

Panora GYO

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Bu rapor, Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Deniz Yatırım) tarafından Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Panora GYO) için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmektedir. Panora GYO'nun halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir.

ŞİRKET

Panora GYO'nun toplam 53 adet ortağı olup, Şirket'in portföyünde Ankara Çankaya'da toplam kiralanabilir alanı 86,243 m2 olan Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi ("AVYM") bulunmaktadır. Çıkarılmış sermayenin 15.000 adedi A grubu hamiline yazılı paylardan, 86.985.000 adedi ise B grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. Salih Bezci, Sinan Aygün ve Rifat Hisarcıklıoğlu'nun eşit oranda sahip olduğu imtiyazlı paylar, Yönetim Kurulu'nun yarısını seçme hakkına sahiptir. Ortaklık paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 2 yıl sonra tüm imtiyazlar kendiliğinden ortadan kalkacaktır.

2004 yılında inşaatına başlanan Panora AVYM, Aralık 2007'de açılmış olup mülkiyetinin tamamı Panora GYO'ya aittir. Günlük ziyaretçi sayısı hafta içi 10-18bin ve hafta sonu 22-35bin kişi olan Panora AVM, iş merkezlerinin, resmi kurumların, büyükelçiliklerin ve Başbakanlık ve Çankaya Köşkü'nün bulunduğu Ankara Oran'da faaliyet göstermektedir. 2012 yıl sonu itibarıyla doluluk oranı %98 olup, 2012 yılında 48.8mn TL kira geliri elde etmiştir. (2011'de 43mn TL).

HALKA ARZ ÖZETİ

Panora GYO'nun çıkarılmış sermayesi 87,000,000 TL olup 21,750,000TL değerindeki B grubu nominal paylar, en iyi gayret yöntemi ve sabit fiyatla ortaklar tarafından satılacaktır. Halka arzda hisse fiyatı 4.70TL ve talep toplama tarihleri 15-16-17 Mayıs 2013'tür. Toplam arz büyüklüğü 102,225,000TL olup, halka arzda yurtiçi bireysel yatırımcılara %90, yurtiçi kurumsal yatırımcılara %10 oranında pay tahsisatı yapılacaktır. Halka arzda, ortaklar sahip oldukları payları 2 yıl satmama ve Şirket 2 yıl süreyle bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuşlardır. Halka arz teşviki kapsamında, ortaklar halka arz edilen payların tamamını primli fiyattan (4.76TL) geri alabilecek kaynağı tahsis edecek olup halka arzdan pay alan ve 90 gün satmayan tüm başvuru sahipleri teşvikten yararlanabilecektir. Panora GYO, her yıl dağıtılabilir karının en az %75'ini pay sahiplerine nakden dağıtmayı taahhüt etmektedir.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Ortak	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
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 Alkış	1,740,000	2.00%	978,750	1.13%
Burhan Akkoç	1,740,000	2.00%	1,305,000	1.50%
Fikret Eskiyaşan	1,740,000	2.00%	1,305,000	1.50%
Hassan 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%
TOPLAM	87,000,000	100.00%	87,000,000	100.00%

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ - GARANTİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Fiyat tespit raporunun ("FTR") net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünüyoruz. FTR'de bulunan Şirket ve sektör verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup ayrıca mali ve hukuki inceleme yapılmamıştır.

Deniz Yatırım'ın yaptığı değerlemeye göre Panora GYO'nun halka arz edilecek paylarının birim fiyatı 4.70TL olarak tespit edilmiştir. Şirket'in değerlemesi Panora GYO'nun Nisan 2013'te GYO'ya dönüşümü sonrasında kazandığı kurumlar vergisi istisnasının yansıtıldığı 2012-sonu proforma bilançosuna göre yapılmıştır. Değerlemede Düzeltilmiş Net Aktif Değeri ("NAD") ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Belirlenen hissebaşı 4.70TL halka arz fiyatı:

- Şirket'in düzeltilmiş hisse başı 6.69TL NAD'ine göre %29.7 iskontoya,
- Piyasa Değeri ile NAD karşılaştırmasına göre hesaplanan paybaşı 4.83TL değere göre %2.6 iskontoya,
- Kira Geliri ile Firma Değeri'nin Karşılaştırılması yöntemine göre hesaplanan paybaşı 4.65TL'ye göre %1.1 prime,
- FVAÖK ile Firma Değeri karşılaştırılması yöntemine göre hesaplanan paybaşı 5.18TL'ye göre % 9.3 iskontoya işaret etmektedir.

