

**PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş**

15.05.2013

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararına dayanılarak Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından, Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş'nin konsorsiyum lideri olarak hazırladığı Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (Panora GYO, Şirket) Fiyat Tespit Raporuna ilişkin analist raporudur.

**Halka Arz Detayları**

<b>Halka Arz Fiyatı:</b> 4,70 TL
<b>Halka Arz Şekli:</b> Ortak Satışı <b>Halka Arz Aracılığı:</b> En İyi Gayret Aracılığı <b>Halka Arz Yöntemi:</b> Sabit Fiyat ile Talep Toplama
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye:</b> 87.000.000 TL <b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye:</b> 87.000.000 TL <b>Ortak Satışı:</b> 21.500.000 TL <b>Halka Açılacak Oran:</b> %24.7
<b>Tahsisat Grupları:</b> %90 Yurtiçi Bireysel Yatırımcı %10 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı
<b>Taahhütler:</b> a) Ortaklar, halka arz edilen paylar hariç olmak üzere, sahip oldukları payları, Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 2 yıl boyunca satmama ve Panora GYO, 2 yıl süreyle bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuştur. b) Şirket, esas sözleşmesinde her yıl pay sahiplerine, dağıtılabilir kârın en az %75'inin dağıtılacağı hükmüne yer vermiştir.
<b>Talep Toplama Tarihi:</b> 15-16-17 Mayıs 2013
<b>Halka Arz Teşvikleri:</b> Halka arza katılan yatırımcılar, halka arzdan aldıkları payların tamamını 90 gün sonunda 4.76 TL fiyat ile geri satma hakkına sahip olacaklardır.

**Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:**

87.000.000 TL ödenmiş sermayeye sahip Panora GYO, ortak satışı yöntemiyle 21.500.000 TL nominal değerli payları (%24.7 halka açıklık oranı) halka arz etmektedir. Halka arz edilecek payların %90'ı yurtiçi bireysel yatırımcılara, %10'u ise yurtiçi kurumsal yatırımcılara, oransal dağıtım yöntemiyle tahsis edilecektir.

Şirket ortakları, halka arz edilen paylar haricinde sahip oldukları payları, Borsa'da işlem görmeye başlama tarihinden itibaren 2 yıl süreyle satmama; Panora GYO ise 2 yıl süreyle bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Ayrıca Şirket, her yıl dağıtılabilir kârın %75'ini nakit temettü olarak dağıtılması hususunu esas sözleşmeye eklemiştir.

Ayrıca halka arzdan pay sahibi olmuş yatırımcılar, bu payların 90 günlük süre içindeki en düşük gün sonu bakiyesi kadar payı, 4.76 TL fiyattan geri satma hakkına sahip olacaklardır.

**Panora GYO Hakkında Özet Bilgi:**

Panora GYO, Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş ismiyle 2004 yılında Ankara'da kurulmuştur. Merkez Müteahhitlik Turizm ve Ticaret A.Ş Şubat 2013'te gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmek için başvurmuş ve 2 Nisan 2013 tarihinde unvanı Panora Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş olarak değiştirmiştir. Şirket'in esas sözleşmesinde faaliyet konusu; esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak olarak belirtilmiştir.

Panora GYO'nun portföyünde Panora Alışveriş ve Yaşam Merkezi (Panora AVM) bulunmaktadır. Panora AVM'nin yatırımı 2004 yılında başlamış, Aralık 2007'de alışveriş merkezinin açılışı gerçekleştirilmiştir. Panora AVM'yi Şirket'in %100 iştiraki Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş (Panora İşletmecilik) işletmektedir.

