



Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu II

11 Aralık 2018



**YATIRIM
FİNANSMAN**
Değer Katar

1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”, “Kurul”) tarafından yayınlanan Seri VII No 128.1 Pay Tebliği’nin (“Tebliğ”) 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul’un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) ilan edilir. Tebliğ gereği, Trend Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi (“Trend GYO”, “Şirket”) için Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 12.02.2018 tarihinde KAP’ta yayınlanmıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan ve halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve raporda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması gerekmektedir.

İşbu 2.rapor, Tebliğ’in 29. Maddesinin 4. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, amacı Trend GYO’nun nihai halka arz fiyatı ile mevcut borsa fiyatı arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2. 08.12.2018 Tarihli Trend GYO Fiyat Tespit Raporu

Trend GYO paylarının halka arzı için 08.01.2018 tarihinde hazırlanan ve 12.02.2018 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda "Net Aktif Değer" yöntemi kullanılmıştır. Söz konusu çalışmada Trend GYO'nun 30 Eylül 2018 finansal raporları ve yatırım amaçlı gayrimenkulleri için TSKB Gayrimenkul Değerleme tarafından 28.12.2017 tarihinde hazırlanan 2017A896, 2017REV897, 2017A898, 2017A899, 2017A900 ve 2017A901 numaralı raporları baz alınarak hazırlanmıştır. Hazırlanan fiyat tespit raporunda; varsayım, tahmin veya ileriye dönük beklentilere yer verilmemiştir ve mevcut portföy tablosu ile 30.09.2017 mali tabloları baz alınarak hazırlanmıştır.

Net aktif değer yönteminde, firmanın gayrimenkullerinin rayiç değerlerinden yükümlülükler düşülerek aşağıdaki tabloda belirtilen değere ulaşılmıştır.

Net Aktif Değer Tablosu (milyon TL)

Anda Park Özlüce Konut Projesi	5.2
Anda Park Balat 2 Konut Projesi*	4.8
Anda Park Balat 1 Konut Projesi	1.0
Anda Park Sultanbeyli 1	32.0
Anda Park Sultanbeyli 2	18.8
Anda Park Millet 1 Projesi	26.4
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller**	1.2
Gayrimenkullerin Toplam Değeri	89.4
(+) Hazır Değerler	11.6
(+) Alacaklar	0.0
(+) Diğer Varlıklar	2.8
(-) Finansal Borçlar	16.5
(-) Ertelenmiş gelirler	24.3
(-) Diğer Borçlar	5.3
Net Aktif Değer	57.8

*Balat 2 Konut Projesi'ndeki 27 Aralık 2017 tarihinde satışı gerçekleşen 2 adet ticari üniteden elde edilen gelir (540 bin TL) ile düzeltilmiştir.

**Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak duran iki adet ofis 22.01.2018 tarihinde 1.168 mın TL karşılığında satılmıştır. NAD tablosu, bu değişiklik ile düzeltilmiştir.

Ortaklık'ın mevcut 30 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değerleri ile aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

 YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Trend GYO Değeri

Trend GYO Net Aktif Değeri (Bin TL)	57.754
Toplam Pay Sayısı (Bin TL)	30.000
Pay Başına Net Aktif Değer (TL)	1,92
Prim/(İskonto)	-21%
İskontolu Trend GYO Halka Arz Toplam Değeri (Bin TL)	45.626
Çıkarılmış Sermaye (Bin)	30.000
Pay Başına Değer (TL)	1.52

