

Panora GYO Analist Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanarak Asya Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Bilgileri

Panora GYO, Ankara'nın Çankaya ilçesinde yer alan Panora AVM'nin sahibi olup bu varlık, şirketin portföyünde yer alan tek varlık konumundadır.

Panora AVM, kurulu olduğu bölge itibarıyla Ankara'da gelir düzeyi yüksek olan bir semtte bulunmaktadır. 179.565 m² inşaat alanı, 118.964 m² alışveriş merkezi alanı ve 86.243 m² kiralanabilir alana sahiptir. Panora AVM toplam 30.707 m² alan üzerine kuruludur. Mağazaların dışında kültür merkezi, eğlence merkezi, ofis alanları ve otopark da mevcuttur.

Panora AVM, 2012 yılsonu itibarıyla %97 doluluk oranında sahiptir. 2007 yılında açılan alışveriş merkezinde kira sözleşmeleri beş yıllığına yapılmakta olup kira ödemeleri euro kuru üzerinden gerçekleştirilmektedir (Kur sabitlemesi yapılmaktadır).

Panora GYO mevcut durumda 53 ortaklı bir yapıya sahip olup hiçbir ortak "hâkim ortak" sayılabilecek bir hisse oranına sahip değildir. Şirketin ödenmiş sermayesi 87 milyon TL ve özsermayesi 508 milyon TL'dir.

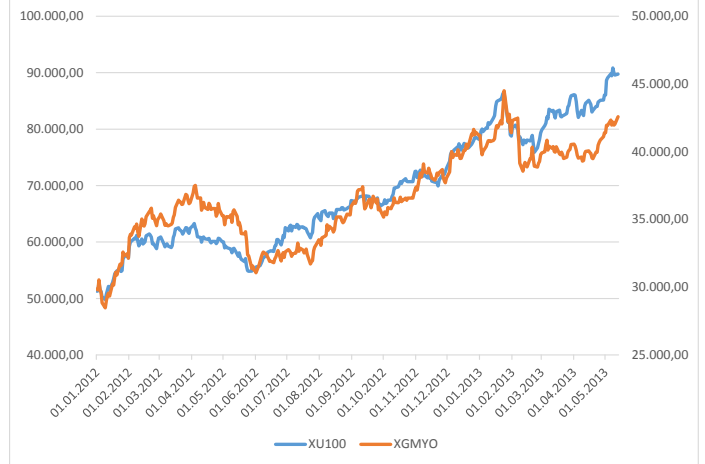
Şirketin 2012 yılında cirosu %13,2 artarak 48,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirlerinin yaklaşık 40 milyon TL'lik kısmı kira gelirlerinden ve diğer kısmı ise ortak kullanım alanı gelirlerinden oluşmaktadır. Şirketin mamul maliyetleri toplam 16,3 milyon TL (%33,4) olup bu giderlerin büyük çoğunluğu ortak alan kullanım giderleri (6,5 milyon TL), amortisman giderleri (5,8 milyon TL) ve personel giderlerinden (2,9 milyon TL) oluşmaktadır. 2012 yılında faaliyet giderleri 3,6 milyon TL (%7,4) olarak gerçekleşmiş olup bu giderlerin büyük çoğunluğu (3 milyon TL) reklam giderlerinden oluşmaktadır. Şirketin aynı dönemde net finansal geliri ise yaklaşık 1 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. 2012 yılında toplam 5,7 milyon TL vergi gideri olan şirketin net karı ise 24,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Halka Arz Bilgileri

Mevcut Sermaye	87.000.000 TL
Sermaye Artışı	0 TL
Ortak Satışı	21.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	87.000.000 TL
Nominal Halka Arz Tutarı	21.750.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%25

Hissedar	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Salih Bezci	%15,25	%11,44
Sinan Aydın Aygün	%11,50	%8,63
Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu	%8,67	%8,67
Bekir Akar	%5,50	%4,13
Zekeriya Fındıkoğlu	%4,45	%0,70
Osman Tokur	%4,00	%3,00
Halidun Hakçı	%3,00	%2,25
İsmet Kılıç	%3,00	%2,00
Diğer	%44,63	%34,18
Halka Açık	%0,00	%25,00

BİST 100 ve XGMYO Grafiği



Finansal Veriler (TL)	2011	2012
Aktif Büyüklük	136.677.796	610.989.862
Finansal Borçlar	2.748.926	9.223
Net Borç	-2.955.613	-13.025.821
Net Satışlar	43.140.616	48.840.186
Net Kar	18.648.165	24.237.138

Panora GYO Analist Raporu

Halka Arz Bilgileri

Panora GYO'nun toplam 87 milyon TL olan sermayesinin %25'i ortak satışı (21,75 milyon TL) şeklinde halka arz edilecektir. Halka arz işlemi sabit fiyatla talep toplama şeklinde olup 4,70 TL/hisse ile halka arz edilecektir. Şirketin halka arz piyasa değeri 408,9 milyon TL'dir. Şirket ortakları 2 yıl boyunca paylarını satmama taahhüdü vermekte olup bunun yanında şirket gelecek 2 yıl boyunca bedelli sermaye artışı yapmama taahhüdü vermektedir. Şirket ortakları, halka arz edilen hisse senetlerini geri alma taahhüdü de vermektedirler.

Piyasa Değeri Hakkında

Deniz Yatırım tarafından Panora GYO için hazırlanmış olan fiyat tespit raporuna göre şirket için 4,70 TL/hisse fiyat tespit edilmiş olup "düzeltilmiş net aktif değer" ve "piyasa çarpanları" analizleri ile değerlendirilmiştir.

