



KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş

[KRGYO]

22.04.2014

Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu Madde, 2 inci fıkrası çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Körfez GYO", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Körfez GYO'nun halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

KÖRFEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Firma gayrimenkul sektöründe, GYO olarak faaliyet göstermektedir. Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., "Körfez Gayrimenkul İnşaat Taahhüt Turizm Sanayi ve Ticaret A.Ş." unvanı ile 1996 yılında kurulmuş olup, Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.'nin ("Kuveyt Türk") bir iştirakidir. 2011 yılı sonunda "Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." olarak unvan değişikliğine gitmiş ve gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm sürecini tamamlamıştır.

Şirket İstanbul'da bulunmakta olup 31.12.2013 itibarıyla çalışan sayısı 7 kişidir.

Sermaye ve Esas Sözleşme hakkında

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 500.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 49.500.000 TL'dir. Çıkarılmış sermayeyi temsil eden pay grupları, A grubu paylar nama yazılı 19.087.800 adet pay karşılığı 19.087.800 TL ve B grubu hamiline 30.412.200 adet pay karşılığı 30.412.200 TL'den oluşmaktadır. A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulu üyelerinin 3'ten az olmamak kaydıyla 2/3 adedi A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından olmak üzere, genel kurul tarafından seçilir.

A grubu payların tamamı Kuveyt Türk'e aittir.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	16.500.000
Ortak Satış	-
Toplam	16.500.000
Halka Arz Büyüklüğü -TL	
Halka arz fiyatı	1,15 TL
Brüt Halka arz geliri	18.975.000
Şirkete net halka arz geliri	18.217.165
Kotasyon	
Halka arz tarihi	24-25 Nisan 2014
İşlem göreceği pazar	Kurumsal Ürünler Pazarı
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artımı yapmama	180 gün boyunca bedelli sermaye artırım yapmama
Ortak satışı yapmama-1	180 gün boyunca ortak satışı yapmama
Ortak satışı yapmama-2 (Kuveyt Türk)	Payların işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl boyunca halka arz fiyatının altında pay satışı yapmama
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	Bakiyeyi yüklenim
Aracı Kurum	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş
Halka arz satış Yöntemi	Borsa İstanbul A.Ş. Birincil Piyasa'da Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi

Ortağın Adı Soyadı	ORTAKLIK YAPISI			
	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Kuveyt Türk	49.498.000	99,996%	49.498.000	74,997%
Diğer	2.000	0,004%	2.000	0,003%
Halka Açık	0	0,00%	16.500.000	25%
TOPLAM	49.500.000	100,00%	66.000.000	100,00%



Şirket'in satışları ve finansal durumu hakkında

Şirket'in 2011-12-13 yıllarında satış geliri olmamıştır. Şirket, proje teslimi ile fatura kesememiş olması nedeniyle düşük seviyede gerçekleşen gelirlerine karşın, faaliyet giderlerinden ötürü ilgili dönemler itibarıyla zarar açıklamıştır. Şirket'in bilançosunda 2012 yılı itibarıyla 33.8 mn TL kayıtlı geçmiş yıl zararı söz konusudur. Söz konusu zararın 7,3 mn TL'si 2007 yılından, 11,5 mn TL'si 2008 yılında finansal giderlerden dolayı oluşan dönem zararından, kalan kısmı ise 2011 yılında İş Ortaklığı paylarının alımından kaynaklanmaktadır.

31 Aralık 2012 itibarıyla ödenmiş sermayesi 65.822.000.-TL, geçmiş yıl zararları ise TMS'ye göre 33.799.683.-TL olan Körfez GYO, geçmiş yıl zararlarının 16.322.000.-TL'lik kısmını ödenmiş sermayesinden mahsup ederek, ödenmiş sermayesini 49.500.000.-TL'ye indirmiştir. Söz konusu sermaye azaltım tutarının tamamı Kuveyt Türk'e ait B grubu sermaye paylarının iptali suretiyle karşılanmıştır.

