

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Körfez 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.**

Halka Arz Bilgileri

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Şirket”, “Körfez GYO”) mevcut 49.500.000 TL olan ödenmiş sermayesini 16.500.000 TL (%33,33) artırarak, 66.000.000 TL'ye yükseltmeyi, artırılan 16.500.000 TL sermayeyi temsil eden hisse senetlerini mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlayarak halka arz etmeyi öngörmektedir.

Halka arz, sabit fiyatla talep toplama ve bakiyeyi yüklenim aracılığı ile yapılacaktır.

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. - Halka Arz Özet	
Ödenmiş Sermaye - TL	49.500.000
Sermaye Artırımı - TL	16.500.000
Sermaye Artırımı - %	33,33
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye - TL	66.000.000
Halka Arz - TL	16.500.000
Rüçhan Hakkı Kısıtlanarak - TL	16.500.000
Ortak Satışı	Yok
Ek Satış	Yok
Halka Arz - %	25,00
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Hisse Satmama Taahhüdü - Şirket ve Tüm Hissedarları	180 gün
Sermaye Artışı Yapmama Taahhüdü	180 gün
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış
Talep Toplama	Sabit Fiyat
Halka Arz Fiyatı - TL	1,15
Piyasa Değeri - TL	75.900.000
Halka Arz Büyüklüğü - TL	18.975.000
PD/NAD (x)	0,88
PD/DD (x)	1,52

Halka arz fiyatı 1,15 TL'dir. Buna göre Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri 75.900.000 TL, halka arz büyüklüğü ise 18.975.000 TL olmaktadır.

Toplam 16.500.000 TL nominal değerli hisse satışı ardından halka açıklık oranı %25,00 olacaktır.

Körfez GYO Hakkında

Körfez GYO, “Körfez Gayrimenkul İnşaat Taahhüt Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanı ile 1996 yılında kurulmuştur. 2011 yılı Aralık ayında ise gerekli izinlerin tamamlanmasının ardından gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşerek Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ünvanını almıştır.

Şirket’in ana ortağı Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. (“Kuveyt Türk”) olup 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla çalışan sayısı 7 kişidir. Şirket Merkezi İstanbul Şişli’de yer almaktadır.

Şirket’in portföyünde yer alan gayrimenkuller aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Gayrimenkul Adı	Konum	Niteliği	Büyüklüğü m ²	Değerleme Tarihi	Değeri KDV Hariç	Payı %
Kilyos, Sarıyer Arsası	Kilyos, Sarıyer	Boş Arsa	8.841	Aralık 13	4.852.000	100,00
Horizon Geliştirme Projesi	Kartal, İstanbul	178 bağımsız bölümden oluşan proje	5.983	Aralık 13	62.820.555	50,00
Körfez Tatil Köyü Tesisi	Güre, Edremit	Tatil Köyü	24.934	Ocak 14	24.382.800	80,15
Toplam					92.055.355	

Kartal Horizon Projesi (Konut + Ticari Alan Karma Projesi)

Mart 2012 tarihinde yüklenici firma ile hasılat gelirlerinin %50-%50 oranında paylaşımı konusunda anlaşma yapılmıştır. Anlaşmaya göre satış bedelinde Körfez GYO payı 82 milyon TL’den düşük olamayacak olup, bu tutarın üzerindeki satış hasılatı yüklenici firma ile Körfez GYO ile eşit oranda paylaşılacaktır.

5.983m²’lik arsa üzerinde inşa edilmekte olan proje 178 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. İki blok halinde inşa edilen projenin toplam inşaat alanı 43.690 m², toplam brüt satılabilir alanı ise 27.123 m²’dir. Proje inşaat aşamasındadır. Diğer yandan projede yer alan bağımsız bölümlerin satışlarına Dumankaya İnşaat tarafından başlanmıştır.

Güre Körfez Tatil Köyü Tesisi

Balıkesir’in Edremit İlçesi, Güre Köyü, Ilıca Alanı Mevkiinde yer alan denize sıfır 24.934,24 m² alan üzerine kurulu tesisin %80,15’ine gelen, devremülklerin 3.539’u ile otel, sosyal tesis, 8 adet işyeri, hamam ve 2 havuzu içeren toplam 12 adet ticari ünite Körfez Tatil Beldesi Turistik Tesisler ve Devremülk İşletmeciliği A.Ş.’den Eylül 2013 tarihinde alınmıştır. Satın alma işleminin ardından devremülklerin dağılımı 3.539 adet, diğer müşteriler 1.233 adet ve Körfez Tatil Beldesi 14 adet olarak değişmiştir.

