

**Bu rapor, SPK'nın 12.02.2013 tarih ve 5/145 nolu İlke Kararı'nda bahse konu halka arza aracılık eden kuruluş dışında farklı bir kuruluş tarafından hazırlanan rapor kapsamında olmayıp, sadece müşterilerimizi bilgilendirme amaçlıdır. Tüm bilgiler halka arz izahnamesinden ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmış, herhangi bir yorum ya da öneri eklenmemiştir.**

**Şirket Tarihçesi:**

2004 yılında Merkez Müteahhitlik Turizm ve Tic. A.Ş. beş ortakla kurulmuştur. Aynı yıl Panora AVM'nin inşaatı başlamış, 2007 yılının Aralık ayında Panora AVYM açılmıştır.

2007 yılında Panora İşlemecilik ve Ticaret A.Ş., Merkez Müteahhitlik'in (%80) bağlı ortaklığı olarak kurulmuştur.

2009 yılında Panora AVM ICSC(Uluslararası Alış-Veriş Merkezleri Konseyi) tarafından en büyük AVM'ler kategorisinde jüri özel ödülüne layık görülmüştür.

2013 yılında Merkez Müteahhitlik, Panora GYO'ya dönüşmüştür. Panora İşlemecilik ve Ticaret A.Ş.'deki Panora GYO payı %80'den %100'e çıkarılmıştır.

Yaklaşık 85.000 m<sup>2</sup> lik mağaza alanında 190'dan fazla marka ile ziyaretçilere hizmet veren Panora AVM, ortalama günlük hafta içi 10-18 bin, haftasonu ise 22-35 bin ziyaretçiye sadece bir alışveriş merkezi olarak değil aynı zamanda bir yaşam merkezi olarak da hizmet vermektedir.

### Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Öncesi Sermaye	87.000.000
Sermaye Artırımı	0
Ortak Satışı	21.750.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	87.000.000
Halka Açıklık Oranı	25,0%
Halka Arz Fiyatı	4,70
Halka Arz Büyüklüğü	102.225.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	408.900.000
Aracı Kurum	Deniz Yatırım
Kote Olunacak Borsa	BIST -Ulusal Pazar
Kote Olunacak Hisse Tipi	B Grubu
Halka Arz Yapısı	Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel %90 Yurtiçi Kurumsal %10

### **Halka Arz Taahhütleri**

Şirket ortaklığının, Şirket paylarını BİST’de işlem görmesini takip eden 2 yıl boyunca satmama, Şirket’in 2 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü bulunmaktadır.

Ortaklar, halka arz edilen payların tamamını primli fiyattan geri alabilecek kaynağı tahsis edecektir. Halka arzdan pay alan tüm başvuru sahipleri teşvikten yararlanabilecektir.

### **Temettü Politikası**

Şirket’in esas sözleşmesinin kar dağıtım maddesine “Bu esaslar çerçevesinde ortaklık, her yıl pay sahiplerine yıllık dağıtılabilir net karın %75’ini nakden dağıtacaktır” ifadesi eklemiştir.

### **İmtiyazlı Paylar**

İmtiyazlı Paylar GYO dönüşümü öncesi lider sermayedar şartını yerine getirme amacı ile oluşturulmuştur. İmtiyazlı payların, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulu üyelerinin yarısı A Grubu pay sahipleri tarafından seçilmek zorundadır.

Ortaklık paylarının Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 2.(ikinci) yılın sonunda imtiyazlar kendiliğinden ortadan kalkacaktır.