Şirket'in ticari borçları, Şirket'in iş ortaklığı olan Körfez İnşaat iş ortaklığı hisselerinin Kuveyt Türk'ün Şirket'e pay devri nedeniyle Kuveyt Türk'e brüt 16,3 mn TL, daha önce Kuveyt Türk'e ait olan Kartal arsasının KRGYO tarafından Kuveyt Türk'ten satın alınması dolayısıyla oluşan brüt 8,8 mn TL borçtur. Her iki borcun vadesi 30 Eylül 2014 olup, Şirket bilançosunda, borçlar reeskonto tabii tutulmuş değeri ve Kuveyt Türk'ten alacak niteliğinde olan 1 mn TL'nin mahsubu ile 22,2 mn TL olarak kayıtlıdır.

Şirket'in bilançosunda, alınan avanslar kalemi altında kayıtlı 26,3 mn TL, Şirket'in İstanbul/Kartal'da bulunan arsası üzerinde geliştirilen proje nedeniyle, projeyi yürüten firma tarafından Şirket'e ödenen tutardır. Kartal Projesi, yüklenici firma ile "hasılat paylaşımı karşılığında arsa satış vaadi" şeklinde olup sözleşme büyüklüğü 173 mn TL'dir.

Şirket, Balıkesir/Edremit'te bulunan Güre tesislerini (daha önce Şirket tarafından 1997-2001 yıllarında yapılmış olup, 2008 yılında 13 mn TL bedelle, ilişkili taraf Körfez Tatil Beldesi Turistik Tesisler ve Devremülk İşletmeciliği A.Ş.'ye devredilmiştir), eski tesisleri yıkıp üzerinde yeni proje geliştirmek maksadıyla Eylül 2013 itibarıyla 15 mn TL bedelle tekrar portföyüne dahil etmiştir.

Şirket'in bilançosunda duran varlıklar kalemi altında yer alan yatırım amaçlı gayrimenkuller; 6,5 mn TL değer ile kayıtlı Güre tesislerinin otel kısmına aittir. Güre Tesislerinin devremülk kısımları ise 10 mn TL ile stoklar içinde yer almaktadır. Bilançoda stoklar içinde yer alan diğer kalemler ise Kartal arsası ile Kilyos arsasıdır.

FİNANSAL ÖZET			
BİLANÇO ÖZETİ – TL			
Yıllık			
	2013	2012	2011
DÖNEN VARLIKLAR	73.806.649	58.766.785	53.127.740
<i>Nakit Varlıklar</i>	22.965.025	20.767.192*	16.936.523
<i>Stoklar</i>	48.929.330	37.144.362	35.440.424
DURAN VARLIKLAR	6.258.925	27.718	24.068
K.V.YÜKÜMLÜLÜK	48.631.607	6.718.936	1.633.946
<i>Ticari Borçlar</i>	22.199.574	-	-
<i>Alınan Avanslar</i>	26.343.593	6.299.603	-
U.V.YÜKÜMLÜLÜK	49.643	20.040.438	17.122.337
ÖZ KAYNAKLAR	31.654.324	32.035.129	34.395.525
<i>Sermaye</i>	49.500.000	65.822.000	65.822.000
<i>Geçmiş Yıl Kar/Zarar</i>	-19.838.079	-33.799.683	-33.724.951
FİNANSAL BORÇLAR	-	-	-
NET NAKİT	22.965.025	20.767.192	16.936.523
* Finansal yatırımlar dahil			
GELİR TABLOSU ÖZETİ-TL			
	2013	2012	2011
SATIŞLAR	-	-	-
E.FAALİYET KAR/ZARAR	426.339	-2.301.490	-1.024.216
NET KAR	-382.315	-2.360.396	-74.732

FİNANSAL RASYOLAR		
Halka Arz Öncesi (Sermaye 49,5 mn TL)		
F/K	PD/DD	PD/NAD
-	1,80	0,50
Halka Arz Sonrası (Sermaye 66 mn TL)		
F/K	PD/DD	PD/NAD
-	1,52	0,57



Gayrimenkuller ve Gayrimenkul Projeleri Hakkında

Şirket'in geçmiş yıllarda tamamladığı projeleri, 1997-2001 yılları arasında Güre tesisi, 2005-2007 yılları arasında tamamlanıp satılan İstanbul-Hadımköy Lojistik Antrepo'dur.