Sonuç:

FTR'da kullanılan değerlendirme yöntemleri hakkındaki görüşlerimiz aşağıdadır.

- Değerlemede kullanılan yöntemlere ağırlıklandırma yapılmamış olup, uygulanan tüm yöntemlere göre belirlenen fiyat makul gözükmemektedir. Arzdan sonra 90 gün satış yapmayan yatırımcıların 4,76 TL primli fiyattan ortaklara geri satabilmelerini sağlayacak olan teşvik ve her sene en az %75 temettü dağıtım taahhüdünün bulunması ayrıca olumlu faktörlerdir.
- Benzer Şirket karşılaştırmalarında diğer benzer şirketler gibi kira geliri elde eden fakat AVM yerine depoları olan Reysaş GYO bu nedenle karşılaştırmalara katılmamıştır. Reysaş GYO'nun da dahil edilmesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda Piyasa Değeri ile NAD karşılaştırmasında, NAD'e göre iskonto ortalaması %27.8 yerine %37.9 seviyesinde olurken, Kira Geri Dönüş Süresi 10.4 yıldan 9.1 yıla inmektedir. Ayrıca konut geliştirme tarafında da olmasına rağmen, Torunlar GYO da büyük AVM portföyü ile benzer şirketler arasına alınabilir. Torunlar GYO NAD'ine göre %27.5 iskonto ile işlem görmektedir.
- Değerlemelerde beklentiler yerine 2012 proforma bilançosu kullanılmıştır. Daha gerçekçi olan bu yaklaşıma karşın 2012 yılında Panora AVM'nin %97 doluluk oranının sürdürülebilirliği önem taşımaktadır. 2007 yılında hizmete giren AVM'nin son 4 yıldaki ortalama doluluk oranı %94.5 seviyesindedir.
- Fiyat tespit raporunda risklere yer verilmemiştir. Her ne kadar Şirket'in borçsuz ve yüksek temettü ödeyen yapısı öne çıksa da, büyüme potansiyeli olmamasının iskonto oranları açısından olumsuz bir faktör olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

Ek- FİYAT TESPİT RAPORU - DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Deniz Yatırım tarafından Panora GYO için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu şirketin KAP sayfasında mevcuttur. Bu raporun sonuç kısmı aşağıdadır:

Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların net aktif değerlerine göre önemli ölçüde iskontolu işlem görmelerinin önemli bir sebebinin, belirsiz ve düşük oranda temettü politikaları etkisiyle gayrimenkul varlıkları ile payların bağlantısının yeterince kurulamamasına bağlı olduğunu düşünüyoruz. Bu görüşümüzle Panora GYO'nun dağıtılabılır karının en az %75'inin nakit dağıtılması taahhüdünün diğer GYO'lardan önemli ölçüde farklılaştıracağını düşünmekteyiz. Ayrıca imtiyazlı payların 2 sene sonra kendiliğinden ortadan kalkması ve tüm ortakların payları oranında eşit haklara sahip olmasının yatırım fikrini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Bununla birlikte,

- Panora AVM'nin Ankara'nın önemli çekim merkezlerinden biri olması,
- Ankara'nın büyümeye devam eden yüksek gelir düzeyine sahip bölgesinde yer alması,
- AVM'nin 5 yıldır faaliyette olması ve şirketin borçsuz yapısı,
- Kira gelirlerinin TL bazında bir önceki yıla göre 2012 yılında %15,4, 2011 yılında ise %25,8 oranlarında artmış olması,
- AVM'nin %98 gibi yüksek doluluk oranına sahip olması ve operasyonel verimliliğinin yüksek olması,

unsurları da dikkate alınarak Panora GYO halka arzında birim pay değeri Net Aktif Değeri'ne göre %29,7 iskonto ile 4,70 TL olarak belirlenmiştir.

