



## **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         |
| <b>Gayrimenkullerin Toplam Değeri</b> | <b>89.4</b> |
| (+) Hazır Değerler                    | 11.6        |
| (+) Alacaklar                         | 0.0         |
| (+) Diğer Varlıklar                   | 2.8         |
| (-) Finansal Borçlar                  | 16.5        |
| (-) Ertelenmiş gelirler               | 24.3        |
| (-) Diğer Borçlar                     | 5.3         |
| <b>Net Aktif Değer</b>                | <b>57.8</b> |

\*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 mn 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%          |
| <b>İskontolu Trend GYO Halka Arz Toplam Değeri (Bin TL)</b> | <b>45.626</b> |
| <b>Çıkarılmış Sermaye (Bin)</b>                             | <b>30.000</b> |
| <b>Pay Başına Değer (TL)</b>                                | <b>1.52</b>   |

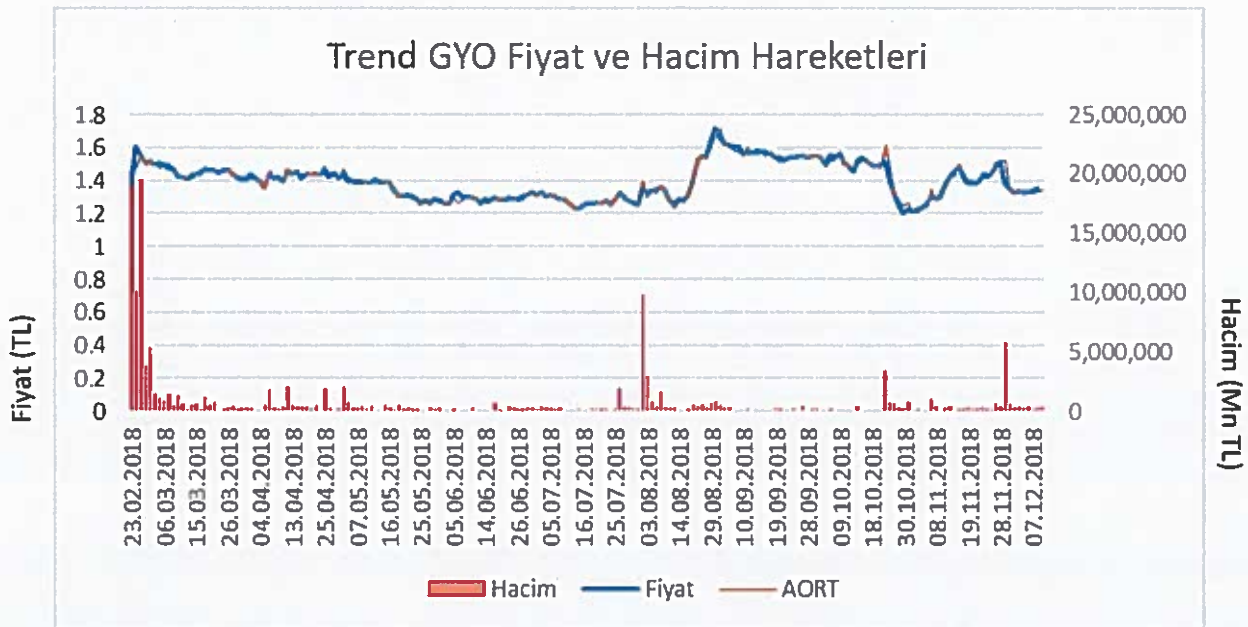
Net aktif değer hesaplamasındaki gayrimenkullerin son tarihli değerlendirme raporlarındaki piyasa değeri baz alınmıştır. Bu sebeple, Trend GYO'nun halka arz fiyatı, 1,92 TL olan pay başına net aktif değer üzerinden %21 halka arz iskontosu verilerek hesaplanmıştır. Buna göre pay başına halka arz fiyatı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

**3. Halka Arz Sonrası Gelişmeler**

15-16 Şubat 2018 tarihlerinde Borsa Birincil Piyasa'da gerçekleştirilen Trend Gayimemkul 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.