Şirket'in ödenmiş sermayesi 87.000.000 TL'dir. Şirket'in 53 ortağı bulunmakta olup, Salih Bezci ve Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu, bir araya gelmek suretiyle lider sermayedar konumundadır. Şirket'in halka arz öncesi ve halka arz sonrası oluşacak olan ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortak	Pay Oranı	Pay Tutarı(TL)
Salih Bezci	15,3%	13.267.500
Mustafa Rifat Hisarcıklıoğlu	8,7%	7.546.200
Sinan Aydın Aygün	11,5%	10.005.000
Zekeriya Fındıklıoğlu	4,5%	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 Eskiyaşan	2,0%	1.740.000
Hasan Coşkun	2,0%	1.740.000
Burhan Akkoç	2,0%	1.740.000
Yaşar Kınar	2,0%	1.740.000
Diğer 37 Ortak	27,2%	23.706.800
<b>TOPLAM</b>	<b>100%</b>	<b>87.000.000</b>

**- Panora GYO Portföy Bilgileri**

Şirket'in faaliyet göstermekte olduğu Ankara'da, çeşitli şirketlerin mülkiyetinde faal olan 42 adet alışveriş merkezi ve inşaat halinde 5 adet alışveriş merkezi bulunmaktadır. Alışveriş merkezleri genel özellik ve dağılımlarına göre incelendiğinde Çankaya, Yenimahalle, Keçiören, Etimesgut ilçelerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

Panora GYO'nun portföyünde ise 179.565 m<sup>2</sup> inşaat alanına sahip, 86.242 m<sup>2</sup> kiralanabilir alana sahip Panora AVM bulunmaktadır. Panora AVM'de toplam 242 adet bağımsız bölüm halinde kiralanabilir alan planlanmış olup, 31.12.2012 tarihi itibarıyla %98 oranında doluluk oranına sahiptir.

Panora AVM için, TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş tarafından 31.12.2012 tarihinde yapılan değerlemede Şirket için Maliyet Yaklaşımına göre 398.601.000 TL, gelir indirgeme yaklaşımına göre 591.988.000 TL değer bulunmuştur.

Panora AVM'nin yıllık doluluk oranlarına bakıldığında, 2008'de doluluk oranı %84 iken, 2009 yılında %94, 2010 yılında %92, 2011 yılında %95, 2012 yılında %97 olarak gerçekleşmiştir. Panora AVM'de yer alan mevcut kiracı mağazaların kategorilerine göre alansal dağılımı şu şekildedir:

Fonksiyon	Alan (m2)
Dükkan Alanları	84.956,00
Depo Alanları	924,50
Kiosk ve Stand Alanları	257,00
Baz İstasyonu	105,00
<b>Ara Toplam</b>	<b>86.242,50</b>
Banka ATM Alanları	-
Taksi Durağı ve Vale	-
<b>Genel Toplam</b>	<b>86.242,50</b>

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

#### - Panora AVM Kira Gelirleri

Şirket'in kira sözleşmeleri incelendiğinde iki tip sözleşme olduğu görülmektedir. Kiracıların bir kısmı ile sabit kira bedeli üzerinden kira sözleşmesi imzalanırken, bir kısmı ile yıllık elde ettikleri ciro üzerinden belli bir yüzde ile hesaplanan kira bedelleri üzerinden sözleşme imzalanmaktadır. Kira sözleşmeleri Euro bazlıdır ve kira ödemelerinde zaman zaman tavan kur uygulaması yapılmaktadır. Mevcut sözleşmelerde €/TL kuru 2,25 olarak uygulanmaktadır. Her kiracı ortak giderlere, İşletme Yönetmeliğince belirlenen katsayı ile katılacaktır. Bazı kiracılar bu durumdan istisna tutulmuşlardır.