Körfez GYO'nun mevcut gayrimenkul portföyü aşağıdaki gibidir.

GAYRİMENKULLER VE GAYRİMENKUL PROJELERİ	YERİ VE ÖZELLİKLERİ	ALİŞ TARİHİ	ALİŞ MALİYETİ	DEĞERLEME RAPORU	
				TARİH	DEĞER
KİLYOS VİLLA PROJE ARSASI	İstanbul İli, Sarıyer İlçesi, Kilyos Köyü, 8.841m ² arsa	30.09.2005	1.496.835 TL + KDV	31.12.2013	4.852.000 TL + KDV
KARTAL HORIZON TİCARİ VE KONUT KARMA PROJESİ	İstanbul İli, Kartal İlçesi, Aşağı Mahalle, 5.982,91m ² arsa üzerinde Horizon Projesi	23.11.2007-%75, 23.09.2011-%100	26.692.837 TL + KDV	31.12.2013	94.821.000 ¹ TL + KDV
				28.02.2014 ²	108.346.206 ³ TL+KDV
DEVREMÜLK, OTEL VE SOSYAL TESİS PROJE ARSASI	Balıkesir İli, Edremit İlçesi, Güre Beldesi, 24.982,91m ² arsanın %80,15 payı	30.09.2013	14.987.253 TL + KDV	14.01.2014	24.382.800 ⁴ TL + KDV

1. Kilyos Arsası

Arsa tapusu üzerinde herhangi bir sınırlayıcı takyidat bulunmazken, imar durumunda sınırlayıcı koşullar söz konusudur. 11.04.2007 onaylı 1/1000 ölçekli Uygulama İmar Planı'na göre, konu gayrimenkulün geliştirilebilir net arsa alanı 4,520 m²'dir. Terke konu arsa kısmen ilköğretim Tesis Alanı, yol ve park alanına ayrılmıştır. Plan notlarına bağlı olarak, donatı alanlarının kamuya terki gerçekleşmedikçe parsel üzerinde uygulama yapılamayacağı Sarıyer Belediyesince bildirilmiştir. Net parsel alanının konut olarak geliştirilmesinden önce, ilköğretim için ayrılmış alanın kamulaştırılması gerekmektedir. Şirket, arsa kullanım alanının azalması nedeniyle imar planı değişikliği talebini yetkili mercilere iletmıştır. Mevcut imar durumu ve yapılaşma koşulları baz alınarak arsa

¹ 31 Aralık 2013 Tarihli Gayrimenkul değerlendirme raporunda, konu gayrimenkul üzerinde geliştirilecek projenin tamamlanması durumundaki değeri, 94,8 mn TL (KDV hariç) ve 2 Aralık 2013 tamamlanma durumuna göre değeri 54,5 mn TL (KDV hariç) olarak takdir edilmiştir.

² 17 Şubat 2014 tarihinde projeyi yürüten yüklenici firma ile ek protokol yapılması nedeniyle gayrimenkul değerlendirme raporu, başka bir değerlendirme firmasına yenilenmiştir.

³ 28 Şubat 2014 Tarihli Gayrimenkul değerlendirme raporunda, konu gayrimenkul üzerinde geliştirilecek projenin tamamlanması durumundaki değeri, 108,3 mn TL (KDV hariç) ve 28 Şubat 2014 tamamlanma durumuna göre değeri 62,8 mn TL (KDV hariç) olarak takdir edilmiştir. Şirket'in yüklenici firma ile yaptığı sözleşme 173 mn TL'dir. Değerleme raporunda proje için öngörülen gelirin 256,5 mn TL olacağı; Şirket için sözleşme tutarını aşan bugünkü değere indirgenmiş ek gelirin 29 mn TL, 15.02.2014 tarihine kadar yüklenici firma tarafından Şirket'e ödenen 28,9 mn TL ve sözleşme kapsamında gelirin 50,5 mn TL olacağı belirtilerek, toplamda, Şirket payına düşen gayrimenkul değeri 108,3 mn TL olarak hesaplanmıştır.

