

PANORA GYO A.ř.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Mayıs 2013



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum.....	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
5	Görüş	8

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı kararına istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Deniz Yatırım") Konsorsiyum Lideri olarak Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Panora GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arz Öncesi Sermaye	87.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	87.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	21.750.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	21.750.000 TL
Halka Açıklık Oranı	% 25
Tahsisat	
Yurtiçi Kurumsal	%10
Yurtiçi Bireysel	%90
Konsorsiyum Lideri	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Halka Arz Satış Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı ile Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Fiyat	4,70 TL
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Teşvik	Ortaklar 90 gün sonunda satılan payların halka arz fiyatı üzerine faiz işletilerek 90 gün sonunda %100 geri alım garantisi vermiştir
Taahhüt	2 yıl boyunca Yeni Pay Satmama ve Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama
Temettü Planı	Faaliyet süresi boyunca dağıtılabilir karın %75'inin dağıtılması planlanmaktadır
Halka Arz Tarihi	15-16-17 Mayıs

Kaynak: Deniz Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Hisse Grubu	Arz Öncesi Yapı		Arz Sonrası Yapı	
		Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı (%)	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı (%)
Salih Bezci	A	5.000	15,3	5.000	11,4
	B	13.262.500		9.945.625	
Rıfat Hisarcıkloğlu	A	5.000	8,7	5.000	8,7
	B	7.541.200		7.541.200	
Sinan Aygün	A	5.000	11,5	5.000	8,6
	B	10.000.000		7.498.750	
Bekir Akar	B	4.785.000	5,5	3.588.750	4,1
Diğer 49 Ortak	B	51.396.300	53,0	36.660.675	42,1
Halka Açık	B	-	0,0	21.750.000	25,0
Toplam A Grubu Hisse		15.000		15.000	
Toplam B Grubu Hisse		86.985.000		86.985.000	
TOPLAM		87.000.000	100,0	87.000.000	100,0

Kaynak: Deniz Yatırım

Salih Bezci, Rıfat Hisarcıkloğlu ve Sinan Aygün'ün A tipi imtiyazlı payları bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin yarısı A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilmek zorundadır. Ortaklık paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren ikinci yolun sonunda imtiyazlar ortadan kalkacaktır. Ortaklık pay sahiplerinden Rıfat Hisarcıkloğlu ve Salih Bezci bir arada lider sermayedardır.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Panora GYO") Ankara Çankaya'da 2007 yılından beri faaliyet gösteren Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi'nin ("Panora AVYM") sahibi olan, tek varlık odaklı bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır.

Panora AVYM 179.565 m² inşaat alanına, 86.242 m² kiralanabilir alana sahiptir. Panora AVYM'de toplamda 242 adet bağımsız bölüm halinde kiralanabilir alan planlanmıştır. Alışveriş merkezinde yer alan mevcut kiracı mağazaların kategorilerine göre alansal dağılımı aşağıda listelenmiştir. Panora AVYM 2012 yıl sonu itibariyle %98 doluluk alanına sahiptir.

Tablo 3 Kiralanabilir Alan Dağılımı

Fonksiyon	Alan (m ²)
Dükkan Alanları	84.956,0
Depo Alanları	924,5
Kiosk ve Stand Alanları	257,0
Baz İstasyonu	105,0
Toplam	86.242,5

Panora AVYM 31.12.2012 itibariyle TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından değerlendirilmiş ve gelir indirgeme yaklaşımıyla 592 milyon TL değer hesaplanmıştır.

Tablo 4 Doluluk Oranları (ortalama)

	2008	2009	2010	2011	2012
Doluluk Oranları	%84	%94	%92	%95	%97

Panora GYO'da 9 kişi; Panora GYO'nun %100 hissesine sahip olduğu Panora İşletmecilik'te 47 kişi çalışmaktadır.

3 Finansal Durum

Şirket'in mali tabloları incelendiğinde varlık tarafında Panora AVYM'nin değeri, pasif tarafında ise özsermaye ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü göze çarpmaktadır. Ancak Şirket GYO dönüşümünden sonra kurumlar vergisinden muaf olduğu için bilançoda önemli yer kaplayan ertelenmiş vergi yükümlülüğü geçerliliğini yitirmiştir. Bu sebeple Şirket'in bağımsız denetimini yapan DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (Deloitte), ilgili değişikliği ve dağıtım kararı alınan 2012 temettüsünü de dikkate alarak proforma mali tabloları hazırlamıştır.

