

VIA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda Via GYO'nun halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif bulunmamaktadır. Bu rapor yalnızca aracı kurumun hazırladığı fiyat tespit raporu hakkındaki görüş olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

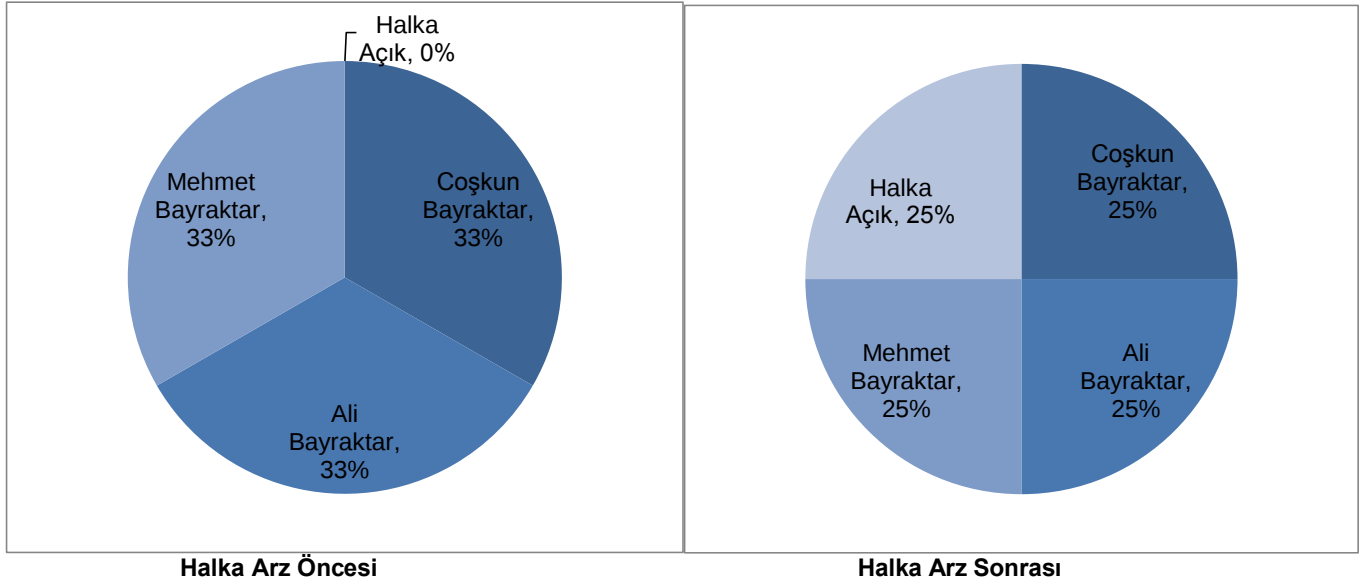
Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ('Via GYO' ve ya 'Şirket'), gayrimenkul dışında inşaat, turizm, enerji ve marina sektörlerinde faaliyet gösteren Bayraktar Kardeşler Grup ('Bayraktar Grup') tarafından yönetilmektedir. Bayraktar Grup 2014-2015 döneminde gayrimenkul portföyündeki dört varlığı ayırarak Via GYO altında toplayıp GYO dönüşümünü tamamlamıştır. Outlet mağaza, Crowne Plaza ve konut içeren Kurtköy'deki Via Port Asia (%100 ortaklık), AVM, Otel ve temaparktan oluşan Eyüp'taki VIALAND (%50 ortaklık), Gaziosmanpaşa'daki outlet, ofis ve rezidanstan oluşan Via Port Venezia (%50) ve Tuzla'daki outlet, otel, temapark ve yat limanı içeren Via Port Marina (%100 ortaklık) portföyündeki gayrimenkullerdir. Via Port Asia'da 12,000m²'lik bir genişleme yatırımı, Vialand'de 400 odalı yeni bir otel ile Via Port Marina Akvaryum ve otel yatırımları devam etmektedir. Faaliyetteki AVM'lerin toplam brüt kiralabilir alanı 291,467m² olup 2015 itibarıyla toplam portföy büyüklüğü 3,178mn TL, Net Aktif Değeri ise 2,063mn TL seviyesindedir.

