

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarihli bülteninde yayımlanan, Kurul Karar Organı'nın 12.02.2013 tarih ve 5/145 sayılı kararı'ndaki A) Payların İlk Halka Arz Öncesi Uyulacak Esaslar'ın 7. Maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Panora GYO" veya "Şirket"), Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş. ismi ile Nisan 2004'te kurulmuş olup gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm sonrası Nisan 2013 itibarıyla Panora GYO A.Ş. olarak tescil olmuştur. Şirket Ankara'nın Çankaya ilçesindeki Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi'ne ("Panora AVM") sahiptir. Yatırımına 2004 yılında başlanan bu alışveriş merkezi Aralık 2007'den bu yana faaliyette olup şirketin portföyündeki tek gayrimenkuldür. Şirket, AVM'yi işleten Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki payını 31 Mart 2013 itibarıyla %80'den %100'e çıkarmıştır.

Portföy (Panora AVM): Şirket portföyündeki tek gayrimenkul Panora AVM olup 86.242 metrekare kiralanabilir alanıyla Ankara'nın en büyük AVM'lerinden biridir. Ankara, 5'i inşaat halinde olmak üzere 47 alışveriş merkezi ile Türkiye'de kişi başına en fazla kiralanabilir alan düşen şehirler arasındadır. Dolayısıyla bu segmentte yüksek yoğunluk gözlenmektedir. Panora AVM'nin bulunduğu Çankaya ilçesi yüksek gelir grubuna sahip olması nedeniyle 15 alışveriş merkezine evsahipliği yapmaktadır. Yüksek rekabete karşın, Panora AVM açıldığı ilk yılda bile %84 ortalama doluluk oranına ulaşmış ve 2009'dan bu yana %90'ın üzerinde bir dolulukla faaliyet göstermiştir. 2012 yıl sonu itibarıyla doluluk oranı %98'e ulaşmıştır. Panora AVM 190'dan fazla marka ile orta ve üst gelir grubundaki ziyaretçilere hitap etmekte, aynı zamanda sinema, eğlence merkezi ve akvaryum gibi tesisleri ve geniş peysaj alanıyla bir yaşam merkezi olmayı hedeflemektedir.

Yönetim: Şirket çok ortaklı olup halka arz öncesi itibarıyla en yüksek paya sahip ortaklar Salih Bezci (%15,3), Sinan Aydın Aygün (%11,5) ve M. Rifat Hisarcıklıoğlu'dur (%8,7). Halka arz sonrasında ise M. Rifat Hisarcıklıoğlu ve Salih Bezci lider sermayedar konumunda bulunacaktır. Çıkarılmış sermayenin 15.000 adedi A grubu, gerisi B grubu hamiline paydan oluşmaktadır. Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Genel Kurul tarafında seçilmek durumundadır. Şirketin borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 2 yıl sonra tüm imtiyazlar kendiliğinden ortadan kalkacaktır.