Tablo 5 Panora GYO Mali Tablolar

BİLANÇO (mn TL)	31 Aralık 2011	31 Aralık 2012	31 Aralık 2012(P)*
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,7	13,1	13,1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	121,4	592,0	592,0
Diğer Varlıklar	9,6	5,9	5,9
Aktif Toplamı	136,7	611,0	611,0
Temettü Ödemesi Karşılığı	0	0	23,9
Diğer	9,4	5,5	5,5
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0,0	97,4	0,0
Özkaynaklar	127,3	508,1	581,6

GELİR TABLOSU (mn TL)	2011	2012	2012(P)*
Satış Gelirleri	43,1	48,8	48,8
Satışların Maliyeti	(15,2)	(16,3)	(16,3)
Brüt Kar	27,9	32,6	32,6
Faaliyet Karı/(zararı)	24,1	29,0	29,0
Net Finansal Gelirler	(1,9)	1,0	1,0
Vergi Gideri	(3,5)	(5,7)	(3,1)
Dönem Karı	18,6	24,2	26,8

*2012 Proforma

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2012 yılsonu itibariyle temettü ödemesi haricinde kayda değer bir finansal borcu bulunmamaktadır.

Gelir tablosu incelendiğinde satış gelirlerinin geçtiğimiz yıllarda düzenli olarak arttığı görülmektedir. İlgili artışın sebebi doluluk oranlarının artması ve 2009 yılından beri yapılmış olan kira indirimlerinin geçerliliklerini kaybetmesidir. Panora AVYM ortak alan giderleri için kira haricinde ayrıca aidat toplamakta olup, ilgili giderler toplam satış gelirleri içerisinde gösterilmiştir.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında Düzeltilmiş Net Aktif Değeri yönteminin yanı sıra;

- Piyasa Değeri Net Aktif Değer Karşılaştırması
- FD / FAVÖK (Firma Değeri/2012 yılı Faiz, Amortisman, Vergi ve Kira Öncesi Karı)
- Kira Geliri ile Firma Değeri Karşılaştırması

yöntemleri kullanılarak benzer şirket analizi yapılmıştır.

Hesaplamalara göre Özsermaye Değeri hesaplaması yapılmış ve aşağıdaki tabloda gösterilen oranlarda ağırlıklandırma yapılarak Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerleri bulunmuştur.

Tablo 6 Değerleme

Değerleme Metodolojisi	Özsermaye Değeri (mn TL)	Halka Arz Fiyatına Göre Prim/İskonto (%)
Düzeltilmiş Net Aktif Değeri	581,6	-29,7
Piyasa Değeri / Net Aktif Değer	420,0	-2,6
FD/ FAVÖK	450,6	-9,3
Kira Geliri / Firma Değeri	404,6	1,1

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım tarafından Deniz Yatırım'ın hazırladığı değerlendirme çalışması incelenmiş ve net aktif değerleri baz alan bir çarpan analizi yapılmıştır.

Tablo 7 Çarpan Analizinde Kullanılan Benzer Şirketler

Şirket	Net Aktif Değer (mn TL)	Piyasa Değeri* (mn TL)	Prim / İskonto (%)
Emlak	7.866	7.650	-3
Torunlar	2.847	2.185	-23
İş	1.813	1.020	-44
Saf	1.064	780	-27
Sinpaş	1.749	912	-48
Halk	1.209	788	-35
Akmerkez	1.031	691	-33
Vakıf	234	477	104
Nurol	73	303	315
Özak	975	311	-68
Toplam	18.862	15.118	-20

*Piyasa değerleri 9 Mayıs itibarıyla.

Kaynak: İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü

Sektör genelinde GYO'ların iskonto oranı %20 seviyesindeyken, konut odaklı Emlak Konut GYO ve Sinpaş GYO hariç tutulduğunda bu oran %29'a ulaşmaktadır.

Buna göre, çarpan analizi özsermaye değeri için **412,3 milyon TL - 466,1 milyon TL**, birim hisse fiyatı için de **4,74-5,36 TL** aralığını vermektedir.

Konsorsiyum Lideri Deniz Yatırım tarafından belirlenen halka arz fiyatı ise **4,70 TL**'dir.

Panora AVYM, açılışının üzerinden 5 yılın üzerinde süre geçmiş olan kira karması oturmuş bir alışveriş merkezidir. Bu sebeple kira gelirlerinin sürdürülebilir olduğu düşünülmektedir. Gelirlerin tek bir varlığa dayalı olması risk unsuru yaratsa da operasyonel bir alışveriş merkezinin dağıtılabilir karın %75'ini nakit temettü olarak dağıtacağı taahhüdünü vermesi önemlidir.

SONUÇ OLARAK;

Sayıdığımız faktörler ve iskonto oranları dikkate alındığında Konsorsiyum Lideri Deniz Yatırım tarafından belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.