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Via GYO'nun çıkarılmış sermayesi 90 milyon TL'dir. Şirket 22.5 milyon TL nominal değerli payların tamamını ortak satışı ile halka arz edecektir. Böylelikle, Şirketin halka açıklık oranı %25 olacaktır. Halka arz yöntemi sabit fiyat ile talep toplama, aracılık yöntemi ise en iyi gayret aracılığı olacaktır. Halka arz fiyatı 13.6 TL, 90 gün sonunda geri alım fiyatı ise 14 TL olarak belirlenmiştir. Yurtiçi talep toplama tarihi 5-6 Mayıs olarak belirlenmiştir. Hissenin 11 Mayıs'ta BİST'de işlem görmeye başlaması hedeflenmektedir.

İhraççı	• Via GYO Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Çıkarılmış Sermaye	• 90.000.000 TL (Halka arz sonrası sermaye 90.000.000TL)
Halka Arz Halka Arz Fiyatı Geri Alım Fiyatı Halka Arz Büyüklüğü	• Tamamı ortak satışı: 22.500.000TL • Hisse başına 13,6 TL • Hisse başına 14 TL (90 günün sonunda) • 306.000.000TL
Halka Açıklık ve Fiyat İstikrarı	• Halka açıklık oranı %25 olacaktır • Payların BİST'de işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süre ile fiyat istikrarı yapılması planlanmaktadır. Halka arz büyüklüğünün en fazla %15'ine denk gelmek üzere günlük 225.000 adet nominal alım emri girilecektir. Ayrılan fon 45.900.000TL olacaktır • Halka arzdan Via GYO payı alan yatırımcılar 90 gün süreyle aralıksız hisseyi tutmaları halinde halka arz fiyatının üstündeki sabit bir fiyattan (14 TL) halka arz edenlere geri satma hakkına sahip olacaktır. • Satan ortaklar ve Şirket için 180 gün satmama ve bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdü vardır
Tahsisat	• Yurtdışı Bireysel Yatırımcılar - %80 • Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar - %20
Halka Arz Eden Ortaklar	• Coşkun Bayraktar, Ali Bayraktar, Mehmet Bayraktar (eşit oranda herbiri %8.33 oranında)

Hissedarlık Yapısı



Kaynak: Via GYO Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Türkiye’de AVM, Otel ve Marina Görünümü

Türkiye’de 368 Alışveriş Merkezi işletmede olup bunun 108 adeti İstanbul’da yer almaktadır. İstanbul’da yapım aşamasında bulunan 32 AVM daha olup bunların 2018’e kadar tamamlanmasıyla brüt kiralanabilir alan 4mn m2’den 5.4mn m2’ye yükselecektir. Talep tarafı güçlü seyretmekle beraber arzdaki artış nedeniyle kısa vadede kira ücretlerinde önemli bir değişiklik öngörülmemektedir. Türkiye’de kiralardan Euro veya ABD doları cinsinden uygulanması yaygın bir uygulama olmakla beraber kurda sert dalgalanmalar olduğunda kur fikslemesi yoluna da gidilebilmektedir.

Türkiye’deki AVM arzı

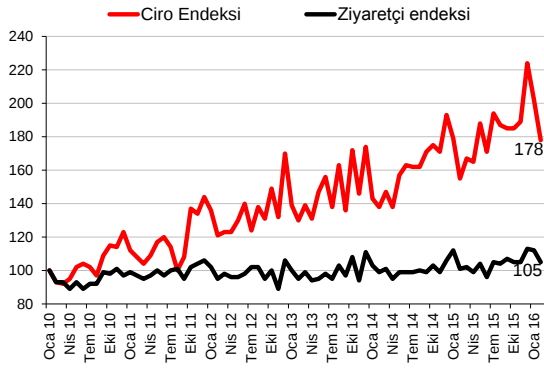
	İşletmede	Ünite bazında		İşletmede	GLA (m2) bazında	
		Yapım aşamasında*	Toplam		Yapım aşamasında*	Toplam
İstanbul	108	32	140	4,001,323	1,400,666	5,401,989
Ankara	38	10	48	1,484,659	453,712	1,938,371
Diğer iller	222	32	254	5,403,644	993,768	6,397,412
Toplam Türkiye	368	74	442	10,889,626	2,848,146	13,737,772

