

Körfez GYO Analist Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanarak Asya Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Körfez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Bilgileri

Körfez GYO, Kuveyt Türk Katılım Bankası'nın bağlı ortaklıklarından bir tanesi olup SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıkları hakkında tespit etmiş olduğu çerçevede esas faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirketin 2013/12 dönemi itibarıyla aktif büyüklüğü 80,3 milyon TL ve özkaynak büyüklüğü ise 31,65 milyon TL'dir. Şirketin varlıklarının dağılımı incelendiğinde toplam varlıklarının %69'luk kısmı stoklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller (esas faaliyetlerine ilişkin gayrimenkul ve projeler) ve %29'luk kısmı ise likit varlıklardır. Kalan %2,4'lük kısım ise diğer çeşitli varlıklardır.

Şirketin kaynak yapısı incelendiğinde finansal borçlanma yolunu seçmediği ve yabancı kaynaklarının tamamına yakın kısmının ise kısa vadeli yükümlülüklerden oluştuğu görülmektedir. Yabancı kaynaklar %61 ve özkaynaklar ise %39'luk bir dağılıma sahiptir. Kısa vadeli yükümlülüklerin ise tamamına yakın kısmı ticari borç ve alınan avanslardan oluşmaktadır. Özsermaye yapısı incelendiğinde şirketin son 3 yıllık dönemde ciro elde edemeyip sürekli zarar ediyor olması nedeniyle özsermayenin toplamda ödenmiş sermaye değerinin altında kaldığı görülmektedir.

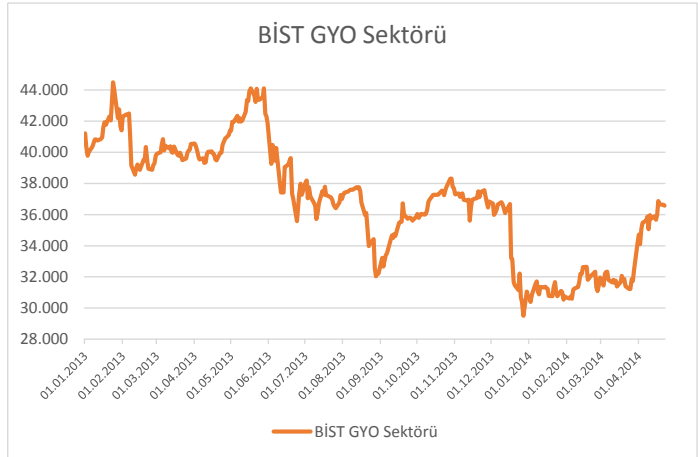
Şirketin piyasa değerini oluşturacak kısım olan varlıkları; likit varlıklar ve projelerde (stoklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller) yoğunlaşmaktadır. Şirketin 22,96 milyon TL'lik likit varlığının yanında toplam 3 tane önemli varlığı yer almaktadır. Bunlar "Kartal Horizon Projesi", "Kilyos Arsası" ve "Güre, Balıkesir Tesisi"dir. Bu üç varlığın özellikleri özetle aşağıda yer almaktadır:

Kartal Horizon Projesi: Bu proje, şirketin İstanbul/Kartal ilçesinde yer almakta olup toplam alanı 5.982,91 m²'dir. Projede 178 tane bağımsız alan bulunmaktadır. Her bağımsız bölüm kat irtifakı tapusuna sahiptir. Bu proje, 28/02/2014 tarihi itibarıyla %19'luk bir tamamlanma oranına sahiptir.

Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Fiyatı	1,15 TL
Mevcut Sermaye	49.500.000 TL
Sermaye Artışı	16.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	66.000.000 TL
Nominal Halka Arz Tutarı	16.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Halka Açıklık Oranı	%0,00
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%25,00
Halka Arz Aracılığı	Bakiyeyi Yüklenim
Satış Yöntemi	Borsada Sabit Fiyatla
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	Planlanmamaktadır
	24-25 Nisan 2014

Hissedar	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	%99,996	%74,997
Diğer	%0,004	%0,003
Halka Açık	%0,000	%25,000



Finansal Veriler (milyon TL)	2013/12 (Halka Arz Öncesi)
Aktif Büyüklük	80,34
Özsermaye	31,65
Net Aktif Değer	113,79
Net Nakit	22,97

Körfez GYO Analist Raporu

İlgili arsa üzerinde "Hasılat Paylaşımı Karşılığında Arsa Satışı Vadi" çerçevesinde proje gerçekleştirilmektedir. Projenin tamamlanmasının ardından yüklenici firma olan Dumankaya İnşaat San. Ve Tic. A.Ş. tarafından satış hasılatının %50'lik kısmı (82 milyon TL'den az olmamak üzere) Körfez GYO'ya ödenecektir.

Kilyos Arsası: Arsa, İstanbul'un Sarıyer ilçesinde yer almaktadır. Bu arsa, konut yapımı amacıyla satın alınmıştır. Arsa üzerinde gerçekleştirilmesi düşünülen projenin brüt alanı 8.841 m² ve net alanı ise 4.520 m²'dir. Bu arsa için yapılan gayrimenkul değerlendirme raporuna göre arsa üzerinde 5 adet havuzlu villa yapılacağı öngörülmüş olup bu çerçevede arsanın ekspertiz değeri 4.852.000 TL olarak hesaplanmıştır.

Güre Tesisi: İzmir-Çanakkale yolu üzerinde yer alan tesis Edremit'e 11 km mesafededir. Arsanın %80,15'i Körfez GYO'ya ait olup üzerinde 4 yıldızlı 195 odalı bir otel ve 125 tane devre tatil ünitesi barındıracak şekilde varsayımında bulunularak değerlendirme yapılmış ve ekspertiz değeri 24,4 milyon TL olarak (%80,15'i için) tespit edilmiştir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri

Körfez GYO, halka arzın gerçekleşmesi ile birlikte toplam 18,2 milyon TL nakit girişi sağlayacaktır. Şirketin mevcut durumdaki bilançosu incelendiğinde (2013/12 dönemi bilançosu) toplam nakit ve nakit benzeri 22,96 milyon TL'dir. Elde edilecek olan halka arz tutarı ile birlikte şirketin Sarıyer'de yer alan Kilyos arsası ve Güre'de yer alan arsasına proje geliştirilecektir.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında

Körfez GYO için Gedik Yatırım tarafından hazırlanan değerlendirme çalışmasında üç yöntem kullanılmıştır: net aktif değer yöntemi, PD/NAD çarpanı yöntemi ve PD/DD çarpanı yöntemi.

Net Aktif Değer Yöntemi: Net aktif değer yöntemi, bir şirketin varlıklarının rayiç bedeli ile yükümlülüklerinin farkı alınarak piyasa değerine ulaşan bir yöntem olup bu yöntem genellikle uzun dönemli projeler yaparak varlığını sürdüren şirketler için kullanılır. Körfez GYO için hazırlanan net aktif değer yöntemine göre şirketin 3 gayrimenkulü olan "Kartal Horizon Projesi", "Kilyos Arsası" ve "Güre Tesisi"nin rayiç bedelleri, bu üç tesis için hazırlanan ekspertiz değerleri baz alınarak net aktif değere eklenmiştir. Bu varlıkların rayiç bedellerine nakit varlıklar, diğer dönen varlıklar ve toplam duran varlıklar eklendikten sonra yükümlülükler çıkarılarak şirketin net aktif değerine ulaşılmıştır. Bu yöntemle göre şirketin net aktif değeri 113.790.117 TL (2,30 TL/hisse) olarak tespit edilmiştir.

