



Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, VİA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("VİAGYO", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; VİAGYO'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.

VİA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı alanında faaliyet göstermektedir. VİA GYO, perakende odaklı entegre konsept gayrimenkul projeleri geliştirmektedir. Ticari kiralama ve konut satışı için geliştirilen bu gayrimenkuller, perakende, turizm ve eğlence hizmetlerini bir arada sunmaktadır.

VİA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, 1995 yılında Bayraktar Kardeşler İnşaat Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi unvanıyla Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in, 28 Ağustos 2015 tarihinde yayınlanan ticaret sicil gazetesindeki ana sözleşme değişikliği ile gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsüne geçmiş ve unvanı VİA Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.

VİA GYO geliştireceği büyük çaplı projeler için arsa finansmanında ağırlıklı olarak belediyelerin açtığı uzun dönem üst hakkı ihalelerini ve arsa karşılığı gelir paylaşımını tercih ederek arsa maliyetini azaltmayı amaçlayan "sermaye yoğun olmayan" bir iş modelini benimsemektedir.

Şirket güncel gayrimenkul portföyü dört projeden (VİA Port Asia, VIALAND, VİA Port Venezia ve VİA Port Marina) oluşmaktadır. 30 Eylül 2015 itibarıyla Şirketin İstanbul'da yer alan ve tamamlanmış olan projeleri toplam 290.782 m² brüt kiralanabilir alandan (GLA) ve 251.326 m² brüt satılabilir alandan (GSA) oluşmaktadır. Söz konusu dört projeden ikisi İstanbul Avrupa Yakası'nda, diğer ikisi ise Anadolu Yakası'nda bulunmaktadır.

Şirket'in çalışan sayısı 2015 yılsonu itibarıyla 21 kişidir.

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	--
Ortak Satış	22.500.000
Toplam	22.500.000

Halka Arz Büyüklüğü

Halka arz fiyatı	13,60 TL
Brüt Halka arz geliri	306,0 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	--
Halka Açıklık Oranı	%25

Kotasyon

Halka arz tarihi	05 - 06 Mayıs 2016
İşlem göreceği pazar	Yıldız Pazar

Halka arz Yöntemi

Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Konsorsiyum Lideri	Finans Yatırım
Halka arz satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama yöntemi

Halka Arz tahsisatı

Tahsisat Grupları	Yurtiçi	Bireysel Yatırımcılar (%80)
	Yurtiçi	Kurumsal Yatırımcılar (%20)



Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Bayraktar ailesi şirketin hakim ortaklarıdır. Coşkun Bayraktar, Ali Bayraktar ve Mehmet Bayraktar eşit pay haklarına sahip olup Şirket'in ana sermayedarlarıdır.

ORTAKLIK YAPISI				
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Coşkun BAYRAKTAR	30.000.000	33,33%	22.500.000	25,00%
Ali BAYRAKTAR	30.000.000	33,33%	22.500.000	25,00%
Mehmet BAYRAKTAR	30.000.000	33,33%	22.500.000	25,00%
Halka Açık	-	-	22.500.000	25,00%
TOPLAM	90.000.000	100,0%	90.000.000	100,0%

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 90.000.000 TL'dir. Şirket sermayesinin 3.000.000 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır. (B) grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır. Halka arz edilen payların tamamı B grubudur.

Şirket'in finansal durumu hakkında

Şirketin 2015 yılı gelirleri bir önceki yıla göre %90 artışla 328,8 mn TL'ye yükselmiştir. Bu gelirin ağırlıkça 176 mnTL'si konut/ofis satış gelirleri (139,5 mn TL'si Viaport Venezia konut/ofis satışlarından), 152 mn TL'lik kısmı ise kira gelirlerinden elde edilmiştir. Şirketin kira gelirleri 2014 yılına göre %35 artış kaydetmiştir. 2014 yılında 58 mn TL olan konut satış gelirleri, 2015 yılında 165 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 2015 yılında brüt karı, bir önceki yıla göre %34 artışla 164,5 mn TL düzeyindedir.

