

04-05-2016

“ Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ” Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Oyak Yatırım) tarafından Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Via GYO, Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

1. Faaliyet Konusu hakkında

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda, Şirketin faaliyet konusu ve iş modeli hakkında bilgi verilmiş, Sermaye ve ortaklık yapısı tablo halinde gösterilmiştir. Raporun ilerleyen bölümlerinde ortaklık yapısı halka arz sonrasını da kapsayacak şekilde yeniden tablo halinde verilmiş, ayrıca imtiyazlı hisseler hakkında bilgi verilmiştir. Şirket’ in gayrimenkul portföyü yine tablo üzerinde açık bir şekilde gösterilmiştir. Şirket’ in mevcut portföyünde bulunan 4 adet karma projeler; Via Port Asia, Vialand, Via Port Venezia ve Via Port Marina hakkında ayrı ayrı özet bilgi verilmiştir.

Sonuç olarak Şirketin faaliyet konusu ve iş modeli hakkında verilen bilgiler genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edilmiştir.

2. Mali Veriler hakkında

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda, Şirket gelirlerinin, yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünde yer alan ve yukarıda bahsedilen 4 projedeki alışveriş merkezleri, otel, marina ve tema park gibi bölümlerin işletilmesi sonucu elde edilen kira gelirlerinden ve gayrimenkul projelerindeki ünitelerin satışından oluştuğu belirtilmiştir. Raporla Gelirler, kira gelirleri ve konut satış gelirleri olarak ayrı ayrı sınıflandırılmış, aynı sınıflandırma maliyetler için de yapılmıştır. Ayrıca, kalan ünitelerin satışlarının bu yıl içinde tamamlanması ile Şirket’ in konsolide gelirlerinin bundan sonraki dönemde büyük ölçüde kira gelirlerinden oluşmasının beklendiği açık bir şekilde ifade edilmiştir.

Sonuç olarak Fiyat Tespit Raporu' nda, yer verilen 2014 ve 2015 yılsonu dönemlerine ait bilanço ve gelir tabloları ile yapılan açıklamalar yeterince açık ve kapsamlıdır.

Raporda Satmama taahhüdü başlığı altında, Şirket ve ortaklar tarafından verilen 180 gün pay satmama ve bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünden bahsedilmiştir. Öte yandan Sermaye Piyasası Aracı Notu' ndan anladığımız üzere halka arzda Günlük Alım Emri taahhüdü ve Geri Alım garantisi gibi gayet olumlu teşvikler de mevcuttur. Fiyat tespit raporunda da kısaca bu taahhütlere ilişkin bilgi verilerek, yatırımcıların bilgiye daha kolay ulaşması sağlanabilirdi.

B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

Değerleme Metodolojisi

Oyak Yatırım, Via GYO' nun halka arz için 13,60 TL fiyat belirlemiş olup, yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket' in değerlemesinde;

- Net Aktif Değer (NAD) Analizi
- Piyasa Değeri/Defter Değeri' ne (PD/DD) göre Prim/(İskonto)
- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) Çarpanına göre Prim/(İskonto)
- Kira Getirisi/Gayrimenkul Portföy Değeri Oranı

yöntemleri analiz edilmiş ancak nihai değerlemede ilk 3 yöntem kullanılmıştır.

Kira Getirisi/Gayrimenkul Portföy Değeri yönteminin dikkate alınmama nedeni olarak; Şirket portföyündeki bazı projelerin 2015 yılı içinde tamamlanması nedeniyle yılın tamamı boyunca kira getirisi sağlayamamış olması, dolayısıyla bu yöntemin sağlıklı bir sonuç vermeyebileceği gösterilmiştir. Bu yaklaşımı yerinde buluyoruz. Ancak fikir vermesi açısından mevcut doluluk oranıyla bu yöntemin ne gibi bir sonuç verdiği gösterilebilir, bu sayede doluluk oranı yükseldiğinde bu yöntemin de nasıl bir değer göstereceği yatırımcı tarafından tahmin edilebilirdi. Nihayetinde yine aynı açıklamayla bu yöntem değerlendirilebilirdi.

