

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. HALKA ARZI FİYAT TESPİT RAPORU

1. Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket", "Panora GYO" veya "Ortaklık")

Panora GYO, Merkez Mühendislik Turizm ve Ticaret A.Ş. ismi ile 19 Nisan 2004 tarihinde Ankara, Türkiye'de kurulmuştur. Şirket'in adresi ve faaliyet merkezi Turan Güneş Bulvarı No:182/1 Oran Çankaya, Ankara'dır.

Merkez Mühendislik Turizm ve Ticaret A.Ş. 06.02.2013 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm için SPK'na başvuruda bulunmuş, dönüşüm başvurusu 14.03.2013 tarihinde onaylanmış, 02.04.2013 tarihinde Panora GYO A.Ş. olarak tescil olmuştur.

Panora GYO'nun faaliyet konusu, esas sözleşmesinin "Şirketin Amacı, Konusu ve Faaliyetleri" başlıklı 4. maddesinde yer almaktadır.

Esas Sözleşme 4. Madde: "Ortaklık, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak üzere faaliyet gösteren bir sermaye piyasası kurumudur."

Panora GYO portföyünde Ankara – Çankaya ilçesinde yer alan Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi ("Panora AVM") bulunmaktadır. Panora AVM yatırımı 2004 yılında başlamış olup, alışveriş merkezinin açılışı Aralık 2007'de gerçekleştirilmiştir.

Panora AVM, Panora GYO'nun %100 iştiraki olan Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş. (Sermayesi 100.000.-TL) tarafından işletilmektedir. Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki Panora GYO payı 31.12.2012 itibarıyla %80 iken, 31.03.2013 tarihinde %100'e çıkmıştır.

Panora GYO, 04.04.2013 tarihli yönetim kurulu kararıyla, mevcut ortaklarının sahip olduğu sermayenin %25'ine tekabül eden 21.750.000 TL nominal değerli B grubu payların ortak satışı yoluyla halka arz edilmesine karar vermiştir.

Panora GYO'nun personel sayısı 22.04.2013 tarihi itibarıyla 9 kişidir. (İşletmeci şirket ile birlikte toplam 56 kişi)

1.1. Ortaklık Yapısı ve Lider Sermayedar

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 1 TL itibarıyla 87.000.000 adet paya ayrılmış ve tamamı nakden ödenmiştir.

Ortaklık pay sahiplerinden Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu ve Salih Bezci bir araya gelmek suretiyle lider sermayedardır.

NE
JA

Ortaklar	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)
Salih Bezci	15,3%	13.267.500
Mustafa Rifat Hisarcıkıoğlu	8,7%	7.546.200
Sinan Aydın Aygün	11,5%	10.005.000
Zekeriya Fındıkoğlu	4,4%	3.873.250
Bekir Akar	5,5%	4.785.000
Osman Tokur	4,0%	3.480.000
Ahmet Ünsal	2,5%	2.175.000
Haldun Hakçı	3,0%	2.610.000
İsmet Kılıç	3,0%	2.610.000
Ali Teoman Akış	2,0%	1.740.000
Mustafa Ünsal	2,5%	2.175.000
Mehmet Sacit Güran	2,4%	2.066.250
Fikret Eskiyanan	2,0%	1.740.000
Hasan Coşkun	2,0%	1.740.000
Burhan Akkoç	2,0%	1.740.000
Yaşar Kunar	2,0%	1.740.000
Diğer 37 Ortak	27,2%	23.706.800
Toplam	100,00%	87.000.000

1.2 Portföy

Panora GYO portföyünde bulunan Panora AVM; 179.565 metrekare inşaat alanına, 86.242 metrekare kiralanabilir alana sahiptir. Adını panoramik görüntüsünden almaktadır.

Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi'nde toplamda 242 adet bağımsız bölüm halinde kiralanabilir alan planlanmıştır. Alışveriş merkezinde yer alan mevcut kiracı mağazaların kategorilerine göre alansal dağılımı aşağıda listelenmiştir. Alışveriş merkezi 31.12.2012 tarihi itibarıyla %98 oranında doluluk oranına sahiptir.

Fonksiyon	Alan (m ²)
Dükkan Alanları	84.956,00
Depo Alanları	924,50
Kiosk ve Stand Alanları	257,00
Baz İstasyonu	105,00
Ara Toplam	86.242,50
Banka ATM Alanları	-
Taksi Durađı ve Vale	-
Genel Toplam	86.242,50

Panora GYO'nun yıllar itibarıyla ortalama doluluk oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	2008	2009	2010	2011	2012
Panora GYO Yıllık Ortalama Doluluk Oranı	84%	94%	92%	95%	97%

İş merkezlerinin, büyük kurumların, büyükelçiliklerin, Başbakanlığın, Çankaya Köşkü'nün bulunduğu Ankara'nın yüksek gelir düzeyine sahip ilçesi Çankaya'nın Oran mevkiinde bulunan Panora AVM, şehrin gözde alışveriş ve yaşam merkezlerinden birisidir. 190'ı aşkın markaya ev sahipliği yapan Panora AVM Uluslararası Alışveriş Merkezleri Derneği tarafından, Avrupa'nın En İyi Alışveriş Merkezi Yarışması'nda Jüri Özel Ödülünü (2009) almıştır.

Aşağıdaki tabloda özet sonuçları yer alan Panora AVM'nin gayrimenkul değerlemesi TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından yapılmıştır.

