

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanarak Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi Ve Ticaret 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

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Şirket”), mevcut 87.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin %25'ine tekabül eden 21.750.000 TL'lik hisseyi halka arz edecektir. Halka arz sonrası halka açıklık oranı %25 olacaktır.

Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.- Halka Arz Özeti													
Halka arz sonrası ortaklık yapısı Salih Bezci %11.44, Sinan Aygün %8.63, Mustafa Rıfat Hisarcıklıoğlu %6.51, Bekir Akar %4.13, diğer 49 mevcut ortak %64.37 ve halka açık payları %25.00 olacaktır.	<table><tr><td>Ödenmiş Sermaye- TL</td><td>87,000,000</td></tr><tr><td>Sermaye Artışı ve Halka Arz- TL</td><td>21,750,000</td></tr><tr><td>Halka Arz Sonrası Sermaye - TL</td><td>87,000,000</td></tr><tr><td>Halka Arz - %</td><td>25.00</td></tr></table>	Ödenmiş Sermaye- TL	87,000,000	Sermaye Artışı ve Halka Arz- TL	21,750,000	Halka Arz Sonrası Sermaye - TL	87,000,000	Halka Arz - %	25.00				
Ödenmiş Sermaye- TL	87,000,000												
Sermaye Artışı ve Halka Arz- TL	21,750,000												
Halka Arz Sonrası Sermaye - TL	87,000,000												
Halka Arz - %	25.00												
Halka arz “sabit fiyat” ile talep toplama ve “En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile yapılacaktır. Halka arz fiyatı 4.70 TL'dir. Şirket'in piyasa değeri 408,9 milyon TL'dir. Halka arz edilen payların değeri 102.2 milyon TL'dir.	<table><tr><td>Halka Arz Şekli</td><td>Sabit Fiyatla Talep Toplama</td></tr><tr><td>Ortak Satışı</td><td>Var</td></tr><tr><td>Ek Satış</td><td>Yok</td></tr><tr><td>Aracılık Türü</td><td>En iyi gayret aracılığı</td></tr><tr><td>Bedelli Sermaye Artış Yapmama Taahhüdü</td><td>2 Yıl</td></tr><tr><td>Hisse Satmama Tahhüdü- Şirket ve Tüm Hissedarları</td><td>2 Yıl</td></tr></table>	Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama	Ortak Satışı	Var	Ek Satış	Yok	Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı	Bedelli Sermaye Artış Yapmama Taahhüdü	2 Yıl	Hisse Satmama Tahhüdü- Şirket ve Tüm Hissedarları	2 Yıl
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama												
Ortak Satışı	Var												
Ek Satış	Yok												
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı												
Bedelli Sermaye Artış Yapmama Taahhüdü	2 Yıl												
Hisse Satmama Tahhüdü- Şirket ve Tüm Hissedarları	2 Yıl												
	<table><tr><td>Tahsisat Oranları</td><td></td></tr><tr><td>Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>%90 (19.575.000-TL)</td></tr><tr><td>Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>%10 (2.175.000-TL)</td></tr></table>	Tahsisat Oranları		Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	%90 (19.575.000-TL)	Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	%10 (2.175.000-TL)						
Tahsisat Oranları													
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	%90 (19.575.000-TL)												
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	%10 (2.175.000-TL)												
	<table><tr><td>Birim Pay Fiyatı TL</td><td>4.70</td></tr><tr><td>Piyasa Değeri TL</td><td>408,900,000</td></tr><tr><td>Halka Arz Değeri TL</td><td>102,225,000</td></tr></table>	Birim Pay Fiyatı TL	4.70	Piyasa Değeri TL	408,900,000	Halka Arz Değeri TL	102,225,000						
Birim Pay Fiyatı TL	4.70												
Piyasa Değeri TL	408,900,000												
Halka Arz Değeri TL	102,225,000												
	<table><tr><td>F/K (x)</td><td>16.87</td></tr><tr><td>PD/DD (x)</td><td>0.80</td></tr><tr><td>F/S (x)</td><td>8.37</td></tr></table>	F/K (x)	16.87	PD/DD (x)	0.80	F/S (x)	8.37						
F/K (x)	16.87												
PD/DD (x)	0.80												
F/S (x)	8.37												

Halka arz edilen payların %90'ı yurtiçi bireysel yatırımcılar, %10'u yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilecektir. 2 yıl boyunca Şirket ve tüm hissedarlar halka arz yoluyla satış yapmayacaktır. Şirket 2 yıl boyunca bedelli sermaye artışı yapmayacaktır.