PD/NAD Yöntemi: BİST'te yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının PD/NAD oranı kullanılarak yapılan değerlemede şirket ile esas faaliyet alanı benzer olan şirket sayısının çok az olması nedeniyle farklı bir uygulamaya gidilmiştir. Örneğin BİST'te yer alan GYO şirketlerinin bir kısmı düzenli kira geliri elde etmekte olup bu çerçevede Körfez GYO ile farklılık arz etmektedir. Diğer taraftan devlet desteği ve yüksek aktif büyüklüğü olan Emlak Konut GYO da hariç tutulmuştur. Bu çerçevede toplam iki adet PD/NAD çarpanı analizi gerçekleştirilmiştir. Bunlardan ilki Emlak Konut GYO hariç bırakılarak GYO sektörü çarpanı alınmış, diğerinde ise esas faaliyet açısından benzerlik gösteren GYO şirketleri baz alınmıştır. Bu çerçevede gerçekleştirilen değerlemede şirketin piyasa değeri 56.454.300 TL olarak tespit edilmiştir.

PD/DD Yöntemi: Bu yöntemde de yine PD/NAD yönteminde kullanılan yöntemle PD/DD çarpanı kullanılarak değerlendirme yapılmıştır. Yapılan bu değerlemeye göre şirketin piyasa değeri 22.636.505 TL olarak tespit edilmiştir.

Körfez GYO Analist Raporu

Her üç yönteme göre yapılan değerlemelerden elde edilen piyasa değerleri farklı oranlarda ağırlıklandırılarak nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Buna göre net aktif değer %50, PD/DD %20 ve PD/NAD yöntemi ise %30 oranında ağırlıklandırılarak nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak şirketin piyasa değeri 78,36 milyon TL olarak tespit edilmiş olup halka arz iskontosu ise %27,35 olarak uygulanmıştır. Bu çerçevede şirketin halka arz fiyatı 1,15 TL/hisse olarak tespit edilmiştir.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
NAD	113.790.117	50%	56.895.059
PD/DD	56.454.300	30%	16.936.290
PD/NAD	22.636.505	20%	4.527.301
Piyasa Değeri			78.358.650
Halka Arz İskontosu			27,35%
Halka Arz PD			56.927.559
Halka Arz Fiyatı			1,15

Fiyat Tespit Raporuna Yönelik Görüşümüz

Körfez GYO'nun halka arzında değerlemeyi hazırlayan Gedik Yatırım, 3 değerlendirme yöntemi kullanmıştır. Bu yöntemler "Net Aktif Değer", "PD/NAD Çarpanı" ve "PD/DD Çarpanı" şeklindedir. Şirketin gayrimenkul yatırım ortaklığı olması ve geçmişte herhangi bir esas faaliyet geliri elde etmemesi, bunun yanında kira vb. bir düzenli gelirinin olmaması gibi nedenlerle en temel değerlendirme yöntemlerinden olan "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi" yönteminin kullanılması uygun değildir.

Yapılan değerlendirme yöntemlerinden elde edilen değerler ve çarpan analizlerinde kullanılan örneklemeler esas faaliyetleri açısından makul şirketlerdir. Net aktif değeri 113,8 milyon TL olan şirket için tespit edilen 78,4 milyon TL'lik piyasa değerine göre şirketin iskonto oranı %31,1; %27,35'lik halka arz iskontosu uygulanarak tespit edilen 56,9 milyon TL'lik halka arz piyasa değeri ise %50'lik bir iskonto oranına tekabül etmektedir. Bu iskonto oranları BİST'te işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değerleri ile kıyaslandığında makul bir seviyededir.

Körfez GYO Analist Raporu

Çarpan analizinde kullanılan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının verileri:

ŞİRKET ADI	Faaliyet Alanı	Toplam Portföy Değeri (TL)	Net Aktif Değeri 30/09/2013	NAD'a Göre Birim Pay Değeri	Hisse Fiyatı	Ödenmiş Sermaye - TL	Piyasa Değeri - TL	Özetmeye - TL	PD/NAD	NAD'a göre Prim / (iskonto)	PD/DD
EMLAK KONUT GYO	Konut	14.504.546.623	11.550.950.623	3,04	2,18	3.500.000.000	8.275.300.350	8.319.721.623	0,72	-26,4%	0,99
TORUNLAR GYO	Ticari, Konut, Ofis	4.787.966.000	2.672.185.000	5,34	2,86	500.000.000	1.429.820.788	2.781.281.000	0,54	-46,5%	0,51
İS GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	2.064.426.530	1.838.337.531	2,92	1,31	630.000.000	823.747.735	1.131.733.295	0,45	-55,2%	0,73
SINPAŞ GYO	Konut	1.979.759.637	1.632.625.830	2,72	0,73	600.000.000	438.740.026	1.056.768.167	0,27	-73,1%	0,42
SAY GYO	Ofis, Konut, Fabrika	1.676.559.590	1.129.136.593	1,27	1,16	886.601.669	1.026.748.140	222.990.708	0,91	-9,1%	4,60
HALK GYO	Ticari, Ofis, Konut	1.181.014.403	1.111.847.084	1,65	1,16	673.638.704	781.308.237	754.010.964	0,70	-29,7%	1,04
AKMERKEZ GYO	Ticari	986.091.488	990.103.200	26,57	16,59	37.264.000	618.103.992	179.286.039	0,62	-37,6%	3,45
KLER GYO	Ticari, Konut, Ofis	794.463.671	641	6,41	1,04	124.000.000	128.307.356	307.739.299	0,16	-83,8%	0,42
AKFEN GYO	Otel	1.179.025.030	740.867.154	4,03	1,14	184.000.000	209.825.618	747.860.334	0,28	-71,7%	0,28
AKIS GYO	Ofis, Konut	895.910.657	659.914.209	5,15	3,52	128.200.841	451.461.868	658.813.356	0,68	-31,6%	0,69
PANORA GYO	Ticari	606.641.392	606.585.550	6,97	3,95	87.000.000	344.038.130	607.189.804	0,57	-43,3%	0,57
ÖZAK GYO	Konut, Ticari, Turizm	842.001.446	510.011.273	3,25	1,93	137.000.000	303.631.435	528.760.766	0,60	-40,5%	0,57
REYSAS GYO	Depo	526.884.859	431.893.130	1,99	0,44	117.000.000	95.647.957	343.140.399	0,22	-77,9%	0,28
ÖZDERGİ GYO	Ofis, Konut	472.123.857	411.979.861	4,12	0,85	100.000.000	84.917.667	97.506.479	0,21	-79,4%	0,87
ALARKO GYO	Ofis, Konut, Otel	376.136.114	386.235.049	36,26	19,76	10.650.794	210.437.771	349.434.849	0,54	-45,5%	0,60
VAKİF GYO	Ofis	279.597.985	277.943.892	2,62	11,52	106.200.000	1.223.306.074	196.312.180	4,40	340,1%	6,23
MARTI GYO	Konut, Otel	244.023.431	191.043.243	1,74	0,36	110.000.000	39.369.066	119.301.499	0,21	-79,4%	0,33
ATAKULE GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	242.900.398	241.617.356	2,88	1,30	84.000.000	109.053.144	244.324.712	0,45	-54,9%	0,45
DOĞUS GYO	Ticari, Konut, Ofis	235.355.777	234.675.439	2,50	4,49	93.780.000	420.963.144	235.841.730	1,79	79,4%	1,79
TSKB GYO	Ofis, Konut, Otel	348.266.270	223.550.537	1,49	0,70	150.000.000	104.453.492	223.577.275	0,47	-53,3%	0,47
YESİL GYO	Ticari, Konut	861.689.642	658.185.722	-	0,40	235.115.706	94.634.636	227.044.113	0,14	-85,6%	0,42
SERVET GYO	Ticari	201.831.560	186.924.907	3,59	2,03	52.000.000	105.815.547	187.007.826	0,57	-43,4%	0,57
PERA GYO	Ticari, Otel, Ofis	212.534.563	173.257.116	1,94	0,40	89.100.000	35.875.652	155.366.117	0,21	-79,3%	0,23
AVRASYA GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	86.817.881	87.221.736	1,21	0,80	72.000.000	57.898.106	81.171.759	0,66	-33,6%	0,71
YAPI KREDİ KOSAY GYO	Ofis, Konut	134.798.074	67.893.601	1,70	1,14	40.000.000	45.598.734	29.449.945	0,67	-32,8%	1,55
MURİL GYO	Ticari, Konut, Ofis	620.715.738	60.394.915	1,51	4,32	40.000.000	172.883.202	62.495.484	2,86	186,3%	2,77
ATA GYO	Ticari	26.774.778	27.460.244	1,16	1,62	23.750.000	38.388.375	27.464.706	1,40	39,8%	1,40
IDEALIST GYO	Ticari	13.181.873	13.811.574	1,38	1,38	10.000.000	13.779.652	8.924.091	1,00	-0,2%	1,54
SEKTÖR TOPLAM/ORTALAMA		56.605.965.564	27.911.124.040			9.241.301.714	17.684.555.895	19.884.018.519	0,63	-36,6%	0,89
ENKİYO Haric Değerler		35.450.699.819	16.360.173.417			5.441.301.714	9.409.255.545	11.564.296.896	0,58	-42,5%	0,81
Turizm Benzer Şirketler		2.853.720.584	2.001.418.835			550.750.794	799.139.542	1.900.723.565	0,40	-60,1%	0,42
Benzer Şirketler-Konut		5.873.592.838	4.283.493.570			1.223.817.341	1.786.736.665	2.897.797.175	0,42	-58,3%	0,62