Gayrimenkul	Maliyet Yaklaşımı (TL)	Gelir İndirgeme Yaklaşımı (TL)	Sigorta Değeri (TL)	Rapor Tarihi
Panora AVM	398.601.000	591.988.000	182.258.475	31.12.2012

Ankara'da mevcut durumda faal olan 42 adet alışveriş merkezi ve inşaat halinde 5 adet alışveriş merkezi bulunmaktadır. Alışveriş merkezlerinin konumları genel özellik ve dağılımlarına göre incelendiğinde Çankaya, Yenimahalle, Keçiören ve Etimesgut ilçelerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

Çankaya ilçesinde mevcutta toplam 15 adet alışveriş merkezi bulunmaktadır. ICSC (International Council of Shopping Centers) standartlarına göre Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi "ÇOK BÜYÜK" geleneksel alışveriş merkezleri kategorisinde olup, Ankara'nın önemli çekim merkezlerinden biridir.

1.3. Mali Veriler

1.3.1 Seçilmiş Gelir Tablosu Kalemleri

TL	2010	2011	2012
Satış gelirleri	35.018.207	43.140.616	48.840.186
Brüt Kar	20.247.979	27.926.604	32.567.590
Faaliyet Karı	24.326.551	24.064.849	28.955.610
Dönem Karı	19.026.299	18.648.165	24.237.138
Amortisman ve İtfa Gideri	5.834.773	5.876.748	5.811.506

2010, 2011 ve 2012 yılları itibariyle satış gelirlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir.

TL	2010	2011	2012
Kira gelirleri	27.601.397	34.729.841	40.081.913
<i>Kira Geliri Yıllık Artış Oranı</i>		<i>%25,8</i>	<i>%15,4</i>
Ortak alan katılım payı gelirleri*	7.353.839	8.367.770	8.691.250
Diğer gelirler	62.971	43.005	67.023
Toplam	35.018.207	43.140.616	48.840.186

* Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş. bağımsız bölümlerden ortak alan katılım payı geliri elde etmektedir.

Panora GYO, kira gelirlerini bir önceki yıla göre 2012 yılında %15,4, 2011 yılında ise %25,8 artırmıştır.

Kira gelirlerindeki artış; doluluk oranının artışından, 2008 yılından itibaren uygulanan kira indirim oranlarının yıllar itibariyle düşürülmesinden (2012 yılı başından itibaren indirim uygulanmamaktadır) ve döviz cinsinden kiralarda kur sabitlemesinde kullanılan kur artışından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in imzaladığı kira sözleşmeleri incelendiğinde iki tip kira sözleşmesi bulunmaktadır. Bir kısım kiracılar ile sabit kira bedeli üzerinden kira sözleşmesi (cirosuz kira sözleşmesi), bir kısım kiracılar ile ise yıllık ciroları dikkate alınmak suretiyle belirlenen kira bedelleri üzerinden kira sözleşmesi yapılmaktadır (cirolu kira sözleşmesi).

Kira sözleşmeleri Euro bazlı olup kira ödemelerinde zaman zaman tavan kur uygulaması yapılmaktadır. Örneğin, Temmuz 2011 ayından Haziran 2013 sonuna kadar geçerli olmak üzere tavan kur 1 Euro=2,25 TL olarak uygulanmaktadır. Her ayın 5. günündeki TCMB döviz satış kuru tavan kurun altında ise TCMB döviz satış kuru, üstünde ise tavan kur uygulanmaktadır. Panora GYO Yönetim Kurulu'nun bu yönde aldığı karar 2013 Haziran sonuna kadar geçerlidir. Daha sonraki dönemler için uygulanıp uygulanmayacağı Yönetim Kurulu'nun uhdesindedir.

Her bir kiracı; ortak giderlere, İşletme Yönetmeliği'nde belirtilen katsayılara göre kiraladığı bağımsız bölümün yüzölçümü esas alınarak belirlenecek meblağ kadar katılacak ve elektrik, su, doğalgaz, telefon vb. giderler kiracılar tarafından ödenecektir. İstisnai olarak, bazı kiracılardan kira sözleşmelerinde belirtilen kira bedeli dışında bir ortak gider bedeli alınmamakta olup, bu kiracılardan alınan kira bedellerine ortak gider bedelleri de dahil edilmiştir. Bir başka deyişle sözkonusu kiracılar kira bedeli dışında ayrıca ortak giderlere katılım payı ödememektedirler. Bu ortak giderlere katılım Panora GYO tarafından ödenmektedir.

1.3.2 Mali Tablolar

Şirketin 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 tarihleri itibarıyla hazırlanan konsolide finansal tabloları DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (Member of **DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED**) tarafından denetlenmiştir.

31.12.2012 tarihinden sonra Panora GYO mali tablolarında değişiklik yaratacak aşağıdaki işlemler gerçekleşmiştir.

- Şirket, 31 Mart 2013 tarihli Olağan Genel Kurul'unda ortaklarına 23.890.200 TL tutarında temettü ödenmesine karar vermiştir.
- Şirket, 21 Şubat 2013 tarihli Yönetim Kurulu Kararı'na istinaden Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki ortaklık payını % 100'e çıkarmıştır. Şirket, 31 Aralık 2012 tarihi itibarı ile 80.000 TL ile ortağı olduğu 100.000 TL sermayeli Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki 20.000 TL nominal değerli hisseleri 20.000 TL'ye satın almıştır. Satın alım fiyatının halka arz masraflarından mahsup edilmek üzere "Ortaklara Borçlar" hesabına kaydedilmesine karar verilmiştir.
- Şirket Sermaye Piyasası Kurulu'nun 20 Mart 2013 tarih ve 12233903-325.01-256-2830 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşüm izni ile ticari ünvanını 31 Mart 2013 tarihinde yaptığı olağanüstü genel kurul ile Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiş ve Şirket ticari ünvanı 2 Nisan 2013 tarihinde tescil edilmiştir. Şirket, tescil tarihi olan 2 Nisan 2013 tarihinden sonra, 21 Haziran 2006 tarih ve 26205 no'lu Resmi Gazete'de yayınlanan 5520 no'lu Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5. maddesinin 1. fıkrasının d bendi uyarınca kurumlar vergisinden istisnadır.