Mevcut ortaklar, halka arz edilen payların tamamını primli fiyattan (4.76 TL) geri alma taahhüdü vermektedir. Halka arzdan alınan payları 90 gün satmayan tüm yatırımcılar geri satma hakkından yararlanabilecektir.

Şirket her yıl dağıtılabilir karın en az %75'ini pay sahiplerine nakden dağıtacak olup bu esas sözleşmeye de eklenmiştir.

Şirket'in İmtiyazlı payları aşağıdaki tabloda yer almakta olup, imtiyazlı paylar yönetim kurulunun yarısını seçme hakkına sahiptir.

Ortak	Sermaye TL	Pay
Salih Bezci	5,000	0.006%
Sinan Aydın Aygün	5,000	0.006%
Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu	5,000	0.006%
Toplam	15,000	0.017%

Şirket

Şirket 2004 yılında Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş. adıyla 5 ortak tarafından kurulmuş ve Panora AVYM arazisini alarak aynı yıl inşaatla başlamıştır. 2005 yılında ortak sayısı 35'e ulaşırken 2007 yılında Panora AVM açılmıştır. Alışveriş merkezi faaliyetlerini yürütmek amacı ile aynı yıl Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş. adıyla bağlı bir şirket kurulmuştur. 2013 yılında Merkez Müteahhitlik Panora GYO'ya dönüşürken Panora işletmecilik ise Şirket'in %100 bağlı ortağı haline gelmiştir. Şirket'in ana faaliyet konusu portföyünde yer alan Panora Alışveriş Merkezi'nin işletmesidir.

31 Aralık 2012 tarihi itibari ile Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkullerin (Panora AVM) toplam portföy değeri cari değerler ile 591.98 milyon TL'dir. Panora GYO'da 9 kişi çalışmaktadır.

Panora Alışveriş Merkezi

Şirket Ankara Çankaya'da yer alan Panora Alışveriş Merkezi'nin işletmesini yapmakta olup Panora AVM'de 179.565 m² inşaat alanı, 118.964 m² AVM alanı 86.243 m² kiralanabilir alan yer almaktadır. İnşaat alanının dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Kat	Alan m ²
4. ve 3. Bodrum	36,817
2. ve 1. Bodrum	38,766
Zemin + Asma Giriş Teras	35,094
1. Normal Kat+ Asma kat	32,225
2. Normal Kat	20,262
3.- 4. ve 5.Normal Kat	16,401
Toplam İnşaat Alanı	179,565

Kapasite	Kapalı	Açık
Otopark (Ücretsiz)	1.500 Araç	1.000 Araç

Kiralanabilir Alan	Alan m ²	Açıklama
Dükkan	84,956	242 adet
Kiosk Stand	257	
Depo	925	46 adet
Baz İstasyonu	105	3 operatör
ATM		10 Banka
Toplam Kiralanabilir Alan	86,243	
Toplam İnşaat Alanı	179,565	

Günlük ziyaretçi sayısı ortalama hafta içi 10-18 bin, hafta sonu 22-35 bin kişidir. Panora AVM karşısında yer alan 40.000 m² büyüklüğündeki kamu alanının düzenleme ve peyzajı da Panora AVM tarafından yapılmakta olup, içerisinde yeşil alan, amfi tiyatro, süs havuzu ve doğal oturma alanları yer almaktadır. Amfi tiyatronun kapasitesi 2.500 kişi olup, kapasite Haziran ayında 5.000 kişiye çıkartılacaktır.

Panora AVM’de 190 marka yer almakta olup, bunların 13 adedi Ankara’ya ilk defa Panora AVM ile gelen ve Ankara’da sadece Panora AVM’de yer alan markalardır.

Panora AVM bünyesinde yer alan Panora Teras AVM açılış kapanış saatlerinden bağımsız olarak 09.00-01.00 saatleri arasında hizmet vermektedir.