Panora GYO'nun kira gelirleri, bir önceki yıla göre 2011 yılında %25.8, 2012 yılında %15.4 artmıştır. Şirket'in kira gelirlerindeki artış; doluluk oranındaki artıştan, 2008 yılından itibaren uygulanan kira indirim oranlarının yıllar itibariyle düşürülmesinden (2012 yılbaşından itibaren indirim uygulanmamaktadır) ve döviz cinsinden kiralarda kur sabitlemesinde kullanılan kurların artışından kaynaklanmaktadır. Şirket'in kira gelirlerine ilişkin gelişmeler yıllar itibariyle şu şekildedir:

TL	2010	2011	2012
Kira Gelirleri	27.601.397	34.729.841	40.081.913
Yıllık Büyüme (%)		25,8%	15,4%
Ortak Alan Katılım Payı Gelirleri*	7.353.839	8.367.770	8.691.250
Diğer Gelirler	62.971	43.005	67.023
<b>TOPLAM</b>	<b>35.018.207</b>	<b>43.140.616</b>	<b>48.840.186</b>

\* Panora İşletmecilik, bağımsız bölümlerden ortak alan katılım payı elde etmektedir.

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

#### DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

Şirket'in halka arz edilecek paylarının değer tespitinde Düzeltilmiş Net Aktif Değeri yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış ve bu yöntemler sonucu 4,70 TL fiyata ulaşılmıştır.

##### 1. Düzeltilmiş Net Aktif Değer Yöntemi

Şirket'in "Düzeltilmiş Net Aktif Değeri", portföyündeki gayrimenkullerin ekspertiz değeri, para ve sermaye piyasası araçları, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin –diğer bir deyişle varlıkların- rayiç değerinden yükümlülüklerinin rayiç değerleri düşülerek hesaplanmıştır. Buna göre Şirket'in ekte bulunan proforma bilançolarına göre hesaplanmış "Düzeltilmiş Net Aktif Değer" aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Düzeltilmiş Net Aktif Değeri Yöntemi	
Kalem	31.12.2012 Tarihli Proforma Bilanço
Varlıkların Rayiç Değeri	611.023.406 TL
<i>Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</i>	591.988.325 TL
<i>Diğer Aktifler</i>	19.035.081 TL
Yükümlülüklerin Rayiç Değeri	29.404.452 TL
<i>Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	29.000.037 TL
<i>Uzun Vadeli Yükümlülükler</i>	404.415 TL
Düzeltilmiş Net Aktif Değer	581.618.954 TL
Ödenmiş Sermaye	87.000.000 TL
<b>Pay Başına Düzeltilmiş Net Aktif Değer</b>	<b>6,69 TL</b>

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

Bu hesaplama göre varlıkların rayiç değeri yaklaşık 611 milyon TL olarak hesaplanmış, yükümlülüklerinin rayiç değeri 29.4 milyon TL olarak belirlenmiş olup, Düzeltilmiş Net Aktif Değer 581.6 milyon TL (6,69 TL/Hisse) olarak hesaplanmıştır. Bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olan Şirket'in fiyat tespitinde net aktif değeri yönteminin kullanılmasının, Şirket'in yapısına uygun olduğunu düşünüyoruz.

## 2. Piyasa Çarpanları Analizi

Panora GYO için piyasa çarpanları analizi yöntemiyle değer tespit edilirken; Piyasa Değeri ve Net Aktif Değeri karşılaştırması, Kira Geliri ile Firma Değeri karşılaştırması ve Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK) ile Firma Değeri karşılaştırması yöntemleriyle değer tespiti yöntemleri kullanılmıştır. Bu değerlemeler nihai fiyatın hesabına katılmamıştır.