Yukarıdaki işlemlerin etkilerini 31 Aralık 2012 konsolide mali tablolara yansıtmak amacıyla Şirket yönetimi tarafından yapılan düzeltmeler üzerinde DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 24 Nisan 2013 tarihli "31 Aralık 2012 Tarihi İtibarıyla Hazırlanan Denetlenmemiş Proforma Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Güvence Raporu" hazırlanmıştır.

İlgili raporun 3 nolu "Proforma Düzeltme Kayıtları" bölümü aşağıda yer almaktadır.

Proforma düzeltme kayıtları mevcut bilgilere göre hazırlanmıştır ve Grup Yönetimi'nin makul bulduğu belirli varsayımları ve düzeltmeleri kapsamaktadır. Bu düzeltmeler Not 1'de açıklandığı üzere 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.

Proforma düzeltme kayıtları:

- 23.890.200 TL tutarındaki temettü ödemesi 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla geçmiş yıl karlarından düşülerek, diğer kısa vadeli yükümlülükler içerisinde ilişkili taraflara borçlar hesabına eklenmiştir.
- Şirket Sermaye Piyasası Kurulu'nun 20 Mart 2013 tarih ve 12233903-325.01-256-2830 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşüm izni ile ticari ünvanını 31 Mart 2013 tarihinde yaptığı olağanüstü genel kurul ile Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiş ve Şirket ticari ünvanı 2 Nisan 2013 tarihinde tescil edilmiştir. Şirket, tescil tarihi olan 2 Nisan 2013 tarihi itibarıyla kurumlar vergisinden istisna olmuştur. Söz konusu durumun 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla raporlanan tutarlara etkisini sunmak amacıyla varlıkların ve yükümlülüklerin ilişikteki proforma konsolide finansal tablolarda gösterilen tutarları ile yasal vergi matrahı hesabında dikkate alınan tutarları arasındaki geçici farklılıkların ertelenmiş vergi etkileri 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla hazırlanan proforma konsolide finansal tablolarda sıfır kabul edilmiştir.
- Şirket, 31 Aralık 2012 tarihi itibarı ile 80.000 TL ile ortağı olduğu 100.000 TL sermayeli Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki 20.000 TL nominal değerli hisseleri 20.000 TL'ye satın almıştır. Söz konusu işlemin 31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla raporlanan tutarlara etkisini sunmak amacıyla ilişikteki proforma konsolide finansal tablolarda Şirket'in Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki ortaklık payı % 100'e çıkartılmış ve kontrol gücü olmayan paylar sıfır olarak kabul edilmiştir. Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş. hisselerinin alım bedeli olan 20.000 TL ise diğer kısa vadeli yükümlülükler içerisinde ilişkili taraflara borçlar hesabına eklenmiştir.

1.3.2.1 Bilanço

	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2010	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2011	Cari Dönem 31 Aralık 2012	Proforma 31 Aralık 2012
VARLIKLAR, TL				
DÖNEN VARLIKLAR	12.765.153	11.399.875	17.034.311	17.034.311
Nakit ve nakit benzerleri	4.388.802	5.704.539	13.052.382	13.052.382
Ticari alacaklar	2.679.976	2.843.355	3.484.690	3.484.690
<i>Ticari alacaklar</i>	<i>2.679.976</i>	<i>2.843.355</i>	<i>3.484.266</i>	<i>3.484.266</i>
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>424</i>	<i>424</i>
Diğer alacaklar	1.263.133	3.408	3.799	3.799
Diğer dönen varlıklar	4.433.242	2.848.573	493.440	493.440
DURAN VARLIKLAR	133.115.494	125.277.921	593.955.551	593.989.095
Maddi duran varlıklar	531.879	420.401	439.041	439.041
Maddi olmayan duran varlıklar	7.585	15.434	14.177	14.177
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	125.999.122	121.381.908	591.988.325	591.988.325
Diğer duran varlıklar	1.385.652	1.722.473	1.514.008	1.514.008
Ertelenen vergi varlığı	5.191.256	1.737.705	-	33.544
TOPLAM VARLIKLAR	145.880.647	136.677.796	610.989.862	611.023.406

KAYNAKLAR, TL	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2010	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2011	Cari Dönem 31 Aralık 2012	Proforma 31 Aralık 2012
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	25.808.789	7.859.991	5.089.837	29.000.037
Banka kredileri	13.903.937	1.582.934	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar	4.946.468	1.156.408	9.223	9.223
Ticari borçlar	3.176.850	2.159.761	1.691.837	1.691.837
<i>Ticari borçlar</i>	<i>3.167.734</i>	<i>2.159.761</i>	<i>1.539.072</i>	<i>1.539.072</i>
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>9.116</i>	-	<i>152.765</i>	<i>152.765</i>
Dönem karı vergi yükümlülüğü	1.492.289	-	1.040.209	1.040.209
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	48.151	52.697	55.975	55.975
Karşılıklar	-	-	146.500	146.500
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2.241.094	2.908.191	2.146.093	26.056.293
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	5.392.619	1.505.401	97.823.302	404.415
Banka kredileri	1.294.776	-	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar	977.672	9.584	-	-
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	3.050.208	1.389.449	227.020	227.020
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	69.963	106.368	177.395	177.395
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	97.418.887	-
ÖZKAYNAKLAR	114.679.239	127.312.404	508.076.723	581.618.954
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	114.750.256	127.396.610	508.062.033	581.618.954
Ödenmiş sermaye	87.000.000	87.000.000	87.000.000	87.000.000
Sermaye düzeltmesi farkları	3.031	3.031	3.031	3.031
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	-	868.109	3.763.611	3.763.611
Geçmiş yıl karları	8.629.972	20.864.116	393.157.149	464.021.314
Dönem karı	19.117.253	18.661.354	24.138.242	26.830.998
Kontrol gücü olmayan paylar	(71.017)	(84.206)	14.690	-
TOPLAM KAYNAKLAR	145.880.647	136.677.796	610.989.862	611.023.406