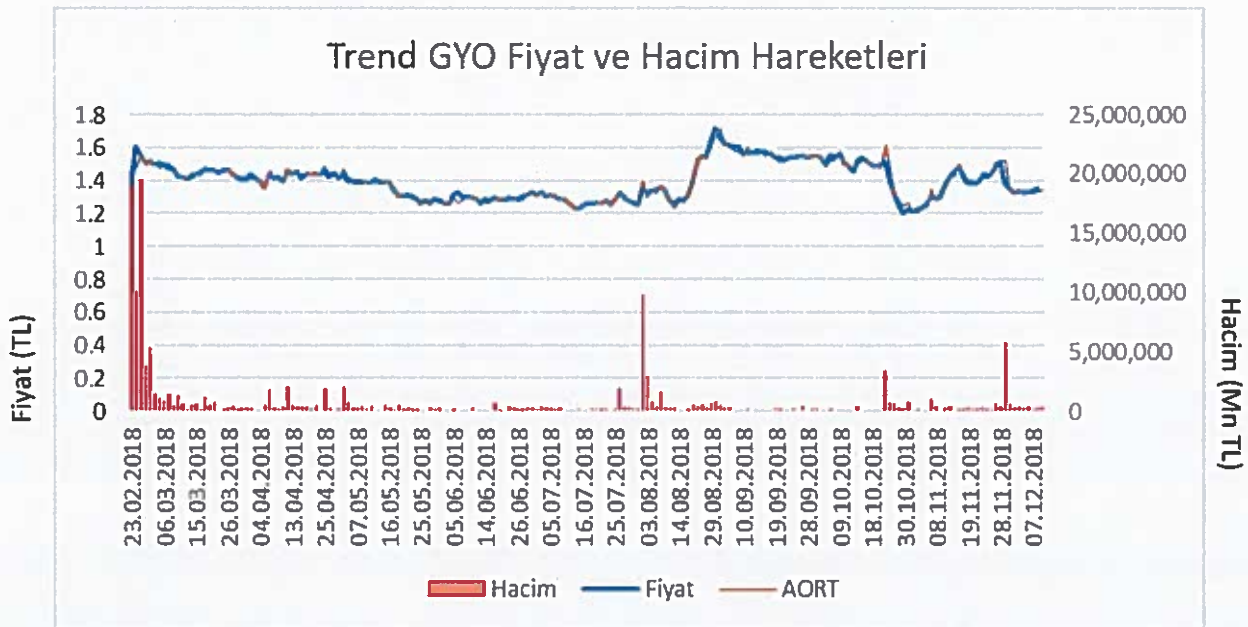
Net aktif değer hesaplamasındaki gayrimenkullerin son tarihli değerlendirme raporlarındaki piyasa değeri baz alınmıştır. Bu sebeple, Trend GYO'nun halka arz fiyatı, 1,92 TL olan pay başına net aktif değer üzerinden %21 halka arz iskontosu verilerek hesaplanmıştır. Buna göre pay başına halka arz fiyatı hisse başına 1,52 TL olarak belirlenmiştir.

3. Halka Arz Sonrası Gelişmeler

15-16 Şubat 2018 tarihlerinde Borsa Birincil Piyasa'da gerçekleştirilen Trend Gayimenzul Yatırım Ortaklığı A.Ş. paylarının Ortak satışı yoluyla halka arz edilen 7.500.000 TL nominal değerli payların satışı ile ilgili halka arza 559 yerli ve yabancı gerçek kişi, 7 yurtiçi tüzel kişi olmak üzere toplam 566 yatırımcı 7.500.000 TL nominal değerli payın alımını gerçekleştirmiştir.

Trend GYO'nun mevcut paylarının %25'i halka arz edilmiş olup, 23 Şubat 2018 tarihinde BİST'te işlem görmeye başlamıştır.

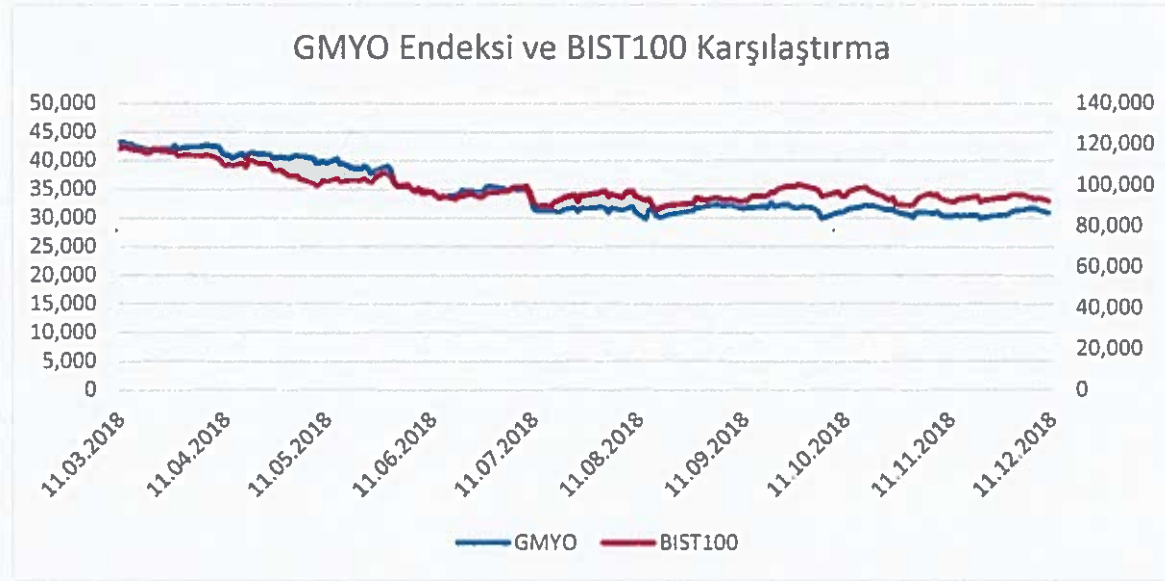
Aşağıdaki tablolarda Trend GYO hisselerinin 23 Şubat 2018'den 11 Aralık 2018 tarihine kadar fiyat ve hacim gelişimi ve ayrıca BIST 100 ve GYO Endeksi'nin performansı verilmiştir.