Kaynak: Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu

Körfez GYO Analist Raporu

Bilanço	2011/12	2012/12	2013/12
Dönen Varlıklar	53.127.740	58.766.785	73.806.649
Nakit ve Nakit Benzeri	16.936.523	7.303.684	22.965.025
Gerçeğe Uygun Değer Farkı	0	13.463.508	0
Stoklar	35.440.424	37.144.362	48.929.330
Diğer Dönen Varlıklar	750.793	855.231	1.912.294
Duran Varlıklar	24.068	27.718	6.528.925
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	6.515.883
Maddi Duran Varlıklar	8.308	11.958	13.042
Diğer Duran Varlıklar	15.760	15.760	0
TOPLAM AKTİFLER	53.151.808	58.794.506	80.335.574
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.633.946	6.718.936	48.631.607
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	22.199.574
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	1.567.840	381.316	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	14.500	4.376	10.867
Alınan Avanslar	0	6.299.603	36.343.593
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	51.606	33.641	77.573
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.122.337	20.040.438	49.643
Ticari Borçlar	16.737.243	19.998.119	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	65.727	42.319	49.643
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	319.367	0	0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	18.756.283	26.759.374	48.681.250
ÖZKAYNAKLAR	34.395.525	32.035.129	31.654.324
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	34.395.525	32.035.129	31.654.324
Sermaye	65.822.000	65.822.000	49.500.000
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	-33.724.951	-33.799.683	-19.838.079
Net Dönem Karı/Zararı	-74.732	-2.360.396	-382.315
TOPLAM PASİFLER	53.151.808	58.794.503	80.335.574
Gelir Tablosu	2011/12	2012/12	2013/12
SATIŞ GELİRLERİ	0	0	0
Satışların Maliyeti (-)	0	0	0
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	0	0	0
Faaliyet Giderleri (-)	-1.101.843	-2.343.117	-2.131.267
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	0	0	-3.595
Genel Yönetim Giderleri	-1.098.959	-2.342.114	-2.094.778
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.884	-1.003	-32.894
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	-1.024.216	-2.301.490	426.339
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.585.920	2.013.500	4.941.714
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-927.524	-2.072.406	-5.750.368
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Kar/Zarar	-365.820	-2.360.396	-382.315
Dönem Vergi gideri	291.088	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Dönem Karı/Zararı	-74.732	-2.360.396	-382.315
Diğer Kapsamlı Gelirler	0	0	1.510