1.3.2.2 Gelir Tablosu

Gelir Tablosu, TL	Geçmiş Dönem 1 Ocak- 31 Aralık 2010	Geçmiş Dönem 1 Ocak- 31 Aralık 2011	Cari Dönem 1 Ocak- 31 Aralık 2012	Proforma 1 Ocak- 31 Aralık 2012
Satış gelirleri	35.018.207	43.140.616	48.840.186	48.840.186
Satışların maliyeti (-)	(14.770.228)	(15.214.012)	(16.272.596)	(16.272.596)
BRÜT KAR	20.247.979	27.926.604	32.567.590	32.567.590
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(2.516.154)	(3.160.584)	(2.967.861)	(2.967.861)
Genel yönetim giderleri (-)	(703.772)	(598.493)	(631.784)	(631.784)
Diğer faaliyet gelirleri	7.568.689	108.659	180.302	180.302
Diğer faaliyet giderleri (-)	(270.191)	(211.337)	(192.637)	(192.637)
FAALİYET KARI	24.326.551	24.064.849	28.955.610	28.955.610
Finansal gelirler	715.892	368.282	1.035.770	1.035.770
Finansal giderler (-)	(2.066.215)	(2.321.682)	(52.065)	(52.065)
VERGİ ÖNCESİ KAR	22.976.228	22.111.449	29.939.315	29.939.315
Vergi gideri	(3.949.929)	(3.463.284)	(5.702.177)	(3.108.317)
Dönem vergi gideri	(2.143.086)	(9.733)	(1.404.156)	(1.404.156)
Ertelenmiş vergi gideri	(1.806.843)	(3.453.551)	(4.298.021)	(1.704.161)
DÖNEM KARI	19.026.299	18.648.165	24.237.138	26.830.998
Dönem karının dağılımı	19.026.299	18.648.165	24.237.138	26.830.998
Ana ortaklık payları	19.117.253	18.661.354	24.138.242	26.830.998
Kontrol gücü olmayan paylar	(90.954)	(13.189)	98.896	-
1 adet hisse başına kazanç (TL)	0,220	0,215	0,277	0,308

1.4. İmtiyazlı Hisseler, Satmama Taahhüdü ve Karın Dağıtım Taahhüdü

1.4.1 İmtiyazlı Paylar

Ortaklık paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 2 (iki) yıl sonra kendiliğinden sona erecek imtiyazlı paylara ilişkin esas sözleşmedeki madde alıntıları (madde 6 ve madde 7) aşağıda yer almaktadır.

Çıkarılmış sermayenin 15.000 adedi A grubu hamiline yazılı paylardan, 86.985.000 adedi ise B grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır.

Şirket Esas Sözleşmesinin 7. Maddesine göre A Grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Buna göre, Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı, A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Ortaklık Genel Kurulu tarafından seçilmek zorundadır. İmtiyazlı payların herhangi bir şekilde devri halinde (veraseten intikal hali hariç olmak üzere), devre konu paylar derhal ve kendiliğinden imtiyazlarını kaybederler ve devredilmiş olan paylar imtiyazsız B grubu hamiline yazılı pay haline dönüşür.

Ortaklık paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 2 (iki) yıl sonra; tüm imtiyazlar kendiliğinden ortadan kalkacaktır ve tüm paylar grup ayrımı olmaksızın tek tip hamiline yazılı paya dönüşecektir.

1.4.2 Satmama Taahhüdü

Ortaklık paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 2 (iki) yıl süreyle ortakların satmama taahhüdüne ilişkin esas sözleşmedeki madde alıntısı (madde 6) aşağıda yer almaktadır.

Ayrıca ilk halka arz öncesi mevcut tüm Ortaklar ilk halka arzda satışa sundukları paylar hariç olmak üzere Ortaklık paylarının Borsada işlem görmeye başlamasını takip eden 2 yıllık süre boyunca halka arz, yoluyla veya halka arz edilmeksizin Borsa'da pay satışı yapmamayı taahhüt ederler. Bu 2 yıllık süre içinde Ortaklar'ın rüçhan hakları kısıtlanarak sermaye artırımını yoluyla yeni pay halka arzı da gerçekleştirilemez. Bu hal dışında hamiline yazılı payların devri sınırlandırılmaz.

1.4.3 Karın Dağıtım Taahhüdü

Panora GYO, dağıtılabilir karının en az %75'ini nakit kar payı olarak dağıtmayı esas sözleşmesinde taahhüt etmektedir.

Karın tespiti ve dağıtılmasına ilişkin esas sözleşmenin 29.maddesi aşağıda yer almaktadır.

Esas Sözleşme Madde 29 : KARIN DAĞITIMI

Ortaklık kar dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatında yer alan düzenlemelere uyar.