İmar haklarındaki iyileşmeler ve 6306 sayılı yasa ile karar alma süreçlerinin kolaylaşması nedeniyle, 4 Ekim 2013 tarihli Yönetim Kurulu toplantısında, Şirketin aktifinde bulunan ve tapuda Balıkesir İli, Edremit İlçesi, Güre Köyü, Ilıca Alanı Mevkii’nde bulunan taşınmazın yıkılıp yeniden yapılması amacıyla projelendirme çalışmalarına başlanmasına karar verilmiştir. Arsanın termal su potansiyelini de değerlendirerek yılın on iki ayı hizmet verecek bir tesis inşa edilmesi halinde, mevcut hak sahiplerine muadil devreler verilse dahi,

kalan devrelerin satışının ilgi göreceği ve eskisine göre çok daha büyük inşa edilecek otelin iyi bir kira geliri ve satış değeri oluşturacağı düşünülmektedir.

Kilyos Arsası

Arsa İstanbul İli Sarıyer İlçesi Kilyos Köyü'nde yer alan geliştirilmemiş boş imar parselidir. Arsanın yüz ölçümü 8841 m² ve imar durumu net parsel alanı üzerinden TAKS: 0,10, KAKS: 0,20 ve HMAX: 6,50 metre olmak üzere konut imarlıdır.

Ortaklık Yapısı:

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 500.000.000 TL olup, ödenmiş sermayesi 49.500.000 TL dir. Şirket paylarının Kuveyt Türk'e ait olan 19.087.800 adedi A grubu, 30.412.200 adedi ise B grubudur. Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Körfez GYO A.Ş. Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye TL	Pay	Sermaye TL	Pay
Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	49.498.000	100,00%	49.498.000	75,00%
Abdullah Tivnikli	500	0,00%	500	0,00%
Ömer Asım Özgözükara	500	0,00%	500	0,00%
Ufuk Uyan	250	0,00%	250	0,00%
İbrahim Mutlu	250	0,00%	250	0,00%
Mustafa Güran	250	0,00%	250	0,00%
Osman Baydoğan	250	0,00%	250	0,00%
Halka Açık Kısım	-	0,00%	16.500.000	25,00%
Toplam	49.500.000	0,00%	66.000.000	0,00%

Finansal Bilgiler

2013 yılsonu itibari ile 80,3 milyon TL aktif büyüklüğü bulunan Şirket'in özkaynak toplamı 31,6 milyon TL olup, borçlanma oranı %153,8'dir. Finansal borcu bulunmayan Şirket'in Kuveyt Türk'e 22,2 milyon TL tutarında kısa vadeli ticari borcu bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca Kartal Projesine ilişkin olarak yüklenici firmadan almış olduğu 26,3 milyon TL avans tutarı bulunmaktadır. 22,9 milyon TL nakit ve nakit benzeri varlığı bulunan Şirket'in stoklarının toplamı ise 48,9 milyon TL'dir.

Şirket yatırım aşamasında olduğundan gelir tablosunda satış hâsılatı yer almamaktadır. Şirket'in 2011'de 1,1 milyon TL, 2012'de 2,3 milyon TL ve 2013 yılında ise 2,1 milyon TL genel yönetim gideri bulunmaktadır. 2013 yılında yatırım amaçlı gayrimenkullerin makul değerindeki artıştan 2,6 milyon TL gelir yazan Şirket, 426 bin TL esas faaliyet karı açıklamıştır. Yatırım faaliyetlerinden 4,9 milyon TL gelir elde eden Körfez GYO'nun yatırım faaliyetlerinden giderleri 5,8 milyon TL olmuştur. 2013 yılı net dönem zararı ise 382 bin TL'dir. Şirket 2012 yılında ise 2,4 milyon TL zarar açıklamıştır.

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.			
Bilanço -TL	2011 / 12	2012 / 12	2013 / 12
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar Toplam	53.127.740	58.766.785	73.806.649
Nakit ve Benzerleri	16.936.523	7.303.684	22.965.025
Gerçeğe Uygun Değer Farkı	-	13.463.508	-
Stoklar	35.440.424	37.144.362	48.929.330
Diğer Dönen Varlıklar	750.793	855.231	1.912.294
Duran Varlıklar	24.068	27.718	6.528.925
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	6.515.883
Maddi Duran Varlıklar	8.308	11.958	13.042
Diğer Duran Varlıklar	15.760	15.760	-
Toplam Varlıklar	53.151.808	58.794.503	80.335.574
Kısa Vadeli Yükümlülük	1.633.946	6.718.936	48.631.607
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	-	-	22.199.574
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	1.567.840	381.316	-
Çalışanlara Sağlanan Kısa Vadeli Faydalar	14.500	4.376	10.867
Alınan Avanslar	-	6.299.603	26.343.593
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülük	51.606	33.641	77.573
Uzun Vadeli Yükümlülük	17.122.337	20.040.438	49.643
Ticari Borçlar	16.737.243	19.998.119	-
Çalışanlara Sağlanan Uzun Vadeli Faydalar	65.727	42.319	49.643
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	319.367	-	-
Özvarlık	34.395.525	32.035.129	31.654.324
Ödenmiş Sermaye	65.822.000	65.822.000	49.500.000
Sermaye Düzeltme Farkları	2.373.208	2.373.208	2.373.208
Diğer Kapsamlı Gelir- Giderler	-	-	1.510
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	-33.724.951	-33.799.683	-19.838.079
Net Dönem Karı (Zararı)	-74.732	-2.360.396	-382.315
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			
Toplam Yükümlülük	53.151.808	58.794.503	80.335.574

Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Gelir Tablosu - TL	2011 / 12	2012 / 12	2013 / 12
Satış Geliri	-	-	-
Satış Maliyeti (-)	-	-	-
Brüt Kar	-	-	-
Pazarlama Satış Gideri (-)	-	-	3.595
Genel Yönetim Gideri (-)	1.098.959	2.342.114	2.094.778
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	77.627	41.627	2.557.606
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	2.884	1.003	32.894
Esas Faaliyet Karı/ Zararı	-1.024.216	-2.301.490	426.339
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.585.920	2.013.500	4.941.714
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	927.524	2.072.406	5.750.368
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/ Zararı	-365.820	-2.360.396	-382.315
Dönem Vergi Gideri (-)	-291.088	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/ Zararı	-74.732	-2.360.396	-382.315
Diğer Kapsamlı Gelirler	-	-	1.510
Net Dönem Karı	-74.732	-2.360.396	-380.805

Fiyat tespit raporu hakkındaki görüşlerimiz

- ✓ Raporda Şirket'in bulunduğu sektör hakkında verilen bilgiler ile Şirket hakkındaki bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Şirket'in net aktif değeri Kartal Projesi'nin tamamlanması durumunda oluşacak değer bugünkü değeri olan 108,3 milyon TL kullanılarak hesaplanmıştır. Borsa görüşünde yer aldığı üzere 31.12.2013 tarihi itibari ile Projenin fiziki tamamlanma oranının %19 ve hak ediş oranının ise %32 olması nedeni ile hesaplama yapılırken mevcut tamamlanma oranına göre hesaplanan piyasa değerinin kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- ✓ Değerleme yapılırken net aktif değer ve Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanlarının kullanılması gayrimenkul yatırım şirketi olduğu için uygundur.
- ✓ Benzer şirketlerin seçiminde net aktif değerinin büyüklüğü ve sabit getiri elde edip etmediğine göre seçim yapılması makuldür.
- ✓ Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanının ağırlığı %20 olarak alınırken, Net Aktif Değeri/Defter Değeri çarpanının ağırlığı %30 ve net aktif değer ağırlığı %50 olarak alınmıştır. Dolayısıyla piyasa değeri hesaplanırken net aktif değer etkisi %80 olmaktadır.
- ✓ Şirket mali tablolarında varlıkları maliyet değerleri ile gösterdiği için PD/DD çarpanına göre piyasa değeri hesaplanırken mali tabloları aynı yöntemle hazırlayan firmalar kullanılarak daha makul bir değere ulaşılabileceği görüşündeyiz.
- ✓ Nihai piyasa değerinde Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanının ağırlığının görece düşük kaldığını ve bir miktar artırılmasının daha makul bir piyasa değeri vereceğini düşünmekteyiz.

Sonuç

Aşağıdaki tabloda Körfez GYO için halka arz sonrası hesaplanan PD/DD ve PD/NAD çarpanları ve bu çarpanların tüm GYO çarpanları, net aktif değeri 1 milyar TL'nin altında olan GYO'lardan sabit gelir elde eden GYO'ların çıkartılması ile elde edilen benzer şirket çarpanları ve bu benzer şirketlerden varlıklarını mali tablolarında maliyet yönetimi ile gösteren şirketlerin çarpanlarına göre iskonto(-)/ prim oranları yer almaktadır. Diğer firmaların net aktif değeri Körfez GYO fiyat tespit raporundan alınmış olup, Körfez GYO net aktif değeri hesaplanırken Kartal Projesi'nin mevcut tamamlanma oranına göre hesaplanan piyasa değeri kullanılmıştır.

21/04/2014

<i>Körfez GYO Çarpanlar</i>	<i>Piyasa Değeri - TL</i>	<i>PD/DD</i>	<i>PD/NAD</i>
Körfez GYO	75.900.000	1,52	0,88
GYO Tüm		0,99	0,74
Benzer GYO Maliyet Yöntemi Kullanan		1,07	0,60
Benzer GYO Tüm		0,84	0,60
<i>İskonto (-) / Prim (%) @1.15 TL</i>		<i>PD/DD</i>	<i>PD/NAD</i>
GYO Tüm		53,7	19,2
Benzer GYO Maliyet Yöntemi Kullanan		42,3	46,2
Benzer GYO Tüm		80,8	46,9
Ortalama		58,9	37,4

^Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. ^