Değerlemede kullanılan 3 yöntemin verdiği sonuçlar ve ağırlıkları Raporun 19. Sayfasında tablo halinde belirtilmiştir. Buna göre 3 yönteme eşit ağırlık verilmiştir. Bu düşüncüyü doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.

C - DEĞERLEME ÇALIŞMASI

1- Net Aktif Değeri (NAD) Analizi

Değerlemede, SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerlendirme şirketlerine yaptırılan değerlendirme raporları kullanılmıştır. Varlıkların rayiç değerlerinden yükümlülükler düşülmüştür. Net Aktif Değer yöntemine göre Via GYO için bulunan net aktif değer 2.063 milyon TL, pay başına net aktif değer ise 22,93 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonrasında ise BİST' te işlem gören GYO şirketleri analiz edilmiş ve Via GYO ile benzer kategoride değerlendirilebilecek şirketlerin BİST' te ortalama % 41 oranında iskontolu işlem gördüğü tespit edilmiştir. Bu tespitler ve hesaplamalar raporda tablo halinde yeterince açık şekilde gösterilmiştir. Sonuç olarak Via GYO' nun net aktif değeri üzerinden de benzer şekilde % 41 oranında iskonto uygulanmış ve 1.223 milyon TL net aktif değer ve 13,59 TL pay başına piyasa değeri hesaplanmıştır.

2- Piyasa Değeri/Defter Değeri' ne (PD/DD) göre Prim/(İskonto)

Bu yöntemde ise yine BİST' te işlem gören ve Via GYO ile benzer kategoride değerlendirilebilecek GYO şirketlerinin PD/DD oranları analiz edilmiş ve bu şirketlerin BİST' te ortalama 0,61 PD/DD çarpanıyla işlem gördüğü hesaplanmıştır. Hesaplama tablo halinde açık şekilde gösterilmiştir. Buna göre Via GYO' nun 1.815 milyon TL olan 2015 yılsonu özkaynak değeri, 0,61 katsayısı ile çarpılarak, Via GYO için 1.101 milyon TL piyasa değerine ve 12,23 TL pay değerine ulaşılmıştır.

3- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) Çarpanına göre Prim/(İskonto)

Bu yöntemde de yine BİST' te işlem gören ve Via GYO ile benzer kategoride değerlendirilebilecek GYO şirketlerinin FD/FAVÖK oranları analiz edilmiş ve bu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanının ortalama 15,30 olduğu hesaplanmıştır. Hesaplama tablo halinde açık şekilde gösterilmiştir. Buna göre Via GYO' nun 141.8 milyon TL olan 2015 yılsonu Favök rakamı üzerinden, Via GYO için 1.347 milyon TL piyasa değerine ve 14,97 TL pay değerine ulaşılmıştır.

D- SONUÇ

Kullanılan 3 yöntemin verdiği sonuçlar değerlemenin sonuç bölümünde tablo halinde gösterilmiş ve yöntemlere eşit ağırlık verilmesi neticesinde 13,60 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır. Burada dikkatimizi çeken husus nihai halka arz fiyatı belirlenirken herhangi bir halka arz iskontosu uygulanmamış olmasıdır. Sektördeki şirketlerin hali hazırda gerek defter değerlerine gerekse net aktif değerlerine göre iskontolu işlem gördüğünü ve değerlemede sektör ortalamaları kullanılması nedeniyle dolaylı bir iskonto uygulandığını kabul ediyoruz. Ancak yine de halka arzlarda nihai değerlendirme yaparken sektöre yeni yatırımcılar kazandırma adına bir halka arz iskontosu uygulanmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz. Bu sayede en azından Şirket' in PD/DD' ye göre sektör ortalamasının üzerinde kalan halka arz pay değeri daha aşağı çekilebilirdi. Ayrıca değerlemenin sonuç kısmında kullanılan Net Aktif Değer' e göre % 41' lik iskonto oranının yatırımcı açısından halka arz iskontosu olarak algılanarak yanlış anlaşılmaya neden olabileceğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak nihai değerlendirmede, hesaplanan halka arz fiyatının makul sınırlar içinde olduğu görüşündeyiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; info@metroyatirim.com.tr