

## Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarihli bülteninde yayımlanan, Kurul Karar Organı'nın 12.02.2013 tarih ve 5/145 sayılı kararındaki A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esasları'nın 7. maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır.*

### Panora GYO Hakkında Özet Bilgi

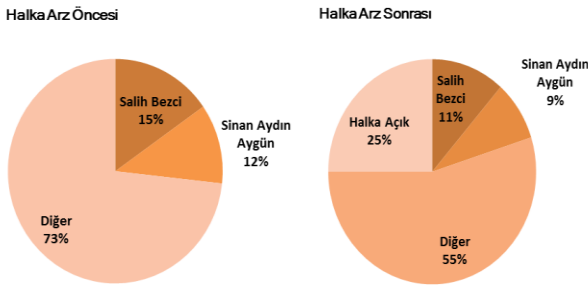
Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Panora GYO" ya da "Şirket"), Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş. ünvanı ile 2004 yılında kurulmuştur. Şirket'in GYO'ye dönüşüm başvurusu ise 2013 Mart ayında onaylanmıştır.

Panora GYO'nun ana faaliyeti mülkiyetinde bulunan Panora AVM'den kira geliri elde etmek olup, Panora AVM Şirket'in %100 iştiraki olan Panora İşletmecilik A.Ş. tarafından işletilmektedir.

Panora GYO portföyünde bulunan Panora AVM; 179.565 metrekare inşaat alanına, 86.242 metrekare kiralanabilir alana sahiptir. Ankara, Çankaya Oran'da yer alan Panora AVM 2007 yılı Aralık ayında faaliyete başlamıştır. Panora AVM'nin AVM'nin 2011 yılında yıllık ortalama doluluk oranı %95 olup, bu oran 2012'de %97 düzeyine yükselmiştir.

Şirket'in kira sözleşmelerinin büyük bir kısmı avro bazlıdır. Kiracılar ile yapılan kira sözleşmeleri sabit ya da ciro paylıdır. Şirket'in toplam kira gelirleri 2012 yılında 40 milyon TL'ye ulaşmış olup, FAVÖK marjı %71,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2012 yıl sonu proforma sonuçlara göre finansal borcu bulunmayan Şirket'in net nakit tutarı 13,1 milyon TL düzeyindedir.

### Hissedarlık Yapısı



### Halka Arz Bilgileri

<b>Halka Arz Tarihi</b>	: 15-16-17 Mayıs 2013
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	: 4.70 TL
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	: Sabit Fiyatla Talep Toplama
<b>Halka Arz Şekli</b>	: Ortak Satışı
<b>Sermaye</b>	: 87.000.000 TL
<b>Toplam Halka Arz (nominal)</b>	: 21.750.000 TL
<b>Halka Açılma Oranı</b>	: 25.0%
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	: 102.225.000 TL
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	: 408.900.000 TL
<b>Aracılık Şekli</b>	: En İyi Gayret Aracılığı
<b>İşlem göreceği Pazar</b>	: Kurumsal Ürünler Pazarı
<b>Tahsisat Grupları</b>	: Yurt İçi Bireysel: %90 Yurt İçi Kurumsal: %10
<b>Satmama Kararı</b>	: Şirket ve Ortaklar için 2 Yıl

### Halka Arz Teşvikleri

**%100 Geri Alım Garantisi:** Ortaklar, halka arz edilen payların tamamını 90 günün sonunda 4,76 TL olarak belirlenen primli fiyattan geri alabilecek kaynağı tahsis edecektir.

**Temettü Garantisi:** Panora GYO her yıl yıllık dağıtılabilir karın en az %75'ini pay sahiplerine nakden dağıtacaktır. Esas sözleşmenin kar dağıtım maddesine "Bu esaslar çerçevesinde ortaklık, her yıl pay sahiplerine yıllık dağıtılabilir karın en az %75'ini nakden dağıtacaktır" ifadesi eklenmiştir.