AVM içerisinde 6.000 m² alanda hizmet veren spor salonu ve toplam 3.800 m² alanda hizmet veren 12 salonda toplam 1402 kişi kapasiteli sinema salonu bulunmaktadır. Ayrıca 6.200 m² büyüklüğünde eğlence merkezi yer almaktadır. İçerisinde her biri 75 ton su kapasiteli iki adet akvaryum vardır.

Panora AVM’nin yıllar itibari ile ortalama doluluk oranları aşağıdaki tabloda yer almakta olup 2012 yıl sonu itibari ile doluluk oranı %98’dir. Yıllar itibari kira geliri hem TL hem de Euro bazında artmakta olup, 2012 yılında metrekare başına aylık kira geliri 38.7 TL (16.8 Euro) seviyesine yükselmiştir.

Yıllık Ortalama Doluluk Oranları				
2008	2009	2010	2011	2012
84%	94%	92%	95%	97%

Kira Gelirleri (86243 m ²)	2010	2011	2012
Kira Gelirleri- Mn TL	27.6	34.7	40.1
Kira Gelirleri- Mn Euro	13.9	14.9	17.4
Birim Kira Geliri TL/Ay/ m ²	26.7	33.5	38.7
Birim Kira Geliri Euro/Ay/ m ²	13.4	14.4	16.8

Ciro paylı kira sözleşmeleri toplam kira gelirlerinin %5’inden azını oluşturmaktadır. Kira sözleşmeleri 5+5 yıllık olup 2007 yılında yapılan sözleşmeler 2012 sonunda yenilenerek 2017 yılına kadar uzatılmıştır.

Mevcut kira sözleşmelerinin ortalama ömrü 5 yıldan fazladır. Yıllık %3-%5 kira artış oranları vardır.

Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.

Panora AVM işletmesi Panora işletmecilik tarafından yapılmaktadır. %100'ü Panora GYO'ya aittir. Panora İşletmecilikte 48 kişi çalışmaktadır.

Ortak alanlarla ilgili temizlik, güvenlik, yönetim, ısıtma/soğutma, aydınlatma, bakım, onarım, çevre düzenlemesi, sigorta, tanıtım v.b. giderler ortak gider olarak değerlendirilmektedir.

Ortak giderler kiralanan alan büyüklüne göre kiracılardan tahsil edilmektedir.

Kiracılardan tahsil edilen ortak alan kullanım payları Panora AVM'nin tüm giderlerinin (amortisman hariç) %60'ından fazlasını karşılamaktadır. (2012 yılı %61.8)

2012 yılında 8,7 milyon TL ortak alan katılım payı toplanmış olup, 14.1 milyon TL ise gider mevcuttur.

Panora GYO
Gelir Tablosu - TL

	2010	2011	2012
Satış Geliri	35,018,207	43,140,616	48,840,186
Satış Maliyeti	14,770,228	15,214,012	16,272,596
Brüt Kar	20,247,979	27,926,604	32,567,590
Pazarlama Satış Gideri	2,516,154	3,160,584	2,967,861
Genel Yönetim Gideri	703,772	598,493	631,784
Diğer Faaliyet Geliri	7,568,689	108,659	180,302
Diğer Faaliyet Gideri	270,191	211,337	192,637
Faaliyet Karı	24,326,551	24,064,849	28,955,610
Finansal Gelir	715,892	368,282	1,035,770
Finansal Gider	2,066,215	2,321,682	52,065
Dönem Karı	22,976,228	22,111,449	29,939,315
Dönem Vergi Gideri	2,143,086	9,733	1,404,156
Ertelenmiş Vergi Gideri	1,806,843	3,453,551	4,298,021
Net Dönem Karı	19,026,299	18,648,165	24,237,138