Grafik 1:

Kaynak: Yatırım Finansman

Trend GYO halka arzından rapor tarihine kadar geçen dönemde ortalama 1,40 TL'den işlem görmüştür. Aynı dönem içinde ortalama günlük işlem hacmi 742.866 TL'dir. Aynı dönem içinde günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması da 1,40 TL'dir. Gerek 30 Haziran 2018 gerekse 30 Eylül 2018 tarihli mali tablolarında sırasıyla 14 milyon TL ve 14,2 Milyon TL net kar açıklayan Şirket'in, pay fiyatı da mali tabloların açıklanmasını takiben kısa süreli yükselişler yaşadığı görülmüştür.

Grafik 2:



Kaynak: Yatırım Finansman

Halka arz fiyat tespit raporunda seçilen benzer şirketlerin 10/12/2018 tarihindeki piyasa değerleri ve 30.09.2018 tarihli finansal raporlarına göre iskonto oranları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Seçilen Benzer Şirketlerin Net Aktif Değer ve Piyasa Değerleri Tablosu (Milyon TL)

		Net Aktif Değer 30/09/2018	Piyasa Değeri 10/12/2018	NAD İskontosu
EKGYO	Emlak Konut GYO	20,426	6,118	-70%
KRGYO	Körfez GYO	153	97	-36%
OZGYO	Özderici GYO	450	1,720	282%
OZKGY	Özak GYO	3,182	543	-83%
SNGYO	Sinpaş GYO	1,055	271	-74%
YKGYO	Yapı Kredi Koray GYO	53	85	62%
Ortalama (Emlak Konut GYO Hariç)				-30%
TDGYO	TREND GYO	64	41	-36%

Kaynak: Firma Finansal Raporları ve Gayrimenkul Değerleme Raporları

8 Ocak 2018 tarihinde hazırlanan halka arz fiyat tespit raporunda yukarıdaki tabloda seçilen şirketlerin net aktif değer iskontosunun ('NAD İskontosu) ortalaması Emlak Konut GYO hariç %40 seviyesindeydi. Yukarı tabloda da görüleceği üzere bu iskonto 10 Aralık 2018 itibariyle oranı %30 seviyesindedir. (Emlak Konut GYO'nun yanısıra %282 oranında primli işlem gören Özderici GYO'yu da ortalama dışında tutarsak 4 Şirket'in ortalama iskonto oranı %33 seviyesindedir.)

Trend GYO'nun halka arzı 2017 yılı 9 aylıklarla gerçekleşmiştir. Bu nedenle aşağıdaki tabloda net aktif değer tablosu 2017 yılı 9 aylık ve 12 aylık mali tablolar ile son açıklanan 2018 yılı 9 aylık mali tablolarına göre hazırlanmış ve karşılaştırmalı olarak verilmiştir.