⁴ Değerleme tarihinde tesislerin yıkımı tamamlanmak üzere olduğundan, arsa boş arsa olarak kabul edilerek ve üzerinde tesis geliştirilmesi sonrası değeri ile, "en iyi ve en verimli kullanım değeri" yöntemi ile belirlenmiştir.



üzerinde toplam inşaat alanı 1.234 m2 olan 5 adet havuzlu villadan oluşan bir site yapılacağı öngörülmüştür.

2. Kartal Horizon Projesi

Şirket, 19.03.2012 tarihinde, Kartal arsası üzerinde proje geliştirmek amacıyla yüklenici firma ile sözleşme imzalamıştır. Arsa üzerinde "Hasılat Paylaşımı Karşılığında Arsa Satış Vaadi" çerçevesinde proje geliştirilmektedir. Projede yer alacak olan kullanımlar temel olarak konut ve işyeri olarak belirlenmiştir. Projede toplam 109 adet rezidans konut, 34 adet home-office yer almaktadır. Aynı zamanda restoran, mağaza, sinema gibi ticari ünitelere de (35 adet ticari ünite) yer verilmesi planlanmıştır.



Projeyi yürüten firma ile yapılan sözleşmeye göre, projedeki bağımsız bölümler ve tüm yapılar anahtar teslimi inşa edilecek, satışları yine yüklenici tarafından gerçekleştirilecek, asgari olarak taahhüt edilen satış hasılatının iki katının (164.000.000.-TL) fazlası da taraflar arasında %50 oranında paylaşılacaktır. 17 Şubat 2014 tarihli Ek Sözleşme ile Projeyi Yürüten firma ile 19 Mart 2012 tarihinde akdedilmiş bulunan Düzenleme Şeklinde Hasılat Paylaşımı Karşılığında Arsa Satış Vaadi Sözleşmesi'nde bazı ek düzenlemeler yapılmış, aylık taksitli ödeme takviminin yenilenerek asgari hasılat payı tutarı 82.000.000.-TL'den 86.500.000.-TL'ye artırılmış ve teslimi ilişkin süreçler netleştirilmiştir.

Söz konusu Gayrimenkul için düzenlenen Gayrimenkul değerlendirme raporuna göre 28.02.2014 tarihi itibarıyla projenin maliyet açısından tamamlanma oranı %19 olduğu ifade edilmiştir.

3. Güre Tesisi

Şirket, Balıkesir/Edremit'te bulunan Güre tesislerini (daha önce Şirket tarafından 1997-2001 yıllarında yapılmış olup, 2008 yılında 13 m TL bedelle ilişkili tarafı Körfez Tatil Beldesi Turistik Tesisler ve Devremülk İşletmeciliği A.Ş.'ye devredilmiştir), eski tesisleri yıkıp üzerinde yeni proje geliştirmek amacıyla Eylül 2013 itibarıyla 15 m TL bedelle tekrar portföyüne dahil etmiştir.





Güre tesisi daha önce yazlık kullanıma uygun olarak inşa edilmiş olması nedeniyle bahar ve kış aylarında kullanılmamış (düşük kapasite kullanımı) ayrıca tesis inşasında tesis temellerinin deniz seviyesinin altında olması nedeniyle tesis yapılarının hasar görme durumu ortaya çıkmıştır.