### 2.1. Piyasa Değeri ile Net Aktif Değerinin Karşılaştırılması

Panora GYO için Piyasa Değeri ile Net Aktif Değeri karşılaştırmasına yönelik değerlendirme yapılırken, portföyünün %90'ından fazlası kira getirili varlıklardan oluşan halka açık şirketlerden Akmerkez GYO, Doğuş GYO, Reysaş GYO, Servet GYO ve TSKB GYO seçilmiş ve piyasa değerleri ile net aktif değerleri kullanılarak prim/iskonto oluşturulmuştur. Bu hesaplamada Reysaş GYO, portföyünde ağırlıklı olarak endüstriyel bina bulundurduğu ve alışveriş merkezi bulundurmadığı için hesaplama dışında bırakılmıştır. Hesaplama yapılırken, Reysaş hariç benzer şirketlerin, piyasa değerlerinin, net aktif değerine göre %27,8 iskontolu olduğu bulunmuştur. Bu oranın, Şirket'in Düzeltilmiş Net Aktif Değerine uygulanması sonucu elde edilen şirket değeri 420 milyon TL (4,83 TL/hisse) olarak bulunmuştur. Buna göre Reysaş GYO'nun hesaplama dışında bırakılmasını, Şirket'in birebir benzerleri ile karşılaştırılması açısından makul buluyoruz. Ayrıca iskonto oranının, küçük yatırımcılar açısından avantajlı ve yeterli bir oran olduğu görüşündeyiz.

GYO (mn TL)	Arsa	Kira Getirili Gayrimenkuller				Proje	İştirak	Likit Varlıklar	*Diğer Varlık/Yük.	Net Aktif Değer	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	-22,1%
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	-26,2%
TSKB	0	98	212	0	0	19	0	22	-115	235	141	-40,0%
<b>Toplam</b>	<b>48</b>	<b>119</b>	<b>1.466</b>	<b>0</b>	<b>436</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>159</b>	<b>-197</b>	<b>2.059</b>	<b>1.279</b>	<b>-37,9%</b>
										Reysaş GYO Hariç Prim/İskonto		-27,8%
<b>Panora</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>592,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>13,1</b>	<b>-23,4</b>	<b>581,6</b>	<b>420,0</b>	<b>-27,8%</b>

\* Diğer Varlık/Yükümlülükler= Alacaklar - Borçlar - Nakit Kâr Payı

Net Aktif Değer = Arsa+Kira Getirili Gayrimenkuller+Projeler+İştirakler+Likit Varlıklar+Diğer Varlık/Yükümlülükler

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

## 2.2. Kira Geliri ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Panora GYO için kira geliri ile firma değeri karşılaştırmasına yönelik değerlendirme yapılırken, Şirket'in piyasa değerinden net borcunun düşülmesi sonucu ulaşılan Firma Değerinin kira getirili gayrimenkul payı ile çarpılması sonucu elde edilen düzeltilmiş firma değerinin, yıllık kira gelirleri ile karşılaştırılması sonucu hesaplanan kira geri dönüş süresi kullanılarak değer tespiti yapılmıştır. Geri dönüş süreleri hesaplanırken 2012 yılında gerçekleşen kira gelirleri üzerinden hesaplama yapılmış ve gelecek büyüme ve kira artış beklentileri dikkate alınmamıştır. Bu hesaplamada Reysaş GYO, portföyünde ağırlıklı olarak endüstriyel bina bulundurduğu ve alışveriş merkezi bulundurmadığı için hesaplama dışında bırakılmıştır. Buna göre Reysaş GYO hariç portföyünün %90'ından fazlası kira getirili varlıklardan oluşan şirketlerin kira gelirlerinin firma değerine göre 10.4 yıllık geri dönüş süresi ile Panora GYO için şirket değeri 404,6 milyon TL (4,65 TL/hisse) olarak hesaplanmıştır. Bu değerlemede hesaplama yönteminin ve kullanılan şirketlerin makul olduğunu düşünüyoruz.

GYO (mn TL)	Piyasa Değeri	31.12.2012 Net Borç*	Firma Değeri-1	Kira Getirili G.Menkul Payı (%)	2012 Kira Geliri	Kira Getirili Varlıkların		Kira Geri Dönüş Süreleri	
						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	309	22,6	16,1
<b>Toplam</b>	<b>1.279</b>	<b>33</b>	<b>1.312</b>		<b>141</b>	<b>2.072</b>	<b>1.283</b>	<b>14,7</b>	<b>9,1</b>
Reysaş GYO Hariç Prim/İskonto								<b>10,4</b>	
<b>Panora</b>	<b>404,6</b>	<b>10,4</b>	<b>415,0</b>	<b>100%</b>	<b>40,1</b>	<b>592,0</b>	<b>415,0</b>	<b>14,7</b>	<b>10,4</b>