Finansal Görünüm

Şirketin ana gelir grubu Panora AVM'den gelen kira geliridir. Ayrıca, ortak alan giderlerine ilişkin katılım payı alınmaktadır. Şirketin hem ciroya bağlı, hem de cirosuz kira sözleşmeleri bulunmaktadır. Bazı sözleşmelerde kira bedeline ortak alan gideri de dahil olup bu kiracıların katılım payı Panora AVM tarafından ödenmektedir. Kira sözleşmeleri Euro bazlı olsa da, Şirket zaman zaman tavan kur uygulamakta olup, kur sıçramalarının olduğu geçmiş dönemlerde de indirim sunmuştur. Temmuz 2011-Haziran 2013 döneminde geçerli olan tavan kur 1 Euro için 2,25 TL seviyesindedir (Bu rapor tarihi itibarıyla kur 2,30 TL'nin biraz üzerinde seyretmektedir.). 2012 yıl başından bu yana indirim uygulanmamaktadır. Bu dönem sonunda uygulamada değişiklik yapıp yapılmayacağı Yönetim Kurulu'nun kararına bağlıdır. Kira gelirleri 2011'de yıllık %25,8 ve 2012'de yıllık %15,4 artmıştır. Bunda doluluk oranındaki artışın yanı sıra, kira indirimlerindeki azalış ve tavan kurdaki artış da etkili olmuştur. Şirket'in 2012 toplam geliri ortak katılım payları ve diğer gelirlerle birlikte 48,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar (VAFÖK) marjı ise 2010'da %65,3 iken, 2012'de giderlerdeki artışın sınırlı kalmasıyla %71,2 seviyesine ulaşmıştır. En önemli giderler ortak alan kullanım giderleri ve amortismandır. Böylelikle şirket 2012'de 29,9 milyon TL faaliyet karı elde etmiştir. 2011-2012 döneminde kayda değer bir diğer faaliyet gelir/gideri olmayan şirketin finansal gideri, finansal borcu ve döviz pozisyonundaki düşüş nedeniyle 2012'de oldukça azalmıştır. 2013 öncesinde GYO statüsünde olmaması nedeniyle tahakkuk eden vergi gideri ile şirketin net karı 24,2 milyon TL olmuştur.

Şirket, 2012'de Panora AVM'nin muhasebeleştirilmesinde maliyet yönteminden gerçeğe uygun değer yöntemine geçmiş ve dolayısıyla yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri 121 milyon TL'den 592 milyon TL'ye çıkmıştır. Şirket buna karşılık 97,4 milyon TL tutarında ertelenmiş vergi yükümlülüğü kaydetmiştir. Bunun sonucunda şirketin defter değeri 508 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirketin 2012 sonu itibarıyla finansal borcu veya kayda değer bir döviz pozisyonu bulunmamaktadır. Şirketin net nakdi 2012 sonu itibarıyla 13 milyon TL seviyesindedir. Bununla birlikte, Şirket'in mevcut ortaklara taahhüt

ettiği 23,9 milyon TL'lik kar payı ve 20.000 TL'lik işletme şirketi devri kaynaklı ödemesi bulunmaktadır.

Esas sözleşmede dağıtılabilir karının en az %75'ini nakit kar payı olarak dağıtmayı taahhüt eden Şirket, son üç yılda dağıtılabilir karının tamamını, açıklanan karının ise ortalama %81'ini ödemiştir.

Şirketin GYO statüsüne geçişi dolayısıyla 2012 yılı için proforma finansallar da hazırlanmıştır. Bu değişikliğin gelir tablosu üzerindeki etkisi özellikle ertelenmiş vergi gideri üzerinde olmuştur. Dolayısıyla 2012 yılı karı 26,8 milyon TL olarak yeniden düzenlenmiştir. Şirketin kurumlar vergisi istisnası sürdüğü müddetçe kurumlar vergisi ödemeyeceği varsayımıyla ertelenmiş vergi etkilerinin sıfır kabul edilmesiyle, şirketin proforma defter değeri 582 milyon TL ile Net Aktif Değeri'ne (NAD) yakınsamıştır.

Proforma finansalların önümüzdeki dönem performansı açısından daha uygun bir gösterge olduğu kanısındayız.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Panora GYO'nun mevcut ortaklarının sahip olduğu 87.000.000 çıkarılmış sermayesinin %25'ine karşılık gelen 21.750.000 TL nominal değerli B grubu payların ortak satışı yoluyla halka arzı planlanmaktadır. Sabit fiyatla talep toplanacak olup ek satış veya fiyat istikrarı işlemleri planlanmamaktadır. Öte yandan, halka arza katılan yatırımcılar, halka arzdan aldıkları Şirket paylarını 90 gün süreyle hesaplarında tutmaları durumunda bu payları halka arz edenlere 4,76 TL'den geri satma hakkına sahip bulunmaktadır. Halka arz edilecek payların %90'ının Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara, %10'unun Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmesi planlanmaktadır.