Birinci Tertip Kanuni Yedek Akçe

a)Yıllık karın % 5'i, Türk Ticaret Kanunu'nun 519. maddesi uyarınca ödenmiş sermayenin %20'sini buluncaya kadar birinci tertip kanuni yedek akçe olarak ayrılır.

Birinci Temettü

b) Pay sahiplerine %5 oranında nakden kar payı ödenir.

c) İkinci Tertip Kanuni Yedek Akçe

Türk Ticaret Kanunu'nun 519.maddesinin 2. fıkrası (c) bendi gereğince; pay sahiplerine çıkarılmış sermayenin %5'i oranında kar payı ödendikten sonra, kardan pay alacak kişilere dağıtılacak toplam tutarın onda biri ikinci tertip kanuni yedek akçe olarak ayrılır.

İkinci Temettü

d) Safi kardan (a) (b) ve (c) bentlerinde yer alan hususlar düşüldükten sonra kalan kısmı genel kurul kısmen veya tamamen ikinci temettü payı olarak dağıtmaya, dönem sonu kar olarak bilânçoda bırakmaya, kanuni veya ihtiyari yedek akçelere ilave etmeye veya olağanüstü yedek akçe olarak ayırmaya yetkilidir.

e) Bu esaslar çerçevesinde Ortaklık, her yıl pay sahiplerine yıllık dağıtılabilir karın en az %75'ini pay sahiplerine nakden dağıtacaktır.

f) Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ile bu esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen birinci temettü ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.

g) Kâr payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.

h) Sermaye Piyasası Kanunu'nun 20. maddesindeki düzenlemeler çerçevesinde ortaklara kar payı avansı dağıtılabilir.

Panora GYO'nun son 3 yıla ilişkin dağıtılabilir kar tutarları ve dağıtılan nakit kar payı tutarları da aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon TL		2010 (Yasal Kayıtlara Göre)	2011 (Yasal Kayıtlara Göre)	2012 (Yasal Kayıtlara Göre)	3 Yıl Toplam (Yasal Kayıtlara Göre)
1	Net Dönem Karı	17,1	20,8	27,5	65,4
2	Geçmiş Yıllar Zararları	5,2			5,2
3	Birinci Tertip Yasal Yedek	0,7	1,0	1,4	3,2
4	Birinci temettünün hesaplanacağı net dağıtılabilir dönem karı (1-2-3)	11,2	19,8	26,1	57,0
5	Ortaklara 1. Temettü	4,4	4,4	4,4	13,1
6	İkinci Tertip Yasal Yedek	0,2	1,9	2,2	4,2
7	Ortaklara 2. Temettü	1,7	18,6	19,5	39,8
8	Dağıtılan Toplam Temettü (5+7)	6,0	22,9	23,9	52,8
9	Birinci temettünün hesaplanacağı net dağıtılabilir dönem karı - İkinci Tertip Yasal Yedek (4-6)	11,0	17,9	23,9	52,8
Dağıtım Oranı (8)/(9)		54,5%	128,0%	100,0%	100,0%

2. Değerleme

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde; Düzeltilmiş Net Aktif Değeri ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemleri kullanılmıştır.

2.1 Düzeltilmiş Net Aktif Değeri Yöntemi

Net Aktif Değeri;

Net Aktif Değeri varlıkların rayiç değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır.

- Varlıkların rayiç değeri hesaplaması için;

- Gayrimenkullerin ekspertiz değerleri,
- İştiraklerin değerlendirme raporları,
- Para ve sermaye piyasası araçları,
- Hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler dikkate alınır.

- Yükümlülükler için ise finansal ve finansal olmayan tüm borçlar dikkate alınır.

- Varlıkların rayiç değeri ile yükümlülüklerin farkı Net Aktif Değeri ifade etmektedir.

Şirket'in 31.12.2012 tarihli proforma mali tablolarına göre;

- Yatırım amaçlı gayrimenkullerinin rayiç değeri 592,0 milyon TL'dir.
- Para ve sermaye piyasası araçları, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin toplamı 19 milyon TL'dir.

Bu şekilde varlıkların rayiç değer toplamı 611 milyon TL'dir.

Proforma mali tabloda yer alan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller'in ekspertiz değeri TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 31.12.2012 tarihli değerlendirme raporundan alınmıştır.

Şirket'in 31.12.2012 proforma finansal mali tablolarda yer alan yükümlülükleri ise 29,4 milyon TL'dir.

Panora GYO'nun 31.12.2012 proforma bilançosuna göre Düzeltilmiş Net Aktif Değeri (Ana Ortaklığa Ait Özkaynakları) 581,6 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Şirketin çıkarılmış sermayesi 87.000.000 TL olup, 87.000.000 adet paya bölünmüştür. Buna göre pay başına düzeltilmiş net aktif değer 6,69 TL'dir.

2.2. Piyasa Çarpanları Analizi'ne Göre Olası Değer Hesaplanması (Benzer Şirketlere Göre Değerleme)

Piyasa çarpanları analizi; hisse senetleri piyasasının etkin işlediği varsayılarak, halka açık olmayan şirketlerin işlem gören şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır.

Analiz; değer tespiti yapılacak şirketin, benzer nitelikteki veya ölçüt olabilecek işlem gören şirketlerin ve/veya şirketler grubunun ciro, faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK" veya "EBITDA"), özsermaye (defter değeri), net aktif değeri gibi verilerinin piyasa değerleri ile karşılaştırılması suretiyle yapılmaktadır.