## Mali ve Finansal Veriler (Milyon TL)

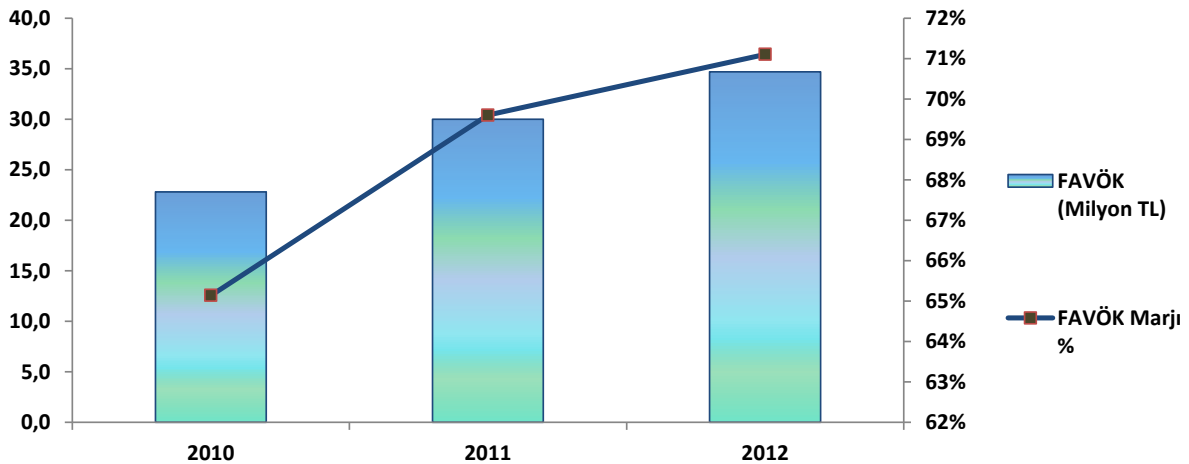
<b>AKTİF</b>			
	<b>31.21.2010</b>	<b>31.21.2011</b>	<b>31.12.2012</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>17,1</b>
Hazır Değerler	4,4	5,7	13,1
Ticari Alacaklar	2,7	2,8	3,5
Diğer Alacaklar	1,3	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	4,4	2,8	0,5
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>133,1</b>	<b>125,2</b>	<b>593,9</b>
Maddi Duran Varlıklar	0,5	0,4	0,4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	126,0	121,4	592,0
Diğer Duran Varlıklar	1,4	1,7	1,5
Ertelenen Vergi Varlığı	5,2	1,7	-
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>145,9</b>	<b>136,5</b>	<b>611,0</b>
<b>PASİF</b>			
	<b>31.21.2010</b>	<b>31.21.2011</b>	<b>31.12.2012</b>
<b>YABANCI KAYNAKLAR Kısa Vade</b>	<b>25,7</b>	<b>7,9</b>	<b>5,0</b>
Mali Borçlar	18,8	2,8	-
Ticari Borçlar	3,2	2,2	1,7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,5	-	1,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş	-	-	0,1
Karşılıklar	-	-	0,1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,2	2,9	2,1
<b>YABANCI KAYNAKLAR Uzun Vade</b>	<b>5,5</b>	<b>1,5</b>	<b>97,8</b>
Mali Borçlar	2,3	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,1	1,4	0,2
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş	0,1	0,1	0,2
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	97,4
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>114,6</b>	<b>127,4</b>	<b>508,0</b>
Ödenmiş Sermaye	87,0	87,0	87,0
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	0,0	0,0	0,0
Değer Artış Fonu	0,0	0,0	0,0
Kar Yedekleri	0,0	0,9	3,8
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	8,6	20,9	393,2
Dönem Net Karı (Zararı)	19,1	18,7	24,1
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-0,1	-0,1	-0,1
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>145,8</b>	<b>136,8</b>	<b>610,8</b>

### GELİR TABLOSU

	2010	2011	2012
<b>SATIŞLAR</b>	<b>35,0</b>	<b>43,1</b>	<b>48,8</b>
<b>SATIŞLARIN MALİYETİ ( - )</b>	<b>(14,8)</b>	<b>(15,2)</b>	<b>(16,3)</b>
<b>BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI</b>	<b>20,2</b>	<b>27,9</b>	<b>32,5</b>
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	(2,5)	(3,2)	(3,0)
Genel Yönetim Giderleri	(0,7)	(0,6)	(0,6)
Araştırma Geliştirme Giderleri	-	-	-
<b>FAALİYET GİDERLERİ</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(3,6)</b>
<b>FAALİYET KARI VEYA ZARARI</b>	<b>17,0</b>	<b>24,1</b>	<b>28,9</b>
Diğer Faaliyet Gelirleri	7,6	0,1	0,2
Diğer Faaliyet Giderleri	(0,3)	(0,2)	(0,2)
Finansal Gelirler	0,7	0,4	1,0
Finansal Giderler	(2,1)	(2,3)	(0,1)
<b>İrdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>22,9</b>	<b>22,1</b>	<b>29,8</b>
Dönem Vergi Gideri	(2,1)	-	(1,4)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	(1,8)	(3,5)	(4,3)
<b>Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>19,0</b>	<b>18,6</b>	<b>24,1</b>
Amortisman ve İtfa Payları	5,8	5,9	5,8
<b>FAVÖK</b>	<b>22,8</b>	<b>30,0</b>	<b>34,7</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>71%</b>

### FAVÖK & FAVÖK Marjı

	2010	2011	2012
<b>FAVÖK (Milyon TL )</b>	<b>22,8</b>	<b>30,0</b>	<b>34,7</b>
<b>FAVÖK Marjı %</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>	<b>71%</b>



Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu çalışmasında, Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde; Düzeltilmiş Net Aktif Değeri ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemleri kullanıldığı görülmüştür.