\* 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

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

## 2.3. FAVÖK ile Firma Değerinin Karşılaştırılması

Panora GYO için FAVÖK ile firma değeri karşılaştırmasına yönelik değerlendirme yapılırken, kira geliri ile firma değeri karşılaştırması analizinde hesaplanan firma değerini, faiz amortisman ve vergi öncesi kâr ile karşılaştırılması suretiyle değer tespiti yapılmıştır. Bu hesaplamada Reysaş GYO, portföyünde ağırlıklı olarak endüstriyel bina bulundurduğu ve alışveriş merkezi bulundurmadığı için; TSKB GYO ise yüksek FAVÖK çarpanına sahip olduğu için hesaplama dışında bırakılmıştır. Hesaplama sonucunda Reysaş GYO ve TSKB GYO hariç benzer şirketlerin FAVÖK geri dönüş süresi 13,3 yıl olarak hesaplanmıştır. Bu geri dönüş süresi üzerinden Panora GYO için 450,6 milyon TL (5,18 TL/hisse) şirket değeri hesaplanmaktadır.

Bu yöntemin kullanılmasında, yüksek çarpana sahip TSKB GYO'nun hesaplama dışında tutulmasının, konservatif yaklaşıma uygun olduğu görüşüdeyiz.

GYO (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%	309	7,8	28,2
<b>Toplam</b>	<b>1.279</b>	<b>33</b>	<b>1.312</b>		<b>1.283</b>	<b>103,3</b>	<b>12,4</b>
Reysaş GYO ve TSKB GYO Hariç FD/FAVÖK Çarpanı							<b>13,3</b>
<b>Panora</b>	<b>450,6</b>	<b>10,4</b>	<b>461,0</b>	<b>100%</b>	<b>461,0</b>	<b>34,8</b>	<b>13,3</b>

\* 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

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

**- Nihai Fiyatın Belirlenmesi**

Nihai fiyat, 6,69 TL olarak hesaplanan pay başın Net Aktif Değeri'ne %29,7 iskonto ile hisse başına 4,70 TL olarak belirlenmiştir. Bu değer, piyasa değeri ile net aktif değeri karşılaştırması yöntemine göre %2,6 iskontoya, kira geliri ile firma değerinin karşılaştırılmasına göre %1,1 prime, FAVÖK ile Firma Değeri'nin karşılaştırılması ile hesaplanan değere göre %9,3 iskontoya karşılık gelmektedir. Nihai fiyat belirlenirken, düzeltilmiş net aktif değerine uygulanan iskontonun uygun bir oran olduğunu düşünmekle birlikte, seçilen benzer şirket çarpanlarına göre iskontonun sınırlı olduğunu düşünüyoruz.

GYO	Piyasa Değeri (mn 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
<b>Toplam</b>	<b>1.279</b>	<b>-37,9%</b>	<b>9,1</b>	<b>12,4</b>
Seçilen	1.152	-27,8%	10,4	13,3
<b>Panora</b>	<b>408,9</b>	<b>-29,7%</b>	<b>10,5</b>	<b>12,1</b>