2.2.1. Piyasa Değeri ile Net Aktif Değerleri Karşılaştırması

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları için en önemli rasyo piyasa değeri ve net aktif değerinin karşılaştırılmasıdır. Şirket varlıklarının ekspertiz değerleri dikkate alınarak hesaplanacak düzeltilmiş özkaynaklar Net Aktif Değeri ifade etmektedir.

Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların 29.04.2013 tarihi itibarıyla net aktif değerleri ve piyasa değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(Milyon TL) GYO'lar	Gayrimenkul Toplamı (Ekspertiz Değerleri)	İştirakler	Likit Varlıklar	* Diğer Var./ Yüküm.	Net Aktif Değeri	Piyasa Değeri	İskonto / Prim (%)
Atakule	160	0	85	1	247	120	-51,3%
Akfen	616	527	1	-169	975	300	-69,2%
Akiş	629	181	2	-332	481	427	-11,2%
Akmerkez	945	0	44	-46	943	693	-26,5%
Alarko	166	0	133	6	305	218	-28,4%
Ata	5	0	22	0	27	31	13,8%
Avrasya	84	0	6	15	106	45	-57,1%
Doğuş	188	0	38	0	226	176	-21,9%
Emlak Konut	8.783	0	826	-1.726	7.883	7.600	-3,6%
Halk	1.072	0	7	121	1.200	802	-33,2%
İdealist	8	0	1	1	9	24	160,9%
İş	1.928	0	93	-240	1.781	930	-47,8%
Kiler	801	0	24	-20	805	231	-71,3%
Martı	253	0	1	-6	248	55	-77,8%
Nurul	477	0	0	-407	70	318	356,1%
Özderici	117	0	4	-18	104	113	8,7%
Özak	461	345	5	-137	674	300	-55,5%
Pera	194	4	4	-43	160	53	-67,1%
Reysaş	460	5	19	-20	464	127	-72,6%
Saf	1.565	14	86	-360	1.306	798	-38,9%
Sinpaş	1.109	124	42	-157	1.118	822	-26,4%
Servet	171	0	31	-11	191	141	-26,1%
Torunlar	3.266	488	435	-1.298	2.891	2.095	-27,5%
TSKB	328	0	22	-115	235	141	-40,0%
Vakıf	223	0	53	-2	274	487	77,6%
Yeşil	824	0	25	-338	511	162	-68,3%
Yapı Kredi Koray	65	53	0	-53	65	49	-25,2%

Net Aktif Değer, 31.12.2012 tarihli solo mali verileri ile hesaplanmıştır.
Net Aktif Değer = Toplam Varlıklar - Toplam Yükümlülükler
(2012 yılı karından dağıtılan nakit kar payı tutarları dikkate alınmıştır)
*Diğer Varlık/Yükümlülükler = Alacaklar - Borçlar - Nakit Kar Payı

Ağırlıklı Ortalama ile İskonto	-25,9%
Emlak Konut Hariç Ağırl. Ort. İle İskonto	-37,3%
Medyan ile İskonto	-28,4%
Emlak Konut Hariç Medyan ile İskonto	-30,8%

Panora GYO portföyünün tamamı kira getirili gayrimenkulden (AVM) 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. Analiz edilen şirketlerin piyasa değerleri, gayrimenkul varlıkları (ekspertiz değerleri ile) ve net aktif değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Portföyü ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO hesaplama dışı tutulmuştur.

(Milyon TL) GYO'lar	Arsa (1)	Kira Getirili Gayrimenkuller (2)				Proje (3)	İştirak (4)	Likit Varlıklar (5)	*Diğer Var/ Yüküm. (6)	Net Aktif Değeri	Piyasa Değeri	İskonto / Prim (%)
		Ofis	AVM	Turistik Tesis	Depo							
Akmerkez	0	0	945	0	0	0	0	44	-46	943	693	-26,5%
Doğuş	0	0	184	0	0	4	0	38	0	226	176	-21,9%
Reysaş	48	0	0	0	412	0	5	19	-20	464	127	-72,6%
Servet	0	22	126	0	24	0	0	36	-16	191	141	-26,1%
TSKB	0	98	212	0	0	19	0	22	-115	235	141	-40,0%
Toplam	48	119	1.466	0	436	23	5	159	-197	2.059	1.279	-37,9%
Portföyü Ağırlıklı Olarak Endüstriyel Binalardan Oluşan ve AVM İçermeyen Reysaş GYO Hariç												
-27,8%												

*Diğer Varlık/Yükümlükler = Alacaklar - Borçlar - Nakit Kar Pay

Net Aktif Değeri = 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6

(Akmerkez GYO'nun 31.12.2012 tarihinden sonra dağıttığı 45,4 milyon TL nakit kar payı dikkate alınmıştır)

Panora	0,0	0,0	592,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,1	-23,4	581,6	420,0	-27,8%
---------------	-----	-----	-------	-----	-----	-----	-----	------	-------	--------------	--------------	---------------

Panora GYO Pay Başına Değer 4,83 TL

İncelenen benzer şirketlerin 29.04.2013 tarihli piyasa değerleri, son ekspertiz raporları ve 31.12.2012 mali verileri baz alındığında net aktif değerlerine göre %27,8 iskontoyla işlem gördüğü hesaplanmıştır. Portföyü ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO hesaplama dışı tutulmuştur.

Gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların %27,8 olan iskontosunun Panora GYO'nun Net Aktif Değeri'ne uygulanması durumunda Panora GYO için şirket değeri 420,0 milyon TL, pay başına değer 4,83 TL olarak tespit edilmektedir.