### **Düzeltilmiş Net Aktif Değer**

Şirket'e ait 31.12.2012 tarihli proforma mali tablolara göre; Yatırım Amaçlı gayrimenkullerinin rayiç değeri 592 milyon TL ile para ve sermaye piyasası araçları, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerinin toplamı 19 milyon TL'dir. Bu şekilde varlıklarının rayiç değer toplamı 611 milyon TL'dir.

Yine, Şirket'e ait 31.12.2012 proforma hazırlanan mali tablolarda yer alan yükümlülükler toplamının 29,4 milyon TL'ye tekabül ettiği görülmüştür. Varlıklar ve yükümlülükleri bu şekilde aldığımızda Şirket'in 31.12.2012 proforma mali tablolarına göre Düzeltilmiş Net Aktif Değeri (Ana Ortaklığa Ait Özkaynakları) 581,6 milyon TL olarak bulunmaktadır. Bu değeri Şirket'in 87,000,000 TL çıkarılmış sermayesi (87,000,000 adet pay halinde) baz alınarak pay başına düzeltilmiş net aktif değer hesaplandığında **6,69 TL** bulunmaktadır.

### **Piyasa Çarpanları Analizi**

Piyasa çarpanları analizinde, Şirket'e benzer nitelikteki Şirketlerin; FAVÖK (Yukarıda FAVÖK), Özsermaye (Defter değeri), Net Aktif Değeri gibi verilerinin piyasa değerleri ile karşılaştırması suretiyle yapılmaktadır.

### Piyasa Değeri ile Net Aktif Değerin Karşılaştırılması

Aşağıdaki tabloda BİAŞ'ta işlem gören GYO'ların 29.04.2013 tarihi itibarıyla Net Aktif Değerleri ve piyasa değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon TL GYO'lar	Toplamı (Ekspertiz)	İştirakler	Likit Varlıklar	Varlık/ Yükümlülüğü	Net Aktif Değeri	Piyasa Değeri	İskonto /Prim(%)
Atakule	160	0	85	1	247	120	-51%
Akfen	616	527	1	-169	975	300	-69%
Akiş	629	181	2	-332	481	427	-11%
Akmerkez	945	0	44	-46	943	693	-27%
Alarko	166	0	133	6	305	218	-29%
Ata	5	0	22	0	27	31	15%
Avrasya	84	0	6	15	105	45	-57%
Doğuş	188	0	38	0	226	176	-22%
Emlak Konut	8.783	0	826	-1726	7.883	7.600	-4%
Halk	1.072	0	7	121	1.200	802	-33%
İdealist	8	0	1	1	10	24	140%
İş	1.928	0	93	-240	1.781	930	-48%
Kiler	801	0	24	-20	805	231	-71%
Martı	253	0	1	-6	248	55	-78%
Nurol	477	0	0	-407	70	318	354%
Özderici	117	0	4	-18	103	113	10%
Özak	461	345	5	-137	674	300	-55%
Pera	194	4	4	-43	159	53	-67%
Reysaş	460	5	19	-20	464	127	-73%
Saf	1.565	14	86	-360	1.305	798	-39%
Sinpaş	1.109	124	42	-157	1.118	822	-26%
Servet	171	0	31	-11	191	141	-26%
Torunlar	3.266	488	435	-1.298	2.891	2.095	-28%
TSKB	328	0	22	-115	235	141	-40%
Vakıf	223	0	53	-2	274	487	78%
Yeşil	824	0	25	-338	511	162	-68%
Yapı Kredi Koray	65	53	0	-53	65	49	-25%
<b>Ağırlıklı Ortalama ile İskonto</b>							<b>-25,9%</b>
<b>Emlak GYO Hariç Ağır. Ort. ile İskonto</b>							<b>-37,3%</b>
<b>Medyan ile İskonto</b>							<b>-28,4%</b>
<b>Emlak GYO Hariç Medyan ile İskonto</b>							<b>-30,8%</b>

### Piyasa Değeri ile Net Aktif Değerin Karşılaştırılması

Sunulan GYO portföyünden, Şirket için (90% ve üzeri kira getirili varlıklar seçilerek) kıyaslanmak üzere 5 GYO Şirketi seçilmiştir. İncelenen benzer şirketlerin ortalama olarak 27,8% iskonto ile işlem gördüğü hesaplanmış, ancak hesaplama portföyü ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO hesaplama dışı tutulmuştur. Bunlara göre aşağıdaki hesaplama Deniz Yatırım tarafından oluşturulmuştur ve pay başına değer 4,83 TL bulunmuştur.