Bu satın alma sonrasında tesisdeki devremülklerin dağılımı; Körfez GYO A.Ş. 3.539 adet, önceden satılmış müşteriler 1.223 adet ve Körfez Tatil Beldesi 14 adet olacak şekilde değişmiştir. Söz konusu tesis için 6306 sayılı “Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun” kapsamında yıkım kararı alınmış ve söz konusu karar yapılan itirazların incelenmesi sonucu kesinleşmiştir. Güre Devremülk Tesisi bünyesindeki bloklar için yıkım kararları 31 Ocak 2014 – 3 Şubat 2014 tarihleri arasında alınarak yıkım başlatılmıştır. Tahminen yıkımın Mart’ın ilk haftası sonunda tamamlanması beklenmektedir. Yıkım süreci tamamlandıktan sonra cins tahsisi yapılarak tapular arsa tapusuna dönüştürülecektir. Körfez GYO, devremülklerdeki diğer hak sahipleri ile arsa hisseleri karşılığında yeni yapılacak tesisten devremülk vermek üzere anlaşmalar yapmayı ve mevcut tesisin yer aldığı arsa üzerine termal su potansiyelini de değerlendirerek 12 ay boyunca hizmet sunabilecek yeni bir otel ve devremülk tesisi geliştirmeyi planlamaktadır

İmar haklarındaki iyileşmeler ve 6306 sayılı yasa ile karar alma süreçlerinin kolaylaşması, söz konusu tesisin yıkılarak üzerinde yeni bir proje geliştirilmesini yapılabilir ve kârlı bir yatırım haline getirmiştir. 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.

Şirket, söz konusu otelin inşaatını tamlandıktan sonra, oteli kiralayıp kira geliri elde etmeyi hedeflemektedir. Bu nedenle Şirket, Güre Tesisi maliyetinin otele ait kısmını yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflamıştır

14.01.2014 tarihli Gayrimenkul değerlendirme raporunda, Arsa üzerinde Şirket tarafından yeni bir proje geliştirilmesi yönünde çalışmalara başlanmış olmakla birlikte, henüz onaylanmış bir mimari proje veya alınmış bir yapı ruhsatı bulunmamakta olduğu ifade edilmiştir.

Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket halka arz gelirini Sarıyer/Kilyos’da bulunan arsası üzerinde geliştireceği projenin finansmanı ile Balıkesir/Edremit’teki Güre tesislerinin afet kanunu kapsamında yıkılarak arsaya dönüştürülmesi ve arsa üzerinde yeni proje geliştirilmesinin finansmanında kullanacağını beyan etmiştir.



DEĞERLEME HAKKINDA

Halka arz fiyat tespiti, Net aktif değer ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırması ile yapılmıştır. Şirket'in düzenli gelir akışı olmaması nedeniyle gelir bazlı projeksiyon yapılması mümkün olmamış ve değerlendirme, varlıkların rayiç değerleri ile benzer varlıklar için borsada oluşan fiyatlamanın ağırlıklandırılması yöntemi ile yapılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa değeri-mn TL
Piyasa Çarpanları		
PD/NAD	%30	56,45
PD/DD	%20	22,64
Net Aktif Değer	%50	113,79
Şirket Değeri		78,36
<i>Halka arz İskontosu</i>		<i>%27,35</i>
Halka arz için Şirket değeri		56,93
Pay Başına değer		1,15 TL

❖ Net Aktif Değer Yöntemi Hakkında

- Şirket portföyünde yer alan üç adet gayrimenkul'ün toplam rayiç değerlerine (137,5 mn TL), diğer varlıklar (23 mn TL nakit, 1,9 mn TL diğer dönen varlıklar ve 0,01 mn TL duran varlıklar) ilave edilerek ve Şirket'in toplam yükümlülükleri (22,2 mn TL ticari borç, 26,3 mn TL alınan avanslar ve 0,14 mn TL diğer kısa ve uzun yükümlülükler) düşülerek Şirket'in net aktif değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in tamamı için 113,8 mn TL ve pay başına ise 2,30 TL Net Aktif Değer hesaplanmıştır.