2.2.2 Benzer Şirketlerin Gelir Tablosu Detayları

Benzer şirketler incelenirken Piyasa Değeri – Net Aktif Değeri karşılaştırmasının yanında kira geliri ve FAVÖK geri dönüş sürelerinin Panora GYO'ya uyarlanması suretiyle de değer tespiti yapılmıştır. Değer tespitinde benzer şirket olarak incelenen Akmerkez GYO, Doğuş GYO, Reysaş GYO, Servet GYO ve TSKB GYO'nun seçilmiş gelir tablosu verileri ile Panora GYO'nun seçilmiş proforma gelir tablosu verileri aşağıda yer almaktadır. FAVÖK hesaplamalarında kira getirisi dışında oluşan alım satım kazançları dikkate alınmamıştır.

Milyon TL	Akmerkez	Doğuş	Reysaş	Servet	TSKB	Panora
Satışlar	78,0	14,4	48,2	90,0	16,2	48,8
Kira Gelirleri	71,1	14,3	27,9	12,5	13,7	40,1
Ortak Alan Gelirleri	4,4	0,0	0,0	0,0	2,5	8,7
Apart Otel Kira Gelirleri	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Üst Hakkı ve Diğer Gelirler	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Gayrimenkul Satış Gelirleri	0,0	0,0	20,2	38,0	0,0	0,0
Arsa Satış Gelirleri	0,0	0,0	0,0	39,6	0,0	0,0
Satışların Maliyeti	23,9	1,8	14,1	20,2	5,2	16,3
Gayrimenkul ve İşletme Giderleri	20,1	1,8	0,7	1,7	5,2	10,6
Amortisman Giderleri	3,8	0,0	7,7	0,0	0,0	5,7
Satılan Arsa Maliyeti	0,0	0,0	5,8	2,6	0,0	0,0
Satılan Gayrimenkul Maliyeti	0,0	0,0	0,0	15,9	0,0	0,0
Brüt Kar	54,1	12,6	34,1	69,8	11,0	32,6
Brüt Kar (Alım Satım Hariç)	54,1	12,6	19,6	10,8	11,0	32,6
Brüt Kar (Alım Satım ve Amortisman Hariç)	57,9	12,6	27,3	10,8	11,0	38,3
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,4	1,0	3,0
Genel Yönetim Giderleri	3,6	3,0	3,6	2,7	2,3	0,6
Esas Faaliyet Karı	50,5	9,6	30,5	66,7	7,8	29,0
Esas Faaliyet Karı (Alım Satım Hariç)	50,5	9,6	16,0	7,7	7,8	29,0
Esas Faaliyet Karı (Alım Satım ve Amortisma	54,3	9,8	23,7	7,7	7,8	34,8
Diğer Faaliyet Gelir/Gider	0,6	0,1	2,6	0,4	0,5	0,0
Yat. Ama. Gayr. Değer Artışları	0,0	25,1	0,0	6,9	7,4	0,0
Finansal Gelir/Gider	3,3	2,7	-2,0	21,7	1,4	1,0
Vergi Gideri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,1
Net Kar	54,3	37,5	31,0	95,8	17,0	26,8
Net Kar (Alım Satım Hariç)	54,3	37,5	16,6	36,8	17,0	26,8
FAVÖK (Alım Satım ve Değer Artışları Hariç)	54,3	9,8	23,7	7,7	7,8	34,8

2.2.3 Kira Geliri ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların yıllık kira getirileri ile düzeltilmiş piyasa değerlerinin karşılaştırmasının değerlendirme için önemli bir alternatif olduğunu düşünüyoruz. Bu analizde; şirketlerin piyasa değerine, yükümlülüklerin eklenmesi ve gayrimenkul portföyü dışındaki varlıkların çıkarılması sonucu ulaşılan firma değeri (aşağıdaki tabloda Firma Değeri-1) hesaplanmaktadır. Hesaplanan değer, kira getirili gayrimenkul payı (gayrimenkul portföyündeki kira getirili varlıkların ekspertiz değerlerinin toplam portföy ekspertiz değerleri içindeki payı) ile çarpılması sonucu hesaplamaya baz düzeltilmiş firma değeri (aşağıdaki tabloda Firma Değeri-2) belirlenmektedir. Bu değer (aşağıdaki tabloda Firma Değeri-2) yıllık kira gelirleri (Ortak alan gelirleri ve diğer gelirler hariç) ile karşılaştırılmaktadır. Bu analiz sonucunda GYO'ların firma değerlerinin kaç yıllık kira geri dönüş süresine eşit olduğu hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda bilgi amacıyla kira getirili varlıkların ekspertiz değerleri ile yıllık kira gelirleri de yer almaktadır. Firma değeri hesaplaması için gayrimenkul dışı varlık ve yükümlülüklerin hesaplanması için şirketlerin solo mali tablolardan faydalanılmaktadır.

(Milyon TL)						Kira Getirili Varlıkların		Kira Geri Dönüş Süreleri	
GYO'lar	Piyasa Değeri	31.12.2012 Net Borç*	Firma Değeri-1	Kira Getirili G.Menkul Payı (%)	2012 Kira Geliri	Ekspertiz Değeri	Firma Değeri-2	Ekspertiz Değerine (Yıl)	Firma Değerine (Yıl)
Akmerkez	693	2	695	100%	74	945	695	12,8	9,4
Doğuş	176	-38	139	98%	14	184	135	12,9	9,5
Reysaş	127	-4	124	90%	28	463	111	16,6	4,0
Servet	141	-20	121	100%	12	171	121	14,7	10,4
TSKB	141	93	234	94%	14	309	221	22,6	16,1
Toplam	1.279	33	1.312		141	2.072	1.283	14,7	9,1
Portföyü Ağırlıklı Olarak Endüstriyel Binalardan Oluşan ve AVM İçermeyen Reysaş GYO Hariç									10,4