Belirlenen 4,70 TL birim fiyat ve 408,9 milyon TL piyasa değeri;

- Şirketin düzeltilmiş net aktif değeri ile hesaplanan pay başına değeri olan 6,69 TL'ye göre %29,7 iskontoya,
- Piyasa Değeri ile Net Aktif Değerleri Karşılaştırması yöntemi ile hesaplanan pay başına değeri olan 4,83 TL'ye göre %2,6 iskontoya
- Kira Geliri ile Firma Değerinin Karşılaştırılması yöntemi ile hesaplanan pay başına değeri olan 4,65 TL'ye göre %1,1 prime,
- Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) ile Firma Değerinin Karşılaştırılması yöntemi ile hesaplanan pay başına değeri olan 5,18 TL'ye göre %9,3 iskontoya karşılık gelmektedir.

Takip kolaylığı açısından incelenen ve hesaplamalarda kullanılan şirketler ile Panora GYO'nun piyasa değerleri ile 3 farklı yöntemle göre özet sonuçları aşağıda yer almaktadır.

	Piyasa Değeri, Milyon TL	Net Aktif Değeri'ne Göre İskonto*	Kira Geri Dönüş Süresi*, Yıl	FAVÖK Geri Dönüş Süresi, Yıl**
Akmerkez	693	-26,5%	9,4	12,8
Doğuş	176	-21,9%	9,5	13,9
Reysaş	127	-72,6%	4,0	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
Seçilen	1.152	-27,8%	10,4	13,3

* Reysaş GYO hariç

** Reysaş ve TSKB hariç

Panora GYO	408,9	-29,7%	10,5	12,1
-------------------	--------------	---------------	-------------	-------------

Panora GYO - ÖZET FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (mn TL)	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	35.0	43.1	48.8
Satışların Maliyeti	14.8	15.2	16.3
Brüt Kar	20.2	27.9	32.6
Pazarlama Satış Giderleri	2.5	3.2	3.0
Genel Yönetim Giderleri	0.7	0.6	0.6
Faaliyet Karı	17.0	24.1	29.0
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
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Kar	23.0	22.1	29.9
Dönem vergi gideri	-2.1	0.0	-1.4
Ertelenmiş vergi gideri	-1.8	-3.5	-1.7
Dönem Karı/Zararı	19.0	18.6	26.8
Amortisman ve itfa	5.8	5.9	5.8
FVAÖK	22.9	30.0	34.8
FVAÖK marjı	65.4%	69.6%	71.3%

Bilanço (mnTL)	2010	2011	2012
Dönen Varlıklar	12.8	11.4	17.0
Nakit ve nakit benzerleri	4.4	5.7	13.1
Ticari Alacaklar	2.7	2.8	3.5
Diğer Alacaklar	1.3	0.0	0.0
Diğer Dönen varlıklar	4.4	2.8	0.5
Duran Varlıklar	133.1	125.3	594.0
Maddi duran varlıklar	0.5	0.4	0.4
Maddi olmayan duran varlıklar	0.0	0.0	0.0
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	0.0
Toplam Varlıklar	145.9	136.7	611.0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	25.8	7.9	29.0
Banka Kredileri	13.9	1.6	0.0
Finansal Kiralama işlemlerinde borçlar	4.9	1.2	0.0
Ticari Borçlar	3.2	2.2	1.7
Dönem karı vergi yükümlülüğü	1.5	0.0	1.0
Çalışanlara Sağ. Faydalara ilişkin karşılık	0.0	0.1	0.1
Karşılıklar	0.0	0.0	0.1
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2.2	2.9	26.1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.4	1.5	0.4
Banka Kredileri	1.3	0.0	0.0
Finansal Kiralama işlemlerinden borçlar	1.0	0.0	0.0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.1	1.4	0.2
Çalışanlara Sağ. Faydalara ilişkin karşılık	0.1	0.1	0.2
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	0.0	0.0	0.0
Özkaynaklar	114.7	127.3	581.6
Toplam Kaynaklar	145.9	136.7	611.0

Bu rapordaki veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlemiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisab edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Rapor gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40
E-mail: arastirma@garanti.com.tr