aktif Değer Yöntemi ile hesaplanmış Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmeye esas Özkaynak Değerleri yukarıda yer alan tablolarda ayrı ayrı gösterilmiştir.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Net Aktif Değer Metoduna Göre Birleşmeye Esas Değer

	Devralan ortaklık: Torunlar GYO	Devrolan ortaklık: TRN AVM	30 Haziran 2016 Toplam
Sermaye tutarı	500,000,000	17,950,000	
Net Aktif Değer (Net Aktif Değer Metoduna Göre)	5,110,110,000	519,602,249	
Torunlar GYO'nun TRY AVM'deki payı	-	(519,558,481)	
Birleşmeye esas değer	5,110,110,000	43,768	5,110,153,768

Net Aktif Değer Metoduna Göre Birleşme ve Değiştirme Oranı

$$\begin{aligned}\text{Birleşme oranı} &= \frac{5,110,110,000}{5,110,153,768} = \% 99.999144 \\ \text{Birleşme sonrası sermaye} &= \frac{500,000,000}{\% 99.999144} = 500,004,283 \\ \text{Artırılacak sermaye} &= 500,004,283 - 500,000,000 = 4,283 \\ \text{Değiştirme oranı} &= \frac{4,283}{17,950,000} = 0.000239\end{aligned}$$

Net Aktif Değer Metodolojisine göre, Torunlar GYO ve TRN AVM'nin birleşmeye esas özkaynak tutarı belirlenirken, değerleme tarihi itibarıyla hazırlanan finansal tablolar dikkate alınmıştır.

Şirketlerin birleşmeye esas Özkaynak Değerleri belirlenirken değerleme tarihi itibarıyla tarafımızca hesaplanan Net Aktif Değerleri dikkate alınmıştır. Torunlar GYO ve TRN AVM'nin Net Aktif Değeri Metodolojisine göre birleşmeye esas Özkaynak Değerleri sırasıyla 5,110,110,000 TL ve 519,602,249 TL olarak hesaplanmıştır.

Yukarıda belirtilen birleşmeye esas özkaynak ve sermaye tutarları dikkate alındığında birleşme oranı % 99.999144, artırılacak sermaye 4,283 TL ve değiştirme oranı 0.000239 olarak hesaplanmıştır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.'NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

Torunlar GYO Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.407067	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405495	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157563	125,787,817
Toplam		500,000,000

TRN AVM Birleşme Öncesi Sermaye Yapısı

	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Torunlar GYO A.Ş.	% 99.991577	17,948,488
Akay Ulus	% 0.008423	1,512
Toplam		17,950,000

Torunlar GYO Birleşme Sonrası Sermaye Yapısı

	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)
Aziz Torun	% 37.406747	187,035,337
Mehmet Torun	% 37.405175	187,027,475
Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.	% 0.028302	141,509
Mahmut Karabıyık	% 0.001572	7,862
Diğer (Halka açık kısım)	% 25.157348	125,787,817
Akay Ulus	% 0.000857	4,283
Toplam		500,004,283

Tablolarda Torunlar GYO ve TRN AVM birleşmeden önceki sermaye yapıları ve Net Aktif Değer metodolojisine göre birleşme sonrasında Torunlar GYO'nun sermaye yapısı yer almaktadır.

Net Aktif Değer metodolojisine göre birleşme sonrası Torunlar GYO'nun sermayesi 500,000,000 TL'den 500,004,283 TL'ye çıkmaktadır.

**TORUNLAR GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE
TRN ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ YATIRIM VE YÖNETİM A.Ş.’NİN
BİRLEŞMESİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

SONUÇ

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

SPK Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23-2)’nde düzenlendiği üzere, Torunlar GYO ve TRN AVM’nin birleşmesi işleminde birleşme oranı, hisse değişim (veya ”değiştirme”) oranı ve birleşme sonucunda artırılabilecek sermaye tutarı uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanmıştır. Torunlar GYO ve TRN AVM’nin birleşmesi işleminde, birleşme oranı, hisse değişim oranı ve birleşme sonucunda ulaşılabilecek sermaye tutarının belirlenmesi amacıyla, “Özkaynak” metodu, “Piyasa Çarpanları” metodu ve “Net Aktif Değer” metodu olmak üzere uluslararası değerlendirme standartlarına göre kabul görmüş 3 farklı yöntem kullanılmıştır. Değiştirme oranı hesaplanırken bu üç yöntem içerisinde net aktif değer yöntemi dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.

Değerleme tarihi itibarıyla Torunlar GYO’nun gayrimenkul yatırım ortaklığı olması ve TRN AVM’nin de yatırım amaçlı gayrimenkulünde elde ettiği gelirler sebebiyle ve şirket aktiflerinden kazanç sağlayan bir yapı içinde olduğu için net aktif değer metodolojisi en doğruyu yansıtacaktır.

Piyasa Çarpanları yöntemi uygulanırken Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektöründe faaliyet gösteren ve faaliyetleri açısından Torunlar GYO ve TRN AVM ile benzerlik gösteren şirketler analiz edilmiştir. Ancak, Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bulunduğu yatırım amaçlı gayrimenkul yapısı, kullanım amaçları, kira getirileri ve bulundukları lokasyonlara göre çok farklılık göstermeleri bu yöntemin uygulanmasında zorluklardan biri olmuştur.

Net Aktif Değer metodolojisi en çok, değer sürekli operasyonlarda değil de aktiflerde bulunduğu şirketlere uygulanabilir. Aktif yoğunluğu olan şirketlerde, söz konusu aktifler işletmenin başarısı için ana unsurlardır. Yapılan düzeltmelerle birlikte Net Aktif Değer yönteminin değerlendirme yöntemleri arasında en uygunu olduğu düşünülmüş ve Net Aktif Değer metodu dikkate alınarak birleşme oranları, hisse değişim oranları ve artırılabilecek sermaye tutarları belirlenmiştir.

Net Aktif Değer Yöntemine göre hesaplanan ve aşağıdaki tabloda belirtilen birleşme oranı % 99.999144, değiştirme oranı 0.000239 ve artırılabilecek sermaye tutarı da 4,283 TL olarak hesaplanmaktadır. Net Aktif Değer Yöntemi kullanılmak suretiyle hesaplanan “Değiştirme Oranı”nın adil ve makul olduğu değerlendirilmektedir.

Torunlar GYO – TRN AVM Birleşme Çalışması Özet Sonuçları

	Net Aktif Değer Yöntemi		Piyasa Çarpanları Yöntemi		Özkaynak Yöntemi	
	Torunlar GYO	TRN AVM	Torunlar GYO	TRN AVM	Torunlar GYO	TRN AVM
Birleşmeye esas değer	5,110,110,000	43,768.17	4,420,669,422	30,023.16	1,292,869,250	3,398.36
Birleşme Oranı	% 99.999144		% 99.999321		% 99.999737	
Birleşme Sonrası Sermaye	500,004,283		500,003,396		500,001,314	
Artırılabilecek Sermaye	4,283		3,396		1,314	
Değiştirme Oranı	0.000239		0.000189		0.000073	