❖ Piyasa Çarpanları Yöntemi Hakkında

- BIST GYO şirketlerinin, EKGYO hariç tüm GYO'lar PD/NAD çarpanı (0,58) ile sabit gelir elde eden ve değeri 1 milyar TL'nin üzerinde olanlar hariç olmak üzere benzer GYO'lardan örnekleme yapılarak oluşturulan benzer şirketler (BIST-GYO-Konut) PD/NAD çarpanı (0,42), %50'şer ağırlıkla kullanılarak Şirket için 56,45 mn TL değer tespiti yapılmıştır.
- PD/DD çarpanı (0,81 ve 0,62) da yine yukarıda yer alan metodoloji ile Şirket için 22,64 mn TL değer tespiti yapılmıştır.
- Şirket için PD/NAD çarpanı 0,50 ve PD/DD çarpanı 0,72 olarak kullanılmış ve PD/NAD çarpanına daha fazla ağırlık verilerek Şirket için Piyasa çarpanları yöntemiyle değer tespiti yapılmıştır.
- Fiyat tespit raporuna göre, Şirket için Piyasa çarpanları yöntemiyle belirlenen değer 42,9 mn TL'ye işaret etmektedir.
- Piyasa çarpanları üzerinden yapılan değerlendirme, tamamen şirket varlıklarının piyasa değerinin tespitine yönelik olup, Şirket performansını yansıtan finansal rasyolar ise Şirket'in durumu nedeniyle kullanılamamıştır.



SONUÇ

Şirket'in dönemsel olarak istikrarlı nakit akışı ve gelirleri olmaması ve mevcut proje gelirlerinin henüz gelir tablosuna aktarılamamış olması nedeniyle Şirket paylarının fiyatlaması ve borsa performansı, düzenli nakit akışı sağlayan ve/veya sürekli yeni proje geliştiren GYO'lara göre farklılık arz edebilecektir.

Şirket'in net aktif değeri, Şirket varlıklarının tamamının elden çıkarılması halindeki değeri temsil etmektedir. Borsa pazarlarında, payların yatırımcıya sağlayacağı getiri için, temettü politikası, gelir bazlı rasyolar (F/K, FD/FAVÖK vb.) ve gelecekte yaratacağı nakit akışları performansı da, pay fiyatlamasında oldukça önemli unsurlardır. Bu kapsamda GYO'lar genellikle iskontolu işlem görmektedir.

GYO'lar için düzenli getiri ve nakit akışı parametreleri ile nakit yaratma kapasitesi haricinde en önemli fiyatlama göstergesinin PD/NAD rasyosu olduğunu düşünüyoruz. Şirket'in halka arz sonrası, halka arz fiyatı üzerinden hesaplanan PD/NAD rasyosu 0,57 seviyesindedir.

Şirket faaliyetlerinden mevcut projeler haricinde gelecekte elde edeceği gelirler ve yeni projelerle bu gelirlerinin istikrarlı hale geleceğine dair, Şirket'in geçmiş performansına bakarak, yeterince bulgu bulunduğunu söylemek güçtür. Bu nedenle Şirket için belirlenen iskontonun, piyasa şartları ve halka arz sonrası borsa performansı için yeterli olamayabileceğini düşünüyoruz.

Şirket'in değerlemesinde Net aktif değer, daha çok borsa dışı ve tüm şirket için değeri temsil etmektedir. Bu değer borsa pazarlarında karşılığı ise PD/NAD üzerinden yansımaktadır. Şirket için PD/NAD değerinin temsil ettiği değer 56,5 mn TL'dir. Şirket için belirlenen iskontolu halka arz fiyatı ise 56,9 mn TL'dir. Özellikle Şirket'in dönemsel getiri performansının ve henüz gelir tablosuna yansıyan gelirleri olmaması nedeniyle, Şirket için halka arz fiyatını makul karşılamakla beraber, piyasa değerini temsil eden PD/NAD değeri üzerinden, halka arz fiyatının bir miktar daha iskontolu olması gerektiğini düşünüyoruz.