### Özet Finansallar, Mn TL

	2011	2012	2012 Proforma
Satış Gelirleri	43.1	48.8	48.8
Brüt Kar	28	32.5	32.5
FAVÖK	30	35	35
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>69.6%</i>	<i>71.3%</i>	<i>71.3%</i>
Net Kar	18.6	24.2	26.8
Aktifler	136.7	611.0	611.0
Yükümlülükler	9.4	102.9	29.4
Özkaynaklar	127.3	508.1	581.6

### Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Panora GYO için yapılan değerlendirme çalışması sonucunda 4,70 TL halka arz fiyatı belirlenmiştir. Fiyat tespitinde düzeltilmiş net aktif değeri ve benzer şirket analizi yöntemleri kullanılmıştır. Fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akımları (INA) analizi yöntemi kullanılmamıştır. Değerleme çalışmasında benzer şirket analizi yönteminde kullanılan çarpanlar ise şu şekildedir:

- Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri Çarpanı
- Düzeltilmiş Firma Değeri(\*)/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar) Çarpanı
- Düzeltilmiş Firma Değeri(\*)/Kira Gelirleri Çarpanı

Panora GYO'nun portföyü kira getirili tek bir gayrimenkulden oluştuğu için gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan Akmerkez GYO, Doğuş GYO, Reysaş GYO, Servet GYO ve TSKB GYO şirketleri analiz edilmiştir. Çalışmada portföyünde AVM yer almayan Reysaş GYO hesaplama dışında tutulmuştur.

Fiyat tespitinde Panora GYO'nun 2012 yılı sonu proforma finansal verileri kullanılmıştır. Proforma düzeltme kayıtları mevcut bilgilere göre hazırlanmış olup, bu düzeltmeler ortaklara temettü ödenmesi, Şirket'in Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki payının %100'e çıkartılması ve Şirket'in GYO dönüşümü sonrası kurumlar vergisinden istisna olması hususlarını içermektedir.

Şirket için düzeltilmiş net aktif değeri yöntemine göre 581,6 milyon TL değer tespit edilmiştir. Benzer şirket analizi yöntemine göre, PD/ Net Aktif Değeri çarpanı ile 420,0 milyon TL, FD/Kira geliri çarpanı ile 404,6 milyon TL ve FD/FAVÖK çarpanı ile 450,6 milyon TL piyasa değeri belirlenmiştir.

(\*) Şirketlerin piyasa değerine yükümlülüklerin eklenmesi, gayrimenkul portföyü dışındaki varlıkların çıkarılması sonucu firma değerine ulaşılmış ve bu değer kira getirili gayrimenkul payı ile çarpılması sonucu düzeltme yapılmıştır.

### Görüş

Şirket'in geleceğe yönelik tahminlerinin kamuya açıklanmamış olması nedeniyle fiyat tespit raporunda indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmamış olduğundan buna ilişkin tarafımızca bir değerlendirme yapılmamıştır.

Değerlemede Şirket'in 2012 yıl sonu nihai verileri yerine düzeltme kayıtlarının yapıldığı proforma verileri kullanılmıştır. Kurumlar vergisi istisnası nedeniyle bundan sonraki yıllarda da ertelenmiş vergi yükümlülüğü oluşmayacağı için proforma bilanço değerlerinin kullanılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.

## Sonuç

Şirket'in yüksek temettü dağıtım oranı ve portföyünde sadece tek bir gayrimenkulün olması nedeniyle benzer şirket analizi yönteminde bu yapıya daha yakın olan Akmerkez GYO'nun çarpanları ile tarafımızca bir değerlendirme yapılmıştır. Düzeltilmiş Firma Değeri/Kira Gelirleri Çarpanı sadece brüt kira gelirlerine göre bir analiz olduğu için tek başına yeterli bir gösterge olamayacağını düşündüğümüzden Akmerkez GYO'nun Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri Çarpanı ve Düzeltilmiş Firma Değeri/FAVÖK çarpanı göz önünde bulundurulmuştur. Bu analize göre, Akmerkez GYO'nun %26,5 iskontolu Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri Çarpanı ile 427,4 milyon TL, 12,8x Düzeltilmiş Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ile 435,0 milyon TL piyasa değeri tespit edilmiştir.

Sonuç olarak; finansal borcu olmayan ve yüksek kar payı taahhüdü olan Panora GYO için yapılan değerlendirme metodolojisi sonucunda tespit edilen hisse başına 4,70 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.