\* Reysaş GYO Hariç

\*\* Reysaş GYO ve TSKB GYO Hariç

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

**DEĞERLENDİRME VE SONUÇ**

Panora GYO için fiyat tespitinde kullanılan değer tespit yöntemlerinin ve "Piyasa Çarpanları Analizi" yönteminde kullanılan piyasa çarpanlarının, GYO sektörünün yapısına uygun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca piyasa çarpanları yöntemine göre değer belirlenirken, Reysaş GYO'nun tüm hesaplama dışında tutulmasının, Şirket ile benzer portföye sahip şirketler üzerinden değerlendirilmesi açısından doğru buluyoruz. FAVÖK ile Firma Değeri karşılaştırmasında, yüksek çarpana sahip TSKB GYO'nun hesaplama dışında bırakılmasını, konservatif yaklaşımla değerlendirilmesi açısından doğru olduğu görüşünderiz. Nihai fiyatın belirlenmesinde sadece Düzeltilmiş Net Aktif Değer kullanılmış, benzer şirket çarpanları yöntemi ile bulunan değerler nihai fiyatın kıyaslanmasında kullanılmıştır. Şirket'in net aktif değerine uygulanan iskontonun sektör ortalamasına yakın olması nedeniyle makul olduğunu benzer Şirket çarpanlarına göre iskontonun ise sınırlı kaldığını düşünüyoruz. Sonuç olarak Şirket'in tespit edilen 4,70 fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

**EK: Özet Mali Tablolar**

Bilanço	2010	2011	2012
<b>AKTİFLER</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>12.765.153</b>	<b>11.399.875</b>	<b>17.034.311</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.388.802	5.704.539	13.052.382
Ticari Alacaklar	2.679.976	2.843.355	3.484.690
Diğer Alacaklar	1.263.133	3.408	3.799
Diğer Dönen Varlıklar	4.433.242	2.848.573	493.440
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>133.115.494</b>	<b>125.277.921</b>	<b>593.955.551</b>
Maddi Duran Varlıklar	531.879	420.401	439.041
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.585	15.434	14.177
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	125.999.122	121.381.908	591.988.325
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.191.256	1.737.705	-
Diğer Duran Varlıklar	1.385.652	1.722.473	1.514.008
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>145.880.647</b>	<b>136.677.796</b>	<b>610.989.862</b>
<b>PASİFLER</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>25.808.789</b>	<b>7.859.991</b>	<b>5.089.837</b>
Banka Kredileri	13.903.937	1.582.934	-
Finansal Kiralama İşl. Borçlar	4.946.468	1.156.408	9.223
Ticari Borçlar	3.176.850	2.159.761	1.691.837
Dönem Kâr Vergi Yükümlülüğü	1.492.289	-	1.040.209
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	48.151	52.697	55.975
Borç ve Gider Karşılıkları	-	-	146.500
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.241.094	2.908.191	2.146.093
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.392.619</b>	<b>1.505.401</b>	<b>97.823.302</b>
Banka Kredileri	1.294.776	-	-
Finansal Kiralama İşl. Borçlar	977.672	9.584	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.050.208	1.389.449	227.020
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	69.963	106.368	177.395
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	97.418.887
<b>Özsermaye</b>	<b>114.679.239</b>	<b>127.312.404</b>	<b>508.076.723</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özsermaye</b>	<b>114.750.256</b>	<b>127.396.610</b>	<b>508.062.033</b>
Ödenmiş Sermaye	87.000.000	87.000.000	87.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	3.031	3.031	3.031
Kârdan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	-	868.109	3.763.611
Geçmiş Yıl Kâr/Zararları	8.629.972	20.864.116	393.157.149
Net Kâr/(Zararı)	19.117.253	18.661.354	24.138.242
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-71.017</b>	<b>-84.206</b>	<b>14.690</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>145.880.647</b>	<b>136.677.796</b>	<b>610.989.862</b>