Panora GYO			
Bilanço - TL	2010	2011	2012
Dönen Varlık	12,765,153	11,399,875	17,034,311
Nakit ve Benzerleri	4,388,802	5,704,539	13,052,382
Finansal Yatırımlar			
Ticari Alacaklar	2,679,976	2,843,355	3,484,266
Diğer Alacaklar	1,263,133	3,408	4,223
Stoklar			
Diğer Dönen Varlıklar	4,433,242	2,848,573	493,440
Duran Varlıklar	133,115,494	125,277,921	593,955,551
Ticari Alacaklar			
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	125,999,122	121,381,908	591,988,325
Maddi Duran Varlıklar	531,879	420,401	439,041
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,585	15,434	14,177
Diğer Duran Varlıklar	1,385,652	1,722,473	1,514,008
Ertelenen Vergi	5,191,256	1,737,705	0
Toplam Varlıklar	145,880,647	136,677,796	610,989,862
Kısa Vadeli Yükümlülük	25,808,789	7,859,991	5,089,837
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	13,903,937	1,582,934	0
Finansal Kiralama Borçları	4,946,468	1,156,408	9,223
Ticari Borçlar	3,176,850	2,159,761	1,691,837
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1,492,289	0	1,040,209
Kısa Vadeli Diğer Borçlar			
Çalışanlara Sağlanan Kısa Vadeli Faydalar	48,151	52,697	55,975
Karşılıklar			146,500
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülük	2,241,094	2,908,191	2,146,093
Uzun Vadeli Yükümlülük	5,392,619	1,505,401	97,823,302
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1,294,776	0	0
Finansal Kiralama Borçları	977,672	9,584	0
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	3,050,208	1,389,449	227,020
Çalışanlara Sağlanan Uzun Vadeli Faydalar	69,963	106,368	177,395
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü			97,418,887
Özvarlık	95,633,003	108,735,256	508,062,033
Ödenmiş Sermaye	87,000,000	87,000,000	87,000,000
Sermaye Düzeltme Farkları	3,031	3,031	3,031
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	868,109	3,763,611
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	8,629,972	20,864,116	393,157,149
Net Dönem Karı (Zararı)			24,138,242
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-71,017	-84,206	14,690
Toplam Yükümlülük	126,834,411	118,100,648	610,989,862

Fiyat tespit raporu hakkındaki görüşlerimiz

- Fiyat tepsisi raporunda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir.
- Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır. GYO'ya dönüşümün Şirket'e sağlayacağı vergi avantajlarının net aktif değer hesaplanırken dikkate alınmış ve çarpan olarak FAVÖK çarpanı kullanılarak olası vergi etkisi elimine edilmiştir.
- Benzer şirketler seçilirken ne gibi kriterlerin göz önünde bulundurulduğu raporda açıklanmıştır.
- Benzer şirketler hakkında verilen finansal bilgiler yeterlidir.
- Raporda net aktif değer, kira gelirleri ve FAVÖK çarpanları ile bulunan fiyatların belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto/prim rakamlarına detaylı bir şekilde yer verilmiştir.

Değerleme

Şirket hisse başına halka arz fiyatını 4.70 TL olarak belirlemiştir. Bu fiyata göre Şirket'in piyasa değeri 408.9 milyon TL'dir.

Aşağıdaki tabloda 10.05.2013 tarihi itibari ile GYO'ların net aktif değerleri ve piyasa fiyatları ile piyasa fiyatının NAD'e göre prim- iskonto oranları yer almaktadır. Buna göre GYO'lar NAD'e göre ağırlıklı ortalama %24.9 iskontolu işlem görmekte olup, EKGYO hariç tutulduğunda iskonto oranı %35.7'dir. Benzer GYO'ların NAD'e göre iskonto oranı %28.1 olup, Panora GYO'nun iskonto oranı ise %29,7'dir.

GYO'lar Milyon TL	Piyasa Değeri	Net Aktif Değer	İskonto/ Prim
Akfen Gayrimenkul	305	975	-68.7%
Akiş GMYO	426	481	-11.5%
Akmerkez GMYO	695	943	-26.3% ¹
Alarko GMYO	224	305	-26.7%
Ata G.M.Y.O.	32	27	17.0%
Atakule GMYO	115	247	-53.4%
Avrasya GMYO	45	106	-57.2%
Doğuş GMYO	177	226	-21.6% ¹
Emlak Konut GMYO	7775	7883	-1.4%
Halk GMYO	788	1200	-34.3%
İdealist GMYO	24	9	167.8%
İş GMYO	1032	1781	-42.1%
Kiler GMYO	234	805	-70.9%
Martı GMYO	54	248	-78.3%
Nurol GMYO	306	70	336.6%
Özak GMYO	317	674	-52.9%
Özderici GMYO	114	104	9.6%
Pera GMYO	55	160	-65.5%
Reysaş GMYO	133	464	-71.3%
Saf GMYO	780	1306	-40.3%
Servei GMYO	141	191	-26.2% ¹
Sinpaş GMYO	918	1118	-17.9%
Torunlar GMYO	2180	2891	-24.6%
TSKB GMYO	143	235	-39.4% ¹
Vakıf GMYO	477	274	74.0%
Yapı Kredi Koray GMYO	48	65	-26.2%
Yeşil GMYO	165	511	-67.8%
Panora GYO	409	582	-29.7%

* Piyasa değeri verileri Finnet'ten alınmıştır.