(Milyon TL)	Kira Getirili Gayrimenkuller				Diğer					NET AKTİF DEĞER	PİYASA DEĞERİ	İskonto /Prim
	Ofis	AVM	Turistik Tes.	Depo	Proje	İştirak	Likit Varlıklar	Varlık /Yükümlülük				
<b>GYO</b>												
Akmerkez	0	945	0	0	0	0	0	44	-46	943	693	26,5%
Doğuş	0	184	0	0	4	0	0	38	0	226	176	22,1%
Reysaş	48	0	0	0	412	5	0	19	-20	464	127	72,6%
Servet	22	126	0	24	0	0	0	36	-16	191	141	26,2%
TSKB	98	212	0	0	19	0	0	22	-115	235	141	40,0%
<b>Toplam</b>	<b>168</b>	<b>1.467</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>435</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>159</b>	<b>-197</b>	<b>2.059</b>	<b>1.278</b>	<b>37,9%</b>
<b>PANORA</b>	<b>0</b>	<b>592</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13,1</b>	<b>-23,4</b>	<b>581,6</b>	<b>420</b>	<b>27,8%</b>

PANORA GYO Pay Başına Değer 4,83 TL

### Kira Geliri ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Bu analizde; şirketlerin piyasa değerine, yükümlülüklerin eklenmesi ve gayrimenkul portföyü dışındaki varlıkların çıkarılması sonucu ulaşılan firma değeri (tabloda Firma Değeri 1) hesaplanmaktadır. Hesaplanan değer, kira getirili gayrimenkul payı ile çarpılması sonucu hesaplama baz düzeltilmiş firma değeri (tabloda Firma Değeri 2) belirlenmektedir. Bu değer, yıllık kira gelirleri (Ortak alan gelirleri ve diğer gelirler hariç) ile karşılaştırılmaktadır. Bu analiz sonucunda GYO'ların firma değerlerinin kaç yıllık kira geri dönüş süresine eşit olduğu hesaplanmaktadır. Bu bazlarda belirtilen girdiler kullanılarak aşağıdaki tablo oluşturulmak suretiyle Panora GYO pay başına değer 4,65 TL bulunmuştur.

(Milyon TL)	Kira Getirili Gayrimenkuller				Kira Getirili Varlıkları			Kira Dönüş Süreleri	
	Piyasa Değeri	31.12.2012 Net Borç*	Firma Değeri-1	Kira Getirili Gayrimenkullerin Payı(%)	2012 Kira Geliri	Ekspertiz Değeri	Firma Değeri-2	Ekspertiz Değerine (Yıl)	Firma Değerine (Yıl)
<b>GYO</b>									
Akmerkez	693	2	695	100%	74	945	695	12,8	9,4
Doğuş	176	-38	139	98%	14	184	135	12,9	9,5
Reysaş	127	-4	124	90%	28	463	111	16,6	4
Servet	141	-20	121	100%	12	171	121	14,7	10,4
TSKB	141	93	234	94%	14	309	221	22,6	16,1
<b>Toplam</b>	<b>1.278</b>	<b>33</b>	<b>1.312</b>		<b>141</b>	<b>2.072</b>	<b>1.283</b>	<b>14,7</b>	<b>9,1</b>
Portföyü Ağırlıklı Olarak Endüstriyel Binalardan Oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO Hariç									
<b>PANORA</b>	<b>404,6</b>	<b>10,4</b>	<b>415</b>	<b>100%</b>	<b>40,1</b>	<b>592</b>	<b>415</b>	<b>14,7</b>	<b>10,4</b>

PANORA GYO Pay Başına Değer 4,65 TL

## FAVÖK ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Gayrimenkul portföyünün 90% ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların firma değerleri ile operasyonel verimlilik sonuçlarını da yansıtan FAVÖK verilerinin karşılaştırılmasının önemli bir değerlendirme olduğu Deniz Yatırım tarafından raporlarında yansıtılmıştır. Bu analiz sonucunda GYO'ların firma değerlerinin kaç yıllık FAVÖK geri dönüş süresine eşit olduğu hesaplanmaktadır. Analizde portföy ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO ve yüksek FAVÖK çarpanına sahip TSKB GYO hesaplama dışında tutulmuştur. Bütün bunlara göre, Panora GYO pay başına değeri 5,18 TL olarak bulunmuştur.