Tablo 1: Halka Arz Özet Tablo

Ortak	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Salih Bezci	13.267.500	15,25%	9.950.625	11,44%
Sinan Aydın Aygün	10.005.000	11,50%	7.503.750	8,63%
Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu	7.546.200	8,67%	7.546.200	8,67%
Bekir Akar	4.785.000	5,50%	3.588.750	4,13%
Zekeriya Fındıkoğlu	3.873.250	4,45%	610.750	0,70%
Osman Tokur	3.480.000	4,00%	2.610.000	3,00%
Haldun Hakçı	2.610.000	3,00%	1.957.500	2,25%
İsmet Kılıç	2.610.000	3,00%	1.740.000	2,00%
Ahmet Ünsal	2.175.000	2,50%	1.631.250	1,88%
Mustafa Ünsal	2.175.000	2,50%	1.631.250	1,88%
Mehmet Sacit Güran	2.066.250	2,38%	1.468.125	1,69%
Ali Teoman Akış	1.740.000	2,00%	978.750	1,13%
Burhan Akkoç	1.740.000	2,00%	1.305.000	1,50%
Fikret Eskiyan	1.740.000	2,00%	1.305.000	1,50%
Hasan Coşkun	1.740.000	2,00%	1.305.000	1,50%
Yaşar Kunar	1.740.000	2,00%	1.305.000	1,50%
Diğer (37 Ortak)	23.706.800	27,25%	18.813.050	21,62%
Halka arz	-	-	21.750.000	25,00%
	87.000.000	100,00%	87.000.000	100,00%

Kaynak: Panora GYO Halka Arz İzahnamesi



Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır;

- Düzeltilmiş Net Aktif Değeri Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Net Aktif Değeri Yöntemi: Net Aktif Değeri Yönteminde, Panora GYO için şirketin 31.12.2012 tarihli proforma mali tablolarından faydalanılmıştır. Panora AVM'nin ekspertiz değerlemesi için TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporu kullanılmıştır. Panora AVM için TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. gelir indirgeme yaklaşımı ile 592 milyon TL değer belirlemiştir. Bu rakam 2012 brüt kira geliri üzerinden %6,7'lik bir kira getirisine işaret etmekte olup genel sektör ortalaması içerisinde yer almaktadır. Şirketin diğer aktifleri (para ve sermaye piyasası araçları, alacaklar vs.) toplamı 19 milyon TL olup, toplam yükümlülükleri ise 29,4 milyon TL seviyesindedir.

Panora GYO'nun böylelikle düzeltilmiş Net Aktif Değeri 581,6 milyon TL olup hisse başına Net Aktif Değeri 6,69TL'ye denk düşmektedir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi: Benzer şirketlerin NAD iskontosu, kira geri dönüş süresi (1/kira getirisi) ile Firma Değeri/VAFÖK karşılaştırması yapılmıştır.

1- NAD iskontosu: Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin 29.4.2013 itibarıyla NAD'ne göre iskontoları, ağırlıklı ortalama ile %25,9 (Emlak Konut GYO hariç %37,3) medyan ile %28,4 (Emlak Konut GYO hariç %30,8) olarak bulunmuştur.