Net Aktif Değer	Rapor Tarihi	30.09.2017	31.12.2017	30.06.2018	30.09.2018
Sultanbeyli arsa (2 nolu parsel)	28.12.2017	18,780,000	18,780,000	18,780,000	18,780,000
Sultanbeyli arsa (1 nolu parsel)	28.12.2017	32,040,000	32,040,000	32,040,000	32,040,000
Bursa Millet Mah.	28.12.2017	26,410,000	26,410,000	26,410,000	26,410,000
Anda Park Özlüce Projesi	28.12.2017	5,220,000	5,220,000	4,745,000	4,745,000
Anda Park Balat Projesi	28.12.2017	1,010,000	1,010,000	-	-
Anda Park Balat 2 Projesi	28.12.2017	4,800,000	4,800,000	2,375,000	1,847,222
Bursa İrfaniye	15.03.2018	-	-	24,665,000	24,665,000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.12.2017	1,200,000	1,200,000	-	-
Gayrimenkullerin Toplam Değeri		89,460,000	89,460,000	109,015,000	108,487,222
Hazır Değerler		11,647,286	8,576,819	3,820,641	3,823,127
Alacaklar		826	66,540	212,000	62,289
Diğer Varlıklar		2,809,023	3,728,391	8,529,818	8,955,604
Finansal Borçlar		-16,488,704	-14,888,464	-32,583,943	-32,849,809
Ertelenmiş Gelirler		-24,312,921	-28,449,159	-7,887,457	-11,743,124
Diğer Borçlar		-5,271,887	-5,467,143	-11,638,133	-12,313,313
Net Aktif Değer		57,843,623	53,026,984	69,467,926	64,421,996
Toplam Pay Sayısı		30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000
Pay Başına Net Aktif Değer		1.9281	1.7676	2.3156	2.1474

Yukarıdaki tabloda da görüleceği üzere Trend GYO halka arzını takiben gayrimenkul portföyüne Mart ayında Bursa İrfaniye'de 24.665.000 TL değer ile aldığı arsayı eklemiştir. Anda Park Özlüce ve Balat 2 projelerindeki satılan daireler için alınan avanslar Haziran 2018 dönemi itibariyle gelir tablosuna yansımıştır. Ek 2 tablosunda da görüldüğü üzere bu durum 2018 yılı gelir tablosunda satış gelirlerini ve net dönem karını olumlu etkilemiştir.

Net aktif değer yöntemi ile gerçekleştirilen analize göre Trend GYO'nun Tablodan da anlaşılabileceği üzere 30.09.2018 tarihli finansal verilerine göre Net Aktif Değerde 30.09.2017 verilerine göre 6,6 Milyon TL, 31.12.2017 verilerine göre ise 11,4 Milyon TL'lik artış olduğu görülmektedir.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Pay Başına Net Aktif Değer ise; iş bu rapor tarihindeki verilere göre 2,15 TL olup halka arz sırasında 1,92 TL olarak tespit edilen değere göre %11 artış göstermiştir. Halka arzda %21 iskontolu olarak 1,52 TL'den ihraç edilen payların işbu rapor tarihine kadar piyasada işlem gördüğü ağırlıklı ortalama fiyatı ise yaklaşık 1,40 TL olup net aktif değerinin yaklaşık %35 altında işlem görmektedir.

10 Aralık 2018 tarihi itibarıyla 40,8 milyon TL piyasa değerine sahip Trend GYO, 69,5 milyon TL'ye ulaşan Net Aktif Değerine göre %36 oranında iskontolu işlem görmektedir.

10 Aralık 2018 tarihindeki kapanış fiyatı 1,36 TL'dir ve 1,52 TL halka arz fiyatına göre hisse fiyatı %10,5 oranında düşüş göstermiştir.

2018 yılının Nisan ayından itibaren piyasalarda yaşanan ekonomik ve siyasal gelişmelere bağlı olarak BİST 100 ve GYO Endekslerinde yaşanan önemli düşüşler, Trend GYO'nun pay fiyatını da düşüşe neden olmuştur. 2018 yılı açıklanan mali tabloları ve net dönem karı nedeniyle TDGYO pay fiyatının yükselmeye başladığı, ancak BİST'de devam eden satışların etkisiyle bu yükselişlerin kısa süreli olabildiği görülmektedir.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