(Milyon TL)								
GYO	Piyasa Değeri	31.12.2012 Net Borç*	Firma Değeri-1-	Kira Getirili		Firma Değeri-2-	FAVÖK	FD-2-/FAVÖK
				Gayrimenkullerin Payı(%)				
Akmerkez	693	2	695	100%	695	54,3	12,8	
Doğuş	176	-38	139	98%	135	9,8	13,9	
Reysaş	127	-4	124	90%	111	23,7	4,7	
Servet	141	-20	121	100%	121	7,7	15,7	
TSKB	141	93	234	94%	221	7,8	28,2	
<b>Toplam</b>	<b>1.278</b>	<b>33</b>	<b>1.312</b>		<b>1.283</b>	<b>103,3</b>	<b>12,4</b>	
Portföyü Ağırlıklı Olarak Endüstriyel Binalardan Oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO Hariç								<b>13,3</b>

<b>PANORA</b>	<b>450,6</b>	<b>10,4</b>	<b>461</b>	<b>100%</b>	<b>461</b>	<b>34,8</b>	<b>13,3</b>
---------------	--------------	-------------	------------	-------------	------------	-------------	-------------

PANORA GYO Pay Başına Değer 5,18 TL

## Sonuç Değer

Deniz Yatırım tarafından belirlenen değerlendirme yöntemleri sonucunda, Panora GYO için belirlenen birim fiyat 4,70 TL ve piyasa değeri 408,9 milyon TL'dir. Ayrıca, aşağıdaki şekilde kullanılan değerlendirme yöntemlerinin özeti yer almaktadır.

(Milyon TL)					
GYO	Piyasa Değeri	NAD'a Göre İskonto	*Kira Geri Dönüş Süresi	**FAVÖK Geri Dönüş Süresi	
Akmerkez	693	-26,5%	9,4	12,8	
Doğuş	176	-21,9%	9,5	13,9	
Reysaş	127	-72,6%	4,0	4,7	
Servet	141	-26,1%	10,4	15,7	
TSKB	141	-40,0%	16,1	28,2	
<b>Toplam</b>	<b>1.278</b>	<b>-37,9%</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>	
<b>Seçilen</b>	<b>1.152</b>	<b>27,8%</b>	<b>10,4</b>	<b>13,3</b>	

\*Reysaş GYO Hariç

\*\*Reysaş GYO ve TSKB GYO Hariç

<b>PANORA</b>	<b>408,9</b>	<b>-29,7%</b>	<b>10,5</b>	<b>12,1</b>
---------------	--------------	---------------	-------------	-------------



### ***Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşlerimiz***

Fiyat tespit raporunda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve tarafımızca yeterli bulunmuştur. Deniz Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan;

-Piyasa Değeri/NAD karşılaştırması

-FD/FAVÖK

-Kira Geliri/Firma Değeri Karşılaştırması

yöntemleri ve uygulanan yöntemler için seçilen benzer şirketler tarafımızca uygun bulunmakla beraber INA yönteminin de kullanılarak uygun bir ağırlıklandırma ile değerlemeye dahil edilmesinin daha makul olacağını düşünmekteyiz.

Şirket'in halka arz taahhütleri, temettü politikası ve imtiyazlı paylarına ilişkin verilen bilgileri açık ve yeterli bulmaktayız.

Ekspertiz değeri dikkate alındığında, Şirket'in aktifler üzerindeki sigorta teminatının 182 milyon TL olması tarafımızca bir risk faktörü olarak değerlendirilmektedir.

Şirket'in NAD iskontosu benzer şirketler dikkate alındığında makul sayılabilir. Yüksek temettü potansiyeli düşünüldüğünde Şirket'in özellikle kira getirisi olan GYO'lar arasında Akmerkez GYO'ya yakın durduğu söylenebilir. Değerleme tarihi itibarı ile Akmerkez GYO'nun NAD iskontosu 26,5%'tir (14 Mayıs itibarı ile 29,5%'dir).

Şirketin, orta vadede yatırım yapmayacak olması ve yüksek temettü dağıtmayı taahhüd etmesi ile gelişme potansiyelinden ziyade düzenli temettü odaklı yatırımcı profiline hitap ettiğini düşünüyoruz.

**Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.**