Panora GYO portföyünün tamamı kira getirili gayrimenkulden oluştuğu için, ilgili analizde gayrimenkul portföyünün %90 ve üstü kira getirili varlıklardan oluşan Akmerkez GYO, Doğuş GYO, Reysaj GYO, Servet GYO ve TSKB GYO şirketleri benzer şirket olarak belirlenmiş, Reysaj GYO endüstriyel odaklı olduğu için ortalama dışında tutulmuştur. Aracı kurum tarafından benzer şirket grubunun daraltılması konusuna katılıyoruz. Biz de konut ağırlıklı gayrimenkul portföyleri ile AVM harici ticari portföylere sahip olan GYO'ların Panora GYO ile karşılaştırılmasının doğru bir fikir vermeyeceği görüşündeyiz. Bu grup içerisinde Panora GYO'ya en benzer GYO'nun tek bir AVM'den oluşması, benzer müşteri segmentine hitap etmesi, herhangi bir yeni yatırım planı bulunmaması ve düzenli kar payı ödemesi nedeniyle Akmerkez olduğunu düşünüyoruz. Akmerkez GYO, değerlendirme tarihi itibarıyla %26,5 iskonto ile işlem görmektedir. İkinci en benzer şirketin ise, farklı bir konseptte sahip Doğuş Power Center'ın sahibi Doğuş GYO olduğunu düşünüyoruz. Bu GYO ise %21,9 iskonto ile işlem görmektedir. NAD'ne göre %40 iskonto ile işlem gören TSKB GYO'nun da, AVM ağırlıklı portföyü nedeniyle benzer şirket grubuna alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz. Servet GYO'nun gayrimenkullerinin ise tam anlamıyla AVM özelliği göstermeyen ticari gayrimenkul kategorisinde değerlendirilmesini daha uygun buluyoruz. Halka arza aracılık eden kuruluşun %90 sınırına karşın, portföyünde konut ve ofis projelerine de yer vermekle birlikte portföyündeki ağırlığı nedeniyle kendisini AVM sektöründe konumlandıran Torunlar GYO'nun da ikinci referans grubunda değerlendirilebileceğini düşünüyoruz. Torunlar GYO, halihazırda %24 iskonto ile işlem görmektedir.

Akmerkez, Doğuş, Servet ve TSKB GYO'ların %27,8 olan ortalama iskontosunun Panora GYO'nun Net Aktif Değerine uygulanması sonucunda şirket değeri 420 milyon TL, pay başına değer ise 4,83TL olarak belirlenmiştir.

2- Kira geri dönüş süresi: Bu analizde önce benzer şirketlerin piyasa değerine yükümlülüklerin eklenmesi, ardından gayrimenkul portföyü dışındaki varlıkların çıkarılması sonucu bulunan firma değeri (FD-1), GYO'nun kira getirili gayrimenkullerin toplam içerisindeki payı ile düzeltilmiş (FD-1*kira getirili gayrimenkul payı (%))= FD-2 ve 2012 yıllık kira gelirleri ile karşılaştırılmıştır. Brüt kira getirisi (cap rate) analizinin bir versiyonu olan bu analizde, kira getirili gayrimenkullerin geri dönüş süresi 10,4 yıl olarak hesaplanmıştır. **Panora GYO'nun 40,1 milyon TL kira geliri ve 10,4 milyon TL yükümlülüğü göz önünde tutularak, Panora GYO için şirket değeri 404,6 milyon TL ve pay başına değer 4,65TL olarak hesaplanmıştır.**

3- Düzeltilmiş FD/VAFÖK: Kira geri dönüş sürecinde hesaplanan düzeltilmiş Firma Değeri ile alım-satım karları ve değer artışları hariç hesaplanmış VAFÖK (Vergi Faiz ve Amortisman Öncesi Kar) ile karşılaştırma sonucunda 13,3x çarpanına ulaşılmıştır. **Panora GYO'nun 2012 itibarıyla 10,4 milyon TL yükümlülüğü ve 34,8 milyon TL VAFÖK gerçekleşmesi üzerinden 13,3 çarpanıyla şirket değeri 450,6 milyon TL, pay başına değer ise 5,18TL olarak belirlenmiştir.**