Kaynak: JLL

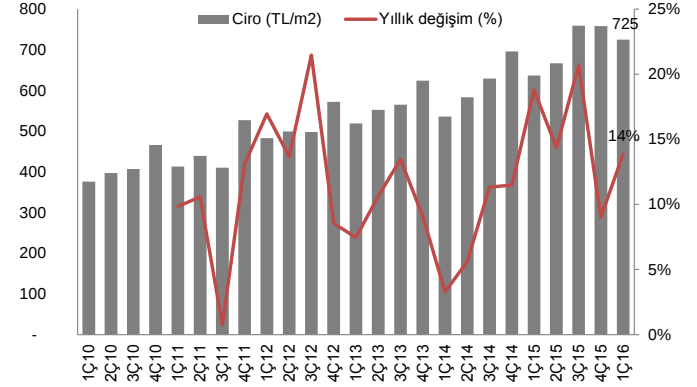
AVM ciro ve ziyaretçi endeksleri ile yüksek arzla karşın m2 başına ciro verileri olumlu seyrini sürdürmektedir. Son dönemde jeopolitik risklerin yol açabileceği ziyaretçi sayısındaki düşüşlerin sınırlı kalması öngörülmektedir.

AVM'lerde ciro ve ziyaretçi seyri

Ciro ve Ziyaretçi Endeksi



Ciro (TRY/m2)

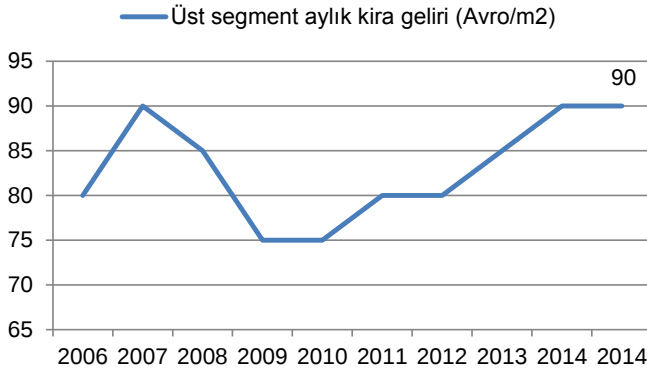


Kaynak: Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği

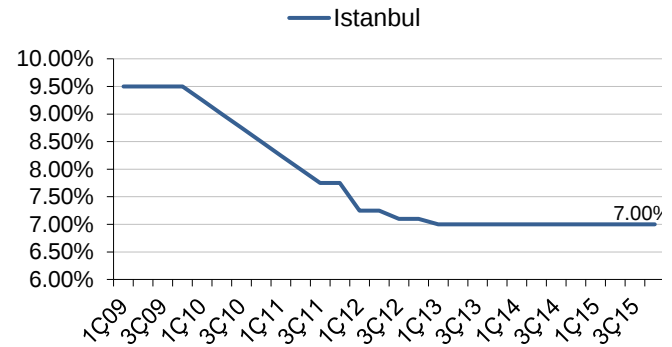
Kira seviyeleri ve getiri oranları ise yatay seyretmektedir.

AVM'lerde kira ve getiri oranları

Üst segment kira geliri



Kira getirileri



Kaynak: JLL, Cushman & Wakefield

JLL verilerine göre, ekonomik ve jeopolitik etkenlerin yanı sıra otel arzındaki artışla birlikte İstanbul'da turizm ve otel piyasası 2015'te bir miktar yavaşladı. Bununla beraber Atatürk ve Sabiha Gökçen Havaalanlarındaki %11.5'lik yolcu artışına paralel olarak İstanbul'u ziyaret eden yabancı sayısı %5 yükselerek 12.4 milyona ulaştı. MasterCard Global Destination Endeksi'ne göre en çok ziyaret edilen şehirler içerisinde İstanbul Avrupa'da 3., dünyada ise 5. sıraya yerleşti.

Otel performansı ise jeopolitik gelişmelere bağlı olarak dalgalı bir performans gösterdi. Doluluk oranı %0.2 azalışla %64.9'a gerilerken, ortalama günlük oda fiyatı yıllık %6.6 azalışla 121.8 Avro'ya inerek oda başına gelirden 2014'e göre %6.9 düşüşe yol açtı.

İstanbul'da 48,000 oda kapasiteli 489 otel olup bunlar ağırlıklı olarak 5 yıldızlı oteldir (toplamın %48.5'i) oluşmaktadır. Otel arzı ise devam etmektedir. JLL verilerine göre tüm projelerin tamamlanması halinde 2017 sonuna kadar İstanbul'daki toplam oda arzı %15 artış gösterebilir. JLL otel piyasasında ilk çeyrekteki yavaşlamanın ardından Türkiye ve komşu ülkelerde istikrarın sağlanabileceği beklentisiyle orta vadede bir düzelme öngörülmektedir.