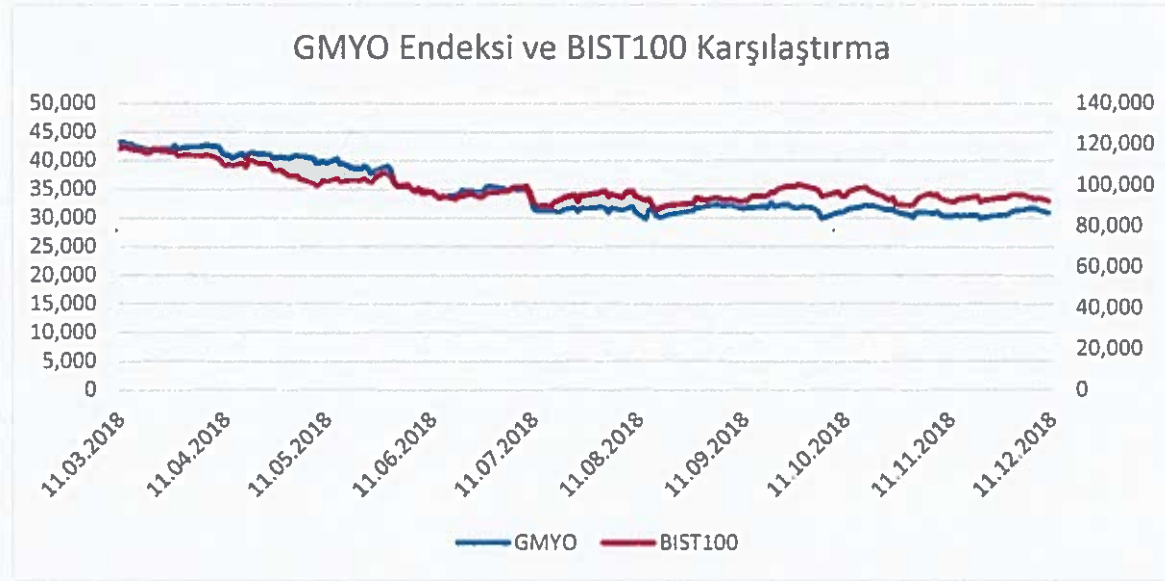
Aşağıdaki tablolarda Trend GYO hisselerinin 23 Şubat 2018'den 11 Aralık 2018 tarihine kadar fiyat ve hacim gelişimi ve ayrıca BIST 100 ve GYO Endeksi'nin performansı verilmiştir.

**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<br>30/09/2018 | Piyasa Değeri<br>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%           |
| <b>Ortalama (Emlak Konut GYO Hariç)</b> |                      |                               |                             | <b>-30%</b>   |
| 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         | -                  | -                  |
| <b>Gayrimenkullerin Toplam Değeri</b> |              | <b>89,460,000</b> | <b>89,460,000</b> | <b>109,015,000</b> | <b>108,487,222</b> |
| 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        |
| <b>Net Aktif Değer</b>                |              | <b>57,843,623</b> | <b>53,026,984</b> | <b>69,467,926</b>  | <b>64,421,996</b>  |
| Toplam Pay Sayısı                     |              | 30,000,000        | 30,000,000        | 30,000,000         | 30,000,000         |
| <b>Pay Başına Net Aktif Değer</b>     |              | <b>1.9281</b>     | <b>1.7676</b>     | <b>2.3156</b>      | <b>2.1474</b>      |

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 anlaşılacağı 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           |
|-------------------------------------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>                                | <b>103,740,653</b> | <b>98,849,221</b> | <b>94,397,346</b> | <b>81,405,972</b> |
| 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           |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>                                | <b>659,697</b>     | <b>685,187</b>    | <b>717,205</b>    | <b>749,141</b>    |
| 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             |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                               | <b>104,400,350</b> | <b>99,534,408</b> | <b>95,114,551</b> | <b>82,155,113</b> |
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                      | <b>37,495,559</b>  | <b>28,278,102</b> | <b>30,169,185</b> | <b>40,824,734</b> |
| 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            |
| <b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                      | <b>19,410,687</b>  | <b>23,831,431</b> | <b>18,075,936</b> | <b>7,980,032</b>  |
| 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         |
| <b>ÖZ KAYNAKLAR</b>                                   | <b>47,494,104</b>  | <b>47,424,875</b> | <b>46,869,430</b> | <b>33,350,347</b> |
| <b>ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR</b>                  | <b>47,494,104</b>  | <b>47,424,875</b> | <b>46,869,430</b> | <b>33,350,347</b> |
| 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         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                               | <b>104,400,350</b> | <b>99,534,408</b> | <b>95,114,551</b> | <b>82,155,113</b> |

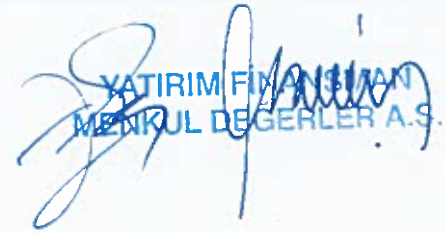
Kaynak: [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

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](http://www.kap.gov.tr)

 YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.