

**Panora GYO**
**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihleri	: 15-16-17 Nisan 2013
Halka Arz Fiyatı	: 4,70 TL
Arz Yöntemi	: En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Sermaye	: 87.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar	: 21.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	: 87.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	: %25
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 408.900.000 TL	
Tahsisat Grupları	
	: Yurt İçi Bireysel % 90
	: Yurt İçi Kurumsal %10
Satmama Taahhüdü	: Ortaklar için 2 yıl
Temettü Garantisi	Dağıtılabilir karın en az %75'ini nakit temettü olarak dağıtacak
Primli Fiyattan %100 Geri Alım Garantisi	Halka arzdan alınan payların tamamı 90 gün boyunca 4,76 TL fiyat ile geri satılabilecek

Bu 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 Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar'ın 7.Maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır.

### Panora GYO hakkında özet bilgi

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Panora GYO") Ankara Çankaya'da Aralık 2007 yılından beri faaliyet gösteren Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi'nin ("Panora AVM") sahibi olan ve gelirleri esas itibariyle bu varlıktan sağlanan kira gelirlerinden oluşan bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. Şirket 2004 tarihinde Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş. ismiyle kurulmuş; 2013 yılında ise GYO statüsüne dönüşmüştür.

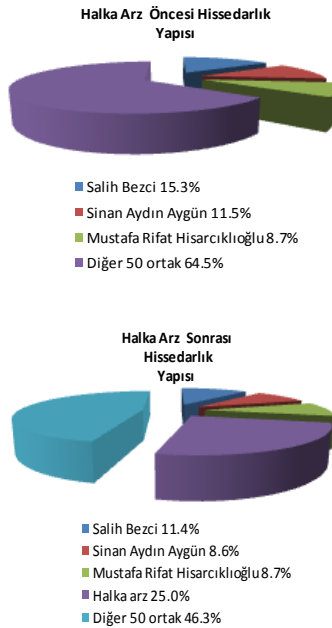
Şirketin 87 milyon TL seviyesindeki sermayesine 53 kişi iştirak etmekte olup lider iki sermayedarın toplam sermayedeki payı %24 düzeyinde, diğer bir sermayedarın payı %11,5 seviyesinde ve geriye kalan 50 sermayedarın payları da kişi başına maksimum %5 olmak üzere paylaşılmıştır.

Çıkarılmış sermayenin 15.000 adedi A grubu hamiline (toplamda en yüksek paya sahip 3 hissedar arasında eşit paylaşılmış) yazılı paylardan, 86.985.000 adedi ise B grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. Esas Sözleşme'ye göre Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilmek zorundadır. Bununla birlikte, şirketin Borsa'da işlem görmeye başlamasından 2 yıl sonra, tüm imtiyazlar ortadan kalkacak ve tüm hisseler tek tip hamiline yazılı paya dönüşecektir.

Panora AVM, 86.242 metrekare kiralananabilir Alana (kiralananabilir 242 bağımsız ünite) sahip olup bu alanın %98.5'i dükkan alanlarından oluşmaktadır. Yıllık ortalama doluluk oranı 2008'deki %84 seviyesinden 2012'de %97'ye ulaşmıştır ve 2012 yıl sonu itibariyle %98 seviyesindedir. Şirketin kira gelirleri 2010-2012 arasında toplam %45 oranında artmıştır 2012 sonu itibariyle 40,1 milyon TL seviyesindedir. Kira gelirlerindeki artış; doluluk oranındaki artışın yanı sıra 2008'den itibaren uygulanan kira indirim oranlarının düşürülmesinden ve döviz cinsinden kiralarda kur sabitlemesinde kullanılan kur artışından kaynaklanmaktadır.

2012 sonu ekspertiz raporuna göre Panora AVM'nin rayiç değeri 592 milyon TL'dir.

### Hissedarlık Yapısı



## Değerleme hakkında özet bilgi

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışması sonucunda, Panora GYO için 4,70 TL halka arz fiyatı olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitinde Düzeltilmiş Net Aktif Değeri Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır.