Gelir seviyesindeki artış, hane halkı yapısındaki değişim ve nüfusun genç yaş ortalaması eğlence sektörüne destek

vermekte olup İstanbul bu konuda önemli imkanlar sağlamaktadır. Uluslararası Yat Limanları Birliği'nin (TYHA) altın liman ödülüne layık gördüğü 47 marinanın sekizi Türkiye'dedir.

İstanbul'da Tema Parklar ve Akvaryumlar ile yat limanları

Proje	Tür	Lokasyon	Büyüklik
VİALAND	Temapark	Eyup	27,790
Sea Life	Akvaryum	Bayrampaşa	7,500
Dolphinarium	Akvaryum	Eyüp	8,695
İstanbul Aquarium	Akvaryum	Bakırköy	22,000
Faruk Yalçın Hayvanat Bahçesi	Hayvanat Bahçesi	Darica, Gebze	200,000
Tema Park (inşaat sürecinde)	Temapark	Halkalı	330,000
Via Port Marina	Temapark ve akvaryum	Tuzla	150,000

Kaynak: Cushman-Wakefield (Via GYO)

İstanbul'da Yat Limanları

Proje	Lokasyon	İşletmecisi	Bağlama Kapasitesi
Ataköy Marina	Ataköy	Dati Yatırım Holding	700 denizde; 100 karada
Güzelce Marina	Büyükdöğmece	Motoryat Turizm Tekstil	250 denizde; 120 karada
İstanbul City Port	Pendik	Marintürk	673 denizde; 70 karada
Kalamış & Fenerbahçe	Fenerbahçe	Setur	Toplam 1,291
West İstanbul	Beylikdüzü	Enelka Taahhüt	600 denizde; 300 karada
Via Port Marina	Tuzla	Via GYO	Toplam 719

Kaynak: Cushman-Wakefield (Via GYO)

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Via Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ('Via GYO' ve ya 'Şirket'), 1995 yılında Bayraktar Kardeşler İnşaat Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi ünvanıyla Ankara'da kurulmuştur. Bayraktar Grup, gayrimenkul dışında inşaat, turizm, enerji ve marina sektörlerinde faaliyet göstermekte olup 2014-2015 döneminde gayrimenkul portföyündeki dört varlığı ayırarak Via GYO altında toplayıp 2015'te GYO dönüşümünü tamamlamıştır.

Şirket portföyündeki gayrimenkuller Outlet mağaza, Crowne Plaza ve konut içeren Kurtköy'deki Via Port Asia (%100 ortaklık), AVM, Otel ve temaparktan oluşan Eyüp'taki VIALAND (%50 ortaklık), Gaziosmanpaşa'daki outlet, ofis ve rezidanstan oluşan Via Port Venezia (%50 ortaklık) ve Tuzla'daki outlet, otel, temapark ve yat limanı içeren Via Port Marina'dır (%100 ortaklık). Bunların hepsi faaliyete geçmiş olup Via Port Asia'da 12,000m2'lik bir genişleme yatırımı, Vialand'de 400 odalı yeni bir otel ile Via Port Marina Akvaryum ve otel yatırımları devam etmektedir. Faaliyetteki AVM'lerin toplam brüt kiralanabilir alanı 291,467m2 olup bunun dışında 437 odalı 2 otel ile 2015'te 898 bin ziyaretçi çeken temaparkı bulunmaktadır. Şirket 2015 itibarıyla 2,317 konut satışı tamamlamıştır.