Şirketin değerlemesinde şirket ile benzer faaliyetlere sahip olan Akmerkez, Doğuş, Reysaş, Servet ve TSKB gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çarpanları baz alınarak kıyaslama yapılmıştır. Bu şirketler, Panora GYO gibi kira geliri elde eden şirketlerdir. Bu şirketlerin piyasa değerleri ile net aktif değerleri kıyaslandığında (PD/Net Aktif Değer çarpanı) bu şirketlerin değerlendirilme tarihinde İMKB'de %27,8 iskonto ile işlem gördükleri, Panora GYO'nun ise %29,7'lik bir iskonto ile halka arz edildiği görülmektedir. Yine aynı şirketlerin kira geri dönüş süreleri ortalaması 10,4 yıl olurken Panora GYO'nun ise halka arz fiyatı üzerinden 10,5 yıllık bir kira geri dönüş süresine sahip olduğu görülmektedir.

İMKB'de işlem gören tüm gayrimenkul yatırım ortaklıklarının "PD/Net aktif değer" çarpanına göre %25,9 iskontolu işlem gördükleri görülmektedir.

Panora GYO'nun halka arz piyasa değeri ile yukarıda belirtmiş olduğumuz "PD/Net aktif değer" ve "kira dönüş süresi" kıyaslamalarında şirketin piyasaya paralel çarpanlarla halka arz ediliyor olduğu görülmektedir. Piyasa ortalamaları ile şirketin halka arz değerleri arasında önemli bir fark oluşmamaktadır.

Sonuç

Panora GYO, dağıtılabilir karın %75'ini dağıtma garantisi vermekte olup son üç yıl içerisinde ise dağıtılabilir karın tamamını temettü olarak dağıtmıştır. Şirketin sahip olduğu Panora AVM'nin kiralanabilir alanının tamamına yakını dolu olup sözleşmeleri ise 5 yılına gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle şirket her yıl düzenli kira geliri elde edebilmektedir. Şirket ortakları, halka arz sonrasında 90 gün boyunca geri alım garantisi vermektedirler.

Şirketin halka arz piyasa değeri ise İMKB'de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ortalama çarpanlarına yakın bir seviyede olup kayda değer bir halka arz iskontosu yapılmamıştır.

Şirketin piyasaya paralel bir değer üzerinden halka arz ediliyor olmasına karşın ortaklar tarafından geri alım garantisinin verilmesi Panora GYO'nun halka arz işleminde yatırımcı açısından riskini ortadan kaldırmaktadır. Diğer taraftan şirketin %75 temettü dağıtım garantisi vermesini de olumlu bulmaktayız.

Sonuç olarak Deniz Yatırım tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirilme kabul edilen 4,70 TL halka arz fiyatının, mevcut piyasa koşullarında makul bir fiyat olduğu görüşülmüştür.

Panora GYO Analist Raporu

UYARI: Bu rapordaki veriler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan derlemiş olup, yapılan yorumlar sadece ASYA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir ve bu bilgiler, herhangi bir yatırım aracı için olumlu/olumsuz bir vaat içermemektedir. Bu raporun ilgili yatırım konusunda her türlü veriyi içerdiği düşünülmemelidir. Bu raporda yer alan yorumlar, tavsiyeler ve diğer bütün bilgiler; yatırım danışmanlığı kapsamında değerlendirilemez. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu veriler, yaşanacak olan gelişmeler çerçevesinde yatırımcıya haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bunlara ilaveten, Asya Yatırım, raporların internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

Panora GYO Analist Raporu

BİLANÇO ('000 TL)	2010	2011	2012
Aktifler			
Dönen Varlıklar	12.765	11.400	17.034
Nakit Ve Nakit Benzerleri	4.389	5.705	13.052
Ticari Alacaklar	2.680	2.843	3.485
Diğer Alacaklar	1.263	3,4	3,8
Diğer Dönen Varlıklar	4.433	2.849	493
Duran Varlıklar	133.115	125.278	593.956
Maddi Duran Varlıklar	532	420	439
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8	15	14
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	125.999	121.382	591.988
Diğer Duran Varlıklar	1.386	1.722	1.514
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.191	1.738	0
Toplam Varlıklar	145.881	136.678	610.990

Pasifler			
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	25.809	7.860	5.090
Banka Kredileri	13.904	1.583	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.946	1.156	9
Ticari Borçlar	3.177	2.160	1.691.837
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.492	0	1.040
Karşılıklar	0	0	147
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.241	2.908	2.146
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.393	1.505	97.823
Banka Kredileri	1.295	0	0
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	978	10	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	3.050	1.389	227
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	70	106	177
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	97.419
Özkaynaklar	114.679	127.312	508.077
Toplam Kaynaklar	145.881	136.678	610.990

GELİR TABLOSU ('000 TL)	2010	2011	2012	2012 Marjları
Satış Gelirleri	35.018	43.141	48.840	100,0%
Satışların Maliyeti	-14.770	-15.214	-16.273	-33,3%
Brüt Kar	20.248	27.927	32.568	66,7%
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri	-2.516	-3.161	-2.968	-6,1%
Genel Yönetim Giderleri	-704	-598	-632	-1,3%
Toplam Faaliyet Giderleri	-3.220	-3.759	-3.600	-7,4%
Faaliyet Karı / Zararı	17.028	24.168	28.968	59,3%
Diğer Faaliyet Gelirleri	7.569	109	180	0,4%
Diğer Faaliyet Giderleri	-270	-211	-193	-0,4%
Finansal Gelirler	716	368	1.036	2,1%
Finansal Giderler	-2.066	-2.322	-52	-0,1%
Olağan Kar Veya Zarar	22.976	22.111	29.939	61,3%
Dönem Vergi Giderleri	-2.143	-10	-1.404	-2,9%
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	-1.807	-3.454	-4.298	-8,8%
Net Dönem Karı / Zararı	19.026	18.648	24.237	49,6%