Tablo 2: Değerleme Analizi Özeti

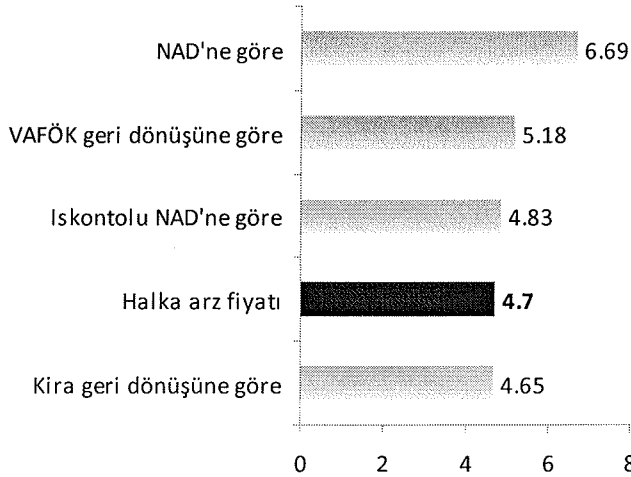
29 Nisan 2013 İtibariyle	Piyasa Değeri milyon TL	NAD'ne göre İskonto*	Kira Geri Dönüş Süresi Yıl*	VAFÖK Geri Dönüş Süresi Yıl**
Akmerkez	693	-26,5%	9,4	12,8
Doğuş	176	-21,9%	9,5	13,9
Reysaş	127	-72,6%	4	4,7
Servet	141	-26,1%	10,4	15,7
TSKB	141	-40,0%	16,1	28,2
Toplam	1.279	-37,9%	9,1	12,4
Toplam-Reysaş hariç	1.152	-27,8%	10,4	13,3
Panora GYO	409	-29,7%	10,5	12,1

*Reysaş GYO hariç ** Reysaş ve TSKB hariç

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu: Tüm analizler sonrasında Panora GYO halka arzında birim pay değeri NAD'ne göre %29,7 iskonto ile 4,70 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz öncesi piyasa değeri 408,9 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3: Halka arz fiyatının değerlendirme yöntemlerine göre karşılaştırması (Hisse başına TL)



Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

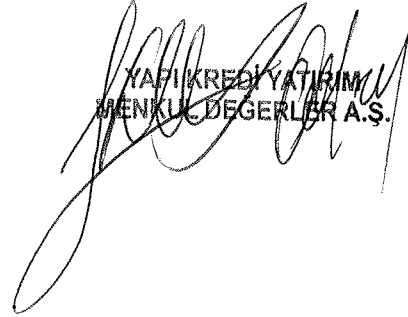
Yatırım Unsurları

- Yüksek doluluk oranı (%98) ve operasyonel verimliliği ile AVM düzenli kira geliri üretmektedir.
- Dağıtılabilir karının en az %75'inin nakit dağıtılması taahhüt edilmiştir.
- Şirketin finansal borcu bulunmamaktadır.
- Şirketin kayda değer bir nakit çıkışı gerektirecek herhangi önemli bir yatırım planı bulunmamaktadır.
- Şirket için en önemli risk unsurları ise portföyün tek bir gayrimenkulden oluşması, kiraların Euro bazlı olması nedeniyle kurdaki oynaklıktan etkilenebilme olasılığı ve yeni AVM'lerin yaratacağı rekabetin olası etkileridir. Söz konusu riskler karlılığı, dolayısıyla kar payı ödeme kapasitesini etkileyebilir.

Sonuç

Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından fiyat tespit raporunda Panora GYO için net aktif değeri ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılarak 4,70TL halka arz fiyatı belirlenmiştir. Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından söz konusu fiyatın NAD'ne göre %29,7 iskontoya işaret ettiği belirtilmiştir. Benzer şirketler de ortalamada benzer bir iskontoyla işlem görmektedir. Ancak, şirketin kira gelirlerinin düzenli olduğu, herhangi kayda değer bir finansman gideri bulunmadığı da düşünüldüğünde, kar payı verimine de bakılabileceğini düşünüyoruz. 2012 kar payı verimi, halka arz fiyatı üzerinden %5,8'lik bir verime işaret ediyor. Halka açık 26 GYO'nun sadece üçte biri kadarı 2012 karından nakit kar payı dağıtmış ve kar payı verimi (dağıttıkları veya son kapanış itibarıyla) %1 ila %6 arasında seyretmiştir.

Bu veriler ışığında, halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunun net ve anlaşılır olduğunu, halka arz fiyatının da makul olduğunu düşünmekteyiz.



YAPI KREDİ YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.