** Benzer GYO'lar işaretlenmiştir.

Ağırlıklı Ortalama	İskonto
Tüm Şirketler	24.2%
Emlak Konut Harici	35.4%
Benzer GYO'lar	27.5%

Medyan	İskonto
Tüm Şirketler	26.7%
Emlak Konut Harici	31.1%
Panora GYO	29.7%

Aşağıdaki tabloda firmaların 10.05.2013 tarihi itibari ile piyasa değerleri ile yıllık kira gelirleri ve firma değerinin geri ödenme süreleri yer almaktadır. Buna göre Benzer GYO'lar firma değerini 10.2 yılda kira gelirleri ile karşılarken Panora GYO için bu süre 10.5 yıldır. Buna göre Panora GYO yaklaşık olarak %2.56 primlidir.

GYO'lar Milyon TL	Piyasa Değeri	31.12.2012 *Net Borç	Firma Değeri	Kira Getirili Gayrimenkul Payı	2012 Kira Getirileri	Firma Değeri 2	Geri Dönüş Süresi (Yıl)
Akmerkez GMYO	688	2	690	100%	74	690	9.3
Doğuş GMYO	176	-38	139	98%	14	136	9.7
Servet GMYO	142	-20	122	100%	12	122	10.2
TSKB GMYO	141	93	234	94%	14	220	15.7
Ağırlıklı Ortalama							10.2
Panora GYO	409	19	428	100%	40	428	10.5

* Net Borç= Toplam yükümlülükler- Yatırım amaçlı gayrimenkul harici toplam varlıklar

** Piyasa değeri ve net borç verileri Finnet'ten alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda 10.05.2013 tarihli piyasa özvarlık çarpanları ile hesaplanan piyasa değerleri ile hesaplanan Panora GYO piyasa değeri yer almaktadır. Panora GYO gerçeğe uygun değerle mali tablolarının hazırladığı için yapılan hesaplamada mali tablolarını gerçeğe uygun değere göre hazırlayan şirketlerin ağırlığı %30 alınırken, gerçeğe uygun değerle hazırlayıp da ticari faaliyetlerde bulunan GYO'ların (Doğuş GMYO, Servet GMYO ve TSKB GMYO) ağırlığı ise %50 alınmıştır. Buna göre Panora GYO'nun piyasa değeri 364,1 milyon TL olarak hesaplanmış olup %12.29 primlidir. Alttaki tabloda ise çarpan ile hesaplanan piyasa değeri ile net aktif değer ortalaması alınarak 472.9 milyon TL piyasa değerine ulaşılmış olup halka arz değeri bulunan bu değere göre %13.53 iskontoludur.

<i>Panora GYO</i>	<i>ÖzVarlık Çarpanı (x)</i>	<i>Piyasa Değeri - TL</i>	<i>Ağırlık</i>	<i>Ağırlıklı Piyasa Değeri - TL</i>
GMYO Tüm	1.23	623,013,489	0.2	124,602,698
Gerçeğe Uygun Değer	0.73	371,430,508	0.3	111,429,152
Benzer GYO	0.50	256,209,154	0.5	128,104,577
				364,136,427

Özvarlık 508,062,033

<i>Panora GYO</i>	<i>Piyasa Değeri - TL</i>	<i>Ağırlık-%</i>	<i>Ağırlıklı Piyasa Değeri TL</i>
Net Aktif Değer	581,650,071	50	290,825,036
Piyasa Çarpan	364,136,427	50	182,068,213
Ortalama Değer - TL			472,893,249
Halka Arz değeri - TL			408,900,000
İskonto /Prim- %			-13.53

Kaynak: Finnet

“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.”