Via GYO'nun portföyündeki gayrimenkuller

	Via Port Asia	VIALAND	Via Port Venezia	Via Port Marina
Gayrimenkul tipi	Outlet AVM, Crown Plaza Otel, Rezidans	AVM, Otel, Temapark	Outlet AVM, Ofis, Rezidans	Outlet AVM, Otel, Tema Park, Yat Limanı
Faaliyet başlangıcı	Ağustos 2008	Mayıs 2013	Ağustos 2015	Haziran 2015
Ekspertiz değeri	AVM: 1,143mn TL Crowne Plaza: 130mn TL Rezidans: 12.3mn TL Arsalar: 8.3mn TL	AVM + Palace Hotel : 449mn TL Tema Park: 168mn TL Geliştirilen otel: 13mn TL	AVM: 168mn TL Konut, Ofis, Ticari üniteler: 435mn TL	AVM: 458mn TL Planlanan otel: 8mn TL Temapark ve Akvaryum: 98mn TL Marina: 87mn TL
Via GYO payı	100%	50%	50% (AVM %27.5)	100%
Ortaklık	-	Güryapı	Güryapı ; AVM'de %45 Kiptaş payı	-
Büyükölük	76,126m2 GLA ; 336 oda, 13 konut	101.723 m2 GLA; 26 oyun istasyonu; 101 odalı otel ve 400 odalı geliştirilecek otel	67,199m2 GLA; 545 m2 satılmayan ofis+ 1,269 teslim bekleyen konut	46,379m2 GLA; 110-135 oda; 17 eğlence ünitesi; 71' yat bağlama kapasitesi
Devam eden yatırımlar	22,610 m2 'lik genişleme etabının May 2016'da, 12.732m2'lik etabın 2017'de tamamlanması hedefleniyor	400 odalı otelin 2017'de açılması hedefleniyor	-	Akvaryumun 2016'da, otelir 2017'de açılması hedefleniyor
Ziyaretçi sayısı	20.2mn	23.6mn	5.5mn (4 aylık)	9.2mn (6 aylık)
Doluluk oranı	%99.2 AVM; %75.6 otel	%87 AVM; %71.9 otel	89%	86%
Üst hakkı süresi	2037'ye kadar	2044'e kadar	Gelir paylaşımı	2043'e kadar
Üst hakkı/gelir paylaşımı sözleşmesi	2015-2016 1.55mn TL+KDV; 2017-2020 2mn TL, 2021-2037 2.35mn TL+genişleme etaplarında gelirlerin %25'i Pendik Belediyesi'ne ödenmektedir.	10 yıllık kira (60mn TL) nakden İstanbul Büyükşehir Belediyesi'ne ödenmiş olup 2023-2044 döneminde brüt gelirin %10.5'i veya yıllık 3.6 mn TL'nin +KDV yüksek olanı ödenecektir.	Satış hasılatının %39'u (365mn TL) Kiptaş'a ödendi. AVM'nin brüt kira gelirinin %45'i veya yılda 17.55mn TL'den yüksek olanı ödenecektir. Ayrıca Kiptaş'ın 1 yıl içerisinde payını 384mn TL'den Via GYO-Güryapı ortaklığına satma hakkı bulunmaktadır.	Tuzla Belediyesi'ne 30 yıl için 120.75mn TL ödenecektir.
2015 Geliri	AVM: 88.4mn TL Crowne Plaza: 10mn TL Rezidans: 25.2mn TL	AVM: 28.9mn TL Temapark: 6.77mn TL Palace Hotel: 1.4mn TL	AVM: 7.4mn TL (5 aylık) Konut/ofis satış: 139.5mn TL	12.85mn TL (6 aylık)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu'nda hareketle YKY Araştırma

2015 itibariyle toplam portföy büyüklüğü 3,178mn TL, Net Aktif Değeri ise 2,063mn TL seviyesindedir.

2015 itibariyle Net Aktif Değer Tablosu mn TL

Gayrimenkul Portföyü	3,178
Via Port Asia	1,274
Via Port Houses& Suites	12
Kurtköy arsa	8
Vialand	630
Via Port Venezia	603
Via Port Marina	651
Hazır değerler	72
Diğer aktifler	204
Finansal borçlar (-)*	915
Diğer yükümlülükler (-)	476
NAD	2,063

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

* Finansal borçlar 2015 bilançosunda finansal kiralama dahil 973mn TL seviyesindedir. Ancak, üst kullanım hakkına ilişkin giderler ekspertiz raporlarında dikkate alındığından NAD hesaplamasının dışında tutulmuştur.

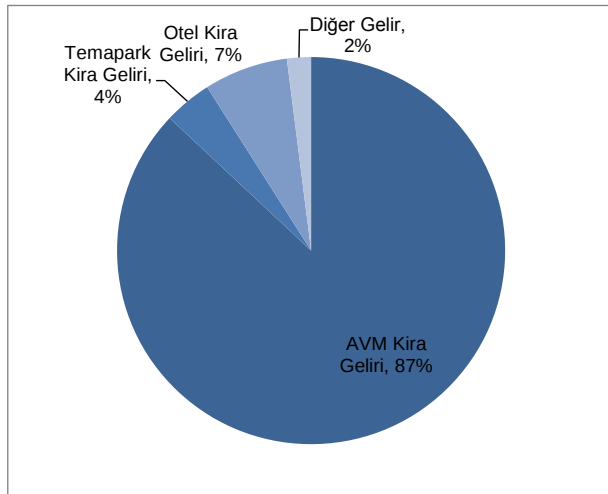
Finansal Görünüm

Via GYO'nun hasılatı 2013-15 döneminde 91.7mn TL'den 328.8mn TL'ye yükselmiştir. Bunda konut-ofis satışlarının önemli etkisi olmakla beraber kira gelirleri de yeni projelerin devreye girmesiyle 2013'teki 87mn TL seviyesinden 2015'te 155mn TL'ye çıkmıştır. Ayrıca Via Port Venezia ile Via Port Marina'nın tam yıl etkileri ancak 2016'da görülebilecektir.