Şirket satışlarının kırılımı aşağıdaki gibidir:

Net Satışlar (TL)	1/01/2013-31/12/2013	Oran	1/01/2014-31/12/2014	Oran	1/01/2015-31/12/2015	Oran
Kira gelirleri						
Via Port Asya AVM kira gelirleri	59.404.018	%65	74.798.090	%43,1	88.259.328	%26,8
Via Port Crowne Plaza kira gelirleri	8.854.753	%10	9.502.122	%5,5	9.962.427	%3,0
Vialand AVM kira gelirleri	16.183.182	%18	24.970.094	%14,4	28.934.710	%8,8
Vialand Temapark kira gelirleri	2.953.083	%3	3.594.618	%2,1	6.771.250	%2,1
Via Port Marina kira gelirleri, net	-	-	-	-	12.857.578	%3,9
Via Port Venezia AVM kira gelirleri	-	-	-	-	7.037.836	%2,1
Vialand Otel geliri	-	-	575.837	%0,3	1.363.241	%0,4
Via Port Venezia konut/ofis satış gelirleri						
Houses & Suites konut Satış gelirleri	3.134.672	%3	57.967.019	%33,4	25.250.181	%7,7
Arsa satış gelirleri						
Reklam gelirleri	1.038.956	%1	2.244.001	%1,3	2.206.800	%0,7
Diğer gelirler	215.142	%0	331.862	%0,2	494.013	%0,2
Satış iskontoları						
	(91.281)	(%0)	(574.914)	(%0,3)	(3.237.838)	(%1,0)
TOPLAM	91.692.525	%100	173.408.729	%100	328.819.939	%100

Halka arz Taahhütleri/Teşvikleri	
Sermaye artımı yapmama	Halka arzdan itibaren 180 gün
Ortak satışı yapmama	Halka arzdan itibaren 180 Gün Ortaklar tarafından 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyattan pay satışı yapılmaması
Günlük alım emri taahhüdü	Halka arz edenler adına Finans Yatırım tarafından, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 15 gün süreyle halka arz büyüklüğünün en fazla %15'ine denk gelmek üzere her bir işlem gününde halka arz fiyatından günlük 225.000 adet nominal alım emri girilecektir. Girilen emir iptal edilmeyecek olup, günlük alım emri taahhüdü uygulaması boyunca alınan Via GYO payları, günlük alım emri taahhüdü süresi içinde satışa konu olamayacaktır.
%100 Geri Alım Garantisi	Halka arz sonucu Via GYO payı alan tüm yatırımcılar, halka arzdan satın aldıkları payların tamamını veya bir kısmını Via GYO paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutmaları durumunda, 90 gün içerisinde hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket pay miktarını halka arz fiyatının üstündeki sabit bir fiyattan (14.00 TL) halka arz edenlere geri satma hakkına sahip olacaktır.



2015 yılında şirketin FAVÖK'ü %34 artarken, elde edilen 142 mnTL FAVÖK'ün %81'i kira getirilerinden kaynaklanan FAVÖK teşkil etmektedir. Şirketin 2015 yılında dönem karı 706,6 mnTL olup net dönem karına en büyük katkı, yatırım amaçlı gayrimenkullerin 445,7 mn TL değer artışı kaynaklıdır. Söz konusu artış, 2015 yılında Viaport Venezia ile Viaport Marina projelerinin faaliyete geçmesi nedeniyle. 2015 yılında, 252 mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri şirketin 2015 yılında GYO'ya dönüşümünden kaynaklanmıştır.

2015 yılı gelirleri incelendiğinde, satış ve kira gelirlerinin eşit paya sahip olduğu görülmektedir. Kira gelirlerinde ise en büyük pay AVM'lere ait olup (%87), onu Otel kira geliri payı (%7) takip etmektedir.

Şirketin varlıkları, 2015 sonu itibarıyla 3.264,0 mn TL olup, finansal borçları ise 972,9 mn TL düzeyindedir.

Toplam finansal borçların %86'sı banka kredilerinden oluşmakta olup, bu kredilerin %70'i uzun vadeli. Şirketin finansal borçları, ağırlıklı olarak Euro cinsinden olup daha az bir kısmı ise ABD Doları cinsindedir.

Şirket gayrimenkullerinin değerlendirme ve ekspertiz raporunu hazırlayan kurumun, değerlemelerini önce Euro cinsinden yapması ve değerlendirme tarihi itibarıyla TL'ye çevirmesi ve şirketin döviz borçları nedeniyle, EUR/TRY döviz kurundaki dalgalanma şirketin net aktif değerinde önemli bir etki yaratabilmektedir.