### Düzeltilmiş Net Aktif Değeri Yöntemi

Şirketin 31 Aralık 2012 proforma bilançosuna göre Düzeltilmiş Net Aktif Değeri (NAD) 581,6 milyon TL (pay başına 6,69 TL) olarak hesaplanmış ve gerek proforma düzeltme kayıtları gerekse de Net Aktif Değeri hesabına dair detaylar açık ve net şekilde raporda sunulmuştur.

### Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları metoduyla hesaplama yapılırken öncelikle piyasa değerinin NAD'e iskontosu çarpanı kullanılmıştır. BIST'da işlem gören tüm GYO'ların NAD'leri ve piyasa değerlerine göre iskontoları tek tek ve ortalama olarak gösterilmiş sonrasında ise iş modeli itibarıyla şirketin yakın benzerlerinin ortalama iskontoları hesaplanmış ve bu ortalamayı (%27,8) kullanarak Panora GYO için 4,83 TL fiyat tespit edilmiştir. Bu noktada halka açık GYO'lar içinde Net Aktif Değer olarak en büyük ikinci GYO olan ve birden fazla AVM'den kira geliri olan Torunlar GYO'nun da dahil edilebileceğini düşünüyoruz (fakat bu takdirde de emsal GYO'ların ortalama iskontosunun pek değişmeyeceğini not ediyoruz).

Sonrasında ise kira geliri ile firma değerinin kıyası ve FAVÖK ile firma değerinin karşılaştırması yöntemleriyle Panora GYO için sırasıyla 4,65 TL ve 5,18 TL hedef fiyat bulunmuştur. Bu hesaplamalara dair detayların açık ve net olarak sunulduğu kanaatindeyiz.

### Sonuç:

Fiyat Tespit Raporu'nun sonuç bölümünde şirketin yüksek doluluk oranı, kira gelirleri artışı ve temettü politikasının (%75 gibi oldukça yüksek oranlı nakit temettü ödeme garantisi) ve diğer olumlu yönlerini göz önüne alarak halka arzda birim pay değerinin (NAD'e göre %29,7 iskontolu olarak 4,70 TL şeklinde belirlendiği ifade ediliyor.

Bu iskonto benzer GYO (satışlarının %90 ve fazlası kira getirili AVM'lerden oluşan) iskontosu olan %27,8'in bir miktar üzerinde olmakla birlikte; Emlak Konut GYO hariç tutulduğunda ortaya çıkan GYO sektörünün ağırlıklı ortalama iskontosunun (%37,3) önemli oranda altındadır. Yeni halka arz olması nedeniyle halka arza katılacak yatırımcıya sağlanacak getiri potansiyelini de göz önüne alarak şirketin NAD'e göre iskontosunun %27,8-%37,3 bandında ama %37,3'e daha yakın seviyelerde olabileceğini düşünüyoruz.

Şirketin %75 gibi oldukça yüksek oranlı temettü ödeme garantisi ve hisseleri geri alma taahhüdünü aşağı yönlü riskleri sınırlama (ve NAD'e iskonto sınırlama) anlamında olumlu buluyoruz ve bu bağlamda belirlenen halka arz fiyatını da yukarıdaki çekincemize rağmen makul buluyoruz. Bununla birlikte iş modeli olarak Panora GYO'nun en yakın emsali sayılabilecek Akmerkez GYO'nun da esas sözleşmesinde dağıtılabilir karın %80'ini (nakit ya da hisse olarak) temettü verme politikası olduğunu ve de son dört senede dağıtılabilir net karın ortalama %85'ini nakit temettü olarak dağıttığını belirtmek istiyoruz. Akmerkez GYO rapor tarihi itibarıyla NAD'e göre %26,5 iskontoyla işlem görüyor.

Son olarak da duyarlılık analizi yapabilmek adına şirketin indirgenmiş nakit akımları analizinin de raporda sağlanmasının faydalı olabileceğini düşünüyoruz.

**Tera Menkul Değerler A.Ş.** Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 8 Maslak, İstanbul

**Tel: +90 212 365 1000**

[www.teramenkul.com](http://www.teramenkul.com)

**Research@terabrokers.com**

#### **ÇEKİNCE:**

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımnî hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevî zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

#### **Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 “ Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :**

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 olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.