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu	2010	2011	2012
<b>TL</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Satış Gelirleri	35.018.207	43.140.616	48.840.186
Satışların Maliyeti (-)	14.770.228	15.214.012	16.272.596
<b>Brüt Kâr</b>	<b>20.247.979</b>	<b>27.926.604</b>	<b>32.567.590</b>
<b>Brüt Kâr Marjı</b>	<b>57,8%</b>	<b>64,7%</b>	<b>66,7%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağ. Gid.	2.516.154	3.160.584	2.967.861
Genel Yönetim Giderleri	703.772	598.493	631.784
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>17.028.053</b>	<b>24.167.527</b>	<b>28.967.945</b>
<b>Esas Faaliyet Kâr Marjı</b>	<b>48,6%</b>	<b>56,0%</b>	<b>59,3%</b>
Diğer Faaliyet Gelirleri	7.568.689	108.659	180.302
Diğer Faaliyet Giderleri	2.066.215	2.321.682	52.065
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>24.326.551</b>	<b>24.064.849</b>	<b>28.955.610</b>
Finansal Gelirler	715.892	368.262	1.035.770
Finansal Giderler	2.066.215	2.321.682	52.065
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>22.976.228</b>	<b>22.111.449</b>	<b>29.939.315</b>
Dönem Vergi Gideri	2.143.086	9.733	1.404.156
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1.806.843	-3.453.551	-4.298.021
<b>Dönem Net Kârı/Zararı</b>	<b>19.026.299</b>	<b>18.648.165</b>	<b>24.237.138</b>
<b>Net Kâr Marjı</b>	<b>54,3%</b>	<b>43,2%</b>	<b>49,6%</b>
<i>Ana Ortaklık Kârı/Zararı</i>	<i>19.117.253</i>	<i>18.661.354</i>	<i>24.138.242</i>
<i>Azınlık Payı</i>	<i>-90.954</i>	<i>-13.189</i>	<i>98.896</i>

**EK: Proforma Mali Tablolar**

Proforma Bilanço (31.12.2012)	
<b>AKTİFLER</b>	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>17.034.311</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	13.052.382
Ticari Alacaklar	3.484.690
Diğer Alacaklar	3.799
Diğer Dönen Varlıklar	493.440
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>593.989.095</b>
Maddi Duran Varlıklar	439.041
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	14.177
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	591.988.325
Ertelenmiş Vergi Varlığı	33.544
Diğer Duran Varlıklar	1.514.008
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>611.023.406</b>
<b>PASİFLER</b>	
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>29.000.037</b>
Banka Kredileri	-
Finansal Kiralama İşl. Borçlar	9.223
Ticari Borçlar	1.691.837
Dönem Kâr Vergi Yükümlülüğü	1.040.209
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	55.975
Borç ve Gider Karşılıkları	146.500
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.056.293
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>404.415</b>
Banka Kredileri	-
Finansal Kiralama İşl. Borçlar	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	227.020
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	177.395
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-
<b>Özsermaye</b>	<b>581.618.954</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özsermaye</b>	<b>581.618.954</b>
Ödenmiş Sermaye	87.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	3.031
Kârdan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	3.763.611
Geçmiş Yıl Kâr/Zararları	464.021.314
Net Kârı/(Zararı)	26.830.998
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>611.023.406</b>

Proforma Gelir Tablosu (31.12.2012)	
<b>TL</b>	
Satış Gelirleri	48.840.186
Satışların Maliyeti (-)	16.272.596
<b>Brüt Kâr</b>	<b>32.567.590</b>
<b>Brüt Kâr Marjı</b>	<b>66,7%</b>
Pazarlama, Satış ve Dağ. Gid.	2.967.861
Genel Yönetim Giderleri	631.784
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>28.967.945</b>
<b>Esas Faaliyet Kâr Marjı</b>	<b>59,3%</b>
Diğer Faaliyet Gelirleri	180.302
Diğer Faaliyet Giderleri	52.065
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>28.955.610</b>
Finansal Gelirler	1.035.770
Finansal Giderler	52.065
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>29.939.315</b>
Dönem Vergi Gideri	1.404.156
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1.704.161
<b>Dönem Net Kârı/Zararı</b>	<b>26.830.998</b>
<b>Net Kâr Marjı</b>	<b>54,9%</b>
<i>Ana Ortaklık Kârı/Zararı</i>	<i>26.830.998</i>
<i>Azınlık Payı</i>	<i>-</i>

Kaynak: Panora GYO Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. 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 Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.