EK 1: Trend GYO Karşılaştırmalı Bilançoları

	2018/09	2018/06	2018/03	2017/12
DÖNEN VARLIKLAR	103,740,653	98,849,221	94,397,346	81,405,972
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,823,127	3,820,641	3,796,463	8,576,819
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-
Ticari Alacaklar	0	212,000	51,036	66,540
Diğer Alacaklar	62,289	47,521	42,289	39,122
Stoklar	91,559,330	86,971,949	82,370,191	68,344,845
Peşin Ödenmiş Giderler	753.019	571,810	258,367	147,217
İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	753.019	571,810	258,367	147,217
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	20.014	15,343	96,154	85,013
Diğer Dönen Varlıklar	7.522.874	7,209,957	7,782,846	3,457,039
İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Dönen Varlıklar	7.522.874	7,209,957	7,782,846	3,457,039
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	-	-	689,377
DURAN VARLIKLAR	659,697	685,187	717,205	749,141
Maddi Duran Varlıklar	652,432	683,255	714,647	745,956
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7,265	1,932	2,558	3,185
Diğer Haklar	7,265	1,932	2,558	3,185
TOPLAM VARLIKLAR	104,400,350	99,534,408	95,114,551	82,155,113
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	37,495,559	28,278,102	30,169,185	40,824,734
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.100.000	-	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	13,575,039	8,876,027	16,149,761	7,004,382
Banka Kredileri	13,575,039	8,876,027	16,149,761	7,004,382
Ticari Borçlar	1,097,988	923,983	1,186,459	870,261
Diğer Borçlar	10,688,529	10,357,030	8,563,575	4,314,525
Ertelenmiş Gelirler	11.743.124	7,887,457	3,932,960	28,449,159
İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	11.743.124	7,887,457	3,932,960	28,449,159
Kısa Vadeli Karşılıklar	225,755	139,140	88,445	86,980
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	19,410,687	23,831,431	18,075,936	7,980,032
Uzun Vadeli Borçlanmalar	19,274,770	23,707,916	17,966,217	7,884,082
İlişkili Olmayan Taraplardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	19,274,770	23,707,916	17,966,217	7,884,082
Banka Kredileri	19,274,770	23,707,916	17,966,217	7,884,082
ÖZ KAYNAKLAR	47,494,104	47,424,875	46,869,430	33,350,347
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	47,494,104	47,424,875	46,869,430	33,350,347
Ödenmiş Sermaye	30,000,000	30,000,000	30,000,000	30,000,000
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	6.000.000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-2,660,752	2,660,752	2,660,752	572,392
Net Dönem Karı/Zararı	14,155,601	14,083,410	13,522,794	3,233,144
TOPLAM KAYNAKLAR	104,400,350	99,534,408	95,114,551	82,155,113

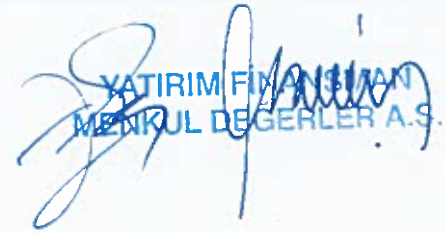
Kaynak: www.kap.gov.tr

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

EK 2: Trend GYO Karşılaştırmalı Gelir Tabloları

	2018/09	2018/06	2018/03
Satış Gelirleri	29,852,191	29,347,241	27,944,271
Satışların Maliyeti (-)	-13,634,535	- 13,436,699	- 12,946,623
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	16,217,656	15,910,542	14,997,648
BRÜT KAR/ZARAR	16,217,656	15,910,542	14,997,648
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2,479,123	- 1,662,776	- 722,146
Pazarlama Giderleri (-)	-952,131	- 907,490	- 858,148
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1,963,588	1,036,673	667,045
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-256,514	- 1,605	- 201
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	14,493,476	14,375,344	14,084,198
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	14,493,476	14,375,344	14,084,198
Finansman Gelirleri	-	-	-
Esas Faaliyet Dışı Finansal Gelirler	-	-	-
Esas Faaliyet Dışı Finansal Giderler (-)	-	-	-
Finansman Giderleri (-)	-337,875	- 291,934	- 561,404
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	14,155,601	14,083,410	13,522,794
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-	-	-
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-	-	-
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-	-	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	14,155,601	14,083,410	13,522,794
DURDURULAN FAALİYETLER	-	-	-
DURDURULAN FAALİYETLER VERGİ SONRASI DÖNEM KARI/ZARARI	-	-	-
DÖNEM KARI/ZARARI	14,155,601	14,083,410	13,522,794

Kaynak: www.kap.gov.tr


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.