DEĞERLEME HAKKINDA

Oyak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında VİA GYO paylarının birim fiyat tespitinde;

- Net Aktif Değer (NAD) Analizi
- Piyasa Değeri/Defter Değeri'ne (PD/DD) göre
- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanına göre

yöntemleri kullanılarak benzer şirket analizi yapılmıştır. Belirlenen yöntemlere göre Şirket Piyasa Değeri ve Pay Değeri hesaplaması yapılmış ve söz konusu yöntemler eşit oranlarda ağırlıklandırma yapılarak Halka Arz Pay Değeri bulunmuştur. Değerlemede baz alınan veriler aşağıdaki gibidir:

VİAGYO (mn TL)	
Net Aktif Değer	2.063
FAVÖK	142
Özkaynak	1.815
Net borç	824

FINANSAL ÖZET (konsolide)			
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL			
Yıllık ve dönemsel			
	2015	2014	2013
Dönen Varlıklar	542,9	494,9	256,7
Duran Varlıklar	2.721,0	1.897,8	1.945,9
K.V.Yükümlülük	708,4	611,2	559,7
U.V.Yükümlülük	740,3	722,9	660,3
Öz Kaynaklar	1.815,3	1.058,6	981,1
Sermaye	90,0	45,0	45,0
Nakit Değerler*	72,3	61,2	5,0
Finansal Borçlar	972,9	593,1	522,7
Net Nakit	-900,6	-531,9	-517,7

GELİR TABLOSU – mn TL			
DÖNEMSEL	2015	2014	2013
Satışlar	328,8	173,4	91,6
Brüt kar	164,5	122,6	81,5
Faaliyet Karı	577,3	133,5	371,4
FAVÖK*	141,9	106,0	64,3
Net Kar	706,6	88,4	220,0

* Gayrimenkul değer artışları hariç



VİA GYO'nun benzer şirketleri olarak Borsa İstanbul'da işlem gören 16 şirket seçilmiştir. Değerlemede kullanılan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

VİAGYO (mn TL)	PD/NAD	PD/DD	FD/FAVÖK
Benzer Şirket çarpanları	0,59	0,61	15,3

Piyasa çarpanı/değerleme oranları eşit ağırlıklandırılarak şirketin piyasa değeri hesaplanmıştır.

VİAGYO (TL)	Şirket Pay Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Net Aktif Değere göre	13,59	33,3%	4,53
PD/DD'ye göre	12,23	33,3%	4,08
FD/FAVÖK Çarpanına göre	14,97	33,3%	4,99
Şirket Pay Değeri (TL)			13,60
Halka arz iskontosu			-
Halka arz Fiyatı (TL)			13,60

❖ Fiyat tespit raporuna ilişkin görüş ve değerlendirmelerimiz:

- 1- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirketin halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız.
- 2- Değerleme açısından zorunlu olmasa da, Şirketin geleceğine dair şirket yönetiminin ve değerlemeyi yapan kurumun beklentileri ve tahminlerine ilişkin projeksiyonlara fiyat tespit raporunda yer verilmemiş olunmasını, yatırımcılar açısından şirketin geleceğini ve potansiyelini görebilmeleri ve değerlendirebilmeleri açısından dezavantajlı bir durum olarak değerlendirmekteyiz.
- 3- Şirketin piyasa değeri hesaplaması sonucu bulunan pay değeri aynı zamanda halka arz pay fiyatı olarak belirlenmiş olup halka arz teşviki olarak halka arz iskontosu yapılmamıştır. Hesaplanan şirket piyasa değerine bir miktar halka arz iskontosu yapılmaması nedeniyle şirket paylarının emsallerine göre halka arz sonrası ilk aşamada ne kadar ilave getiri ve/veya prim potansiyeli taşıdığı değerlendirilememektedir.

SONUÇ

Şirketin mevcut bilanço performansı ve değerlemede dikkate alınan piyasa çarpanları ve değerlendirme yöntemleri itibarıyla, fiyat tespit raporunu tutarlı, halka arz iskontosu bulunmamasına karşın halka arz fiyatını da makul olarak değerlendiriyoruz.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.