Akmerkez GYO'nun 31.12.2012 tarihinden sonra dağıttığı 45,4 milyon TL nakit kar payı dikkate alınmıştır

*Net Borç = Toplam Yükümlülükler - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Hariç Toplam Varlıklar

Firma Değeri 1 = Piyasa Değeri + Net Borç

Firma Değeri 2 = Firma Değeri 1 * Kira Getirili Gayrimenkul Payı

Panora	404,6	10,4	415,0	100%	40,1	592,0	415,0	14,7	10,4
---------------	--------------	-------------	--------------	-------------	-------------	--------------	--------------	-------------	-------------

Panora GYO Pay Başına Değer 4,65 TL

İncelenen benzer şirketlerin 29.04.2013 tarihli düzeltilmiş firma değerleri (tabloda Firma Değeri-2) ve 2012 yılı kira gelirleri karşılaştırıldığında firma değerleri 10,4 yıllık kira geri dönüş süresine sahiptir. Portföyü ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO hesaplama dışı tutulmuştur. Bu geri dönüş süreleri sadece 2012 yılında gerçekleşen kira gelirleri dikkate alınarak hesaplanmış, gelecek büyüme ve kira artış beklentileri dikkate alınmamıştır.

Panora GYO'nun 31.12.2012 Proforma Mali Tablolarda yer alan toplam yükümlülüklerden yatırım amaçlı gayrimenkuller hariç varlıklar düşülerek hesaplanan net borç tutarı 10,4 milyon TL'dir. Panora GYO'nun 2012 kira geliri ise 40,1 milyon TL'dir.

Gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların kira gelirlerinin firma değerlerine göre 10,4 yıllık geri dönüş süresi ile Panora GYO'nun 40,1 Mn TL kira geliri ve 10,4 milyon TL net borcu dikkate alındığında, Panora GYO için şirket değeri 404,6 milyon TL ve pay başına değer 4,65 TL olarak hesaplanmaktadır.

2.2.4 Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların firma değerleri ile operasyonel verimlilik sonuçlarını da yansıtan FAVÖK verilerinin karşılaştırılmasının önemli bir değerlendirme yöntemi olduğunu düşünüyoruz. Bu yöntemde kira geri dönüş süresi analizindeki ile aynı şekilde hesaplanan firma değeri ile yıllık FAVÖK değerleri karşılaştırılmaktadır. Bu analiz sonucunda GYO'ların firma değerlerinin kaç yıllık FAVÖK geri dönüş süresine eşit olduğu hesaplanmaktadır.

GYO'lar, Mn TL	Piyasa Değeri	31.12.2012 Net Borç*	*Firma Değeri-1	Kira Getirili G.Menkul Payı (%)	Firma Değeri 2	FAVÖK Mn TL	FD-2 /FAVÖK	
Akmerkez	693	2	695	100%	695	54,3	12,8	
Doğuş	176	-38	139	98%	135	9,8	13,9	
Reysaş	127	-4	124	90%	111	23,7	4,7	
Servet	141	-20	121	100%	121	7,7	15,7	
TSKB	141	93	234	94%	221	7,8	28,2	
Toplam	1.279	33	1.312		1.283	103,3	12,4	
Reysaş GYO ve En Yüksek FAVÖK Çarpanına Sahip TSKB GYO Hariç							13,3	

*Net Borç = Toplam Yükümlülükler - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Hariç Toplam Varlıklar

Akmerkez GYO'nun 31.12.2012 tarihinden sonra dağıttığı 45,4 milyon TL nakit kar payı dikkate alınmıştır

Firma Değeri 1 = Piyasa Değeri + Net Borç

Firma Değeri 2 = Firma Değeri 1 * Kira Getirili Gayrimenkul Payı

Panora	450,6	10,4	461,0	100%	461,0	34,8	13,3
---------------	--------------	-------------	--------------	-------------	--------------	-------------	-------------

Panora GYO Pay Başına Değer 5,18 TL

İncelenen benzer şirketlerin 29.04.2013 tarihli düzeltilmiş firma değerleri (tabloda Firma Değeri-2) ve 2012 yılı FAVÖK rakamları karşılaştırıldığında firma değerleri 13,3 yıllık FAVÖK geri dönüş süresine sahiptir. Portföyü ağırlıklı olarak endüstriyel binalardan oluşan ve AVM içermeyen Reysaş GYO ve yüksek FAVÖK çarpanına sahip TSKB GYO hesaplama dışı tutulmuştur. Bu hesaplamada sadece 2012 yılında gerçekleşen FAVÖK dikkate alınarak hesaplanmış, gelecek büyüme ve FAVÖK artış beklentileri dikkate alınmamıştır.

Panora GYO'nun 31.12.2012 Proforma Mali Tablolarında yer alan net borç tutarı 10,4 Milyon TL, FAVÖK rakamı ise 34,8 Milyon TL'dir.

Gayrimenkul portföyünün %90 ve fazlası kira getirili varlıklardan oluşan GYO'ların 2012 FAVÖK tutarlarının firma değerlerine göre 13,3 yıllık geri dönüş süresi ile Panora GYO'nun 34,8 Mn TL FAVÖK ve 10,4 milyon TL net borcu dikkate alındığında, Panora GYO için şirket değeri 450,6 milyon TL ve pay başına değer 5,18 TL olarak hesaplanmaktadır.

3. SONUÇ:

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 dağıtılabilir 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
-------------------	--------------	---------------	-------------	-------------