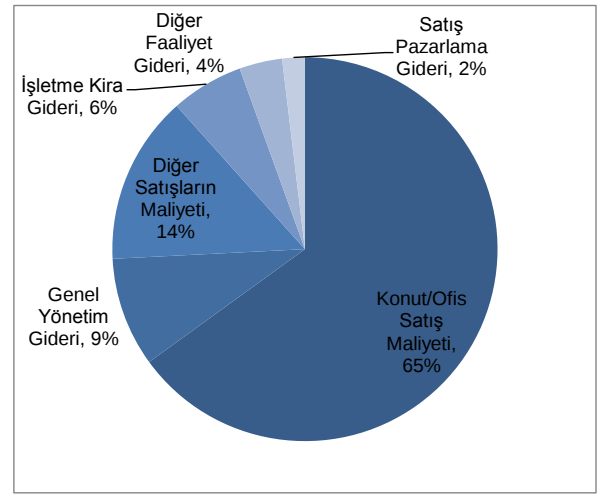
Şirketin brüt kar marjı ise %89'dan %50'ye gerilemiştir. Bunun sebebi ise konut/ofis satış marjının kira marjının altında olmasıdır. Kira marjını 2014 için %94, 2015 içinse %90 olarak hesaplıyoruz. Genel yönetim giderlerindeki artış ise 2015'te Viaport Venezia ve Viaport Marina proje yönetimi nedeniyle personel artışı ve GYO dönüşümüne ilişkin maliyetlerden kaynaklanmıştır. Pazarlama maliyetleri ise projelerin devreye girmesinin ardından reklam giderlerindeki azalışla gerilemiştir. Şirket ayrıca 2015 itibariyle 446mn TL'lik yeniden değerlendirme kaynaklı değer artış kazancı kaydetmiş olup değer artış kazancı ve diğer faaliyet gelir/giderlerini içermeyen düzeltilmiş FAVÖK 2013'teki 67mn TL seviyesinden 2015'te 142mn TL seviyesine ulaşmıştır. Şirketin diğer faaliyet giderleri 2015 itibariyle 8mn TL seviyesindedir.

Hasılat ve Maliyet Kırılımı (2015 itibariyle)

Hasılat kırılımı



Maliyet kırılımı



Kaynak: Via GYO

Şirket, projelerin konut/ofis ünitelerinin yönetimi, işletimi ve yeniden satışlarını yürüten Vialand Eğlence Hizmetleri, Vialand Gayrimenkul Yönetim, Vialand Gayrimenkul Yatırım Kiralama şirketlerini özkaynak yöntemiyle konsolide etmektedir. Venezia Gayrimenkul ile Enternasyonal Gayrimenkul 2015'te satılmıştır. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlarda 2013-2015 döneminde zarar kaydedilmiş; 2015'teki zarar 21mn TL olmuştur. Bu zararda en büyük pay Enternasyonal Gayrimenkul'e ait olmuştur. Şirketin 2014'te 25mn TL olan net finansal giderleri ise Avro'nun TL karşısında değer kazanması sonrasında artan kur farkı giderleri ve muhasebeleştirilen finansman giderleri ile 2015'te 103mn TL'ye yükselmiştir.

2013'te 63mn TL, 2014'te ise 20mn TL vergi gideri bulunan şirket, GYO dönüşümüyle beraber 2015'te 252mn TL ertelenmiş vergi gelirine kavuşmuştur.

Böylelikle net dönem karı 2013'teki 220mn TL, 2014'teki 88mn TL seviyesinden 2015'te 707mn TL'ye ulaşmıştır. Değer artışı ve ertelenmiş vergi geliri hariç tuttuğumuzda ise, şirketin yüksek kur farkı zararına karşın 9mn TL kar elde ettiğini hesaplıyoruz (2013:25 mn TL vergi öncesi zarar, 2014:77mn TL vergi öncesi kar).

GELİR TABLOSU			
mn TL	2013	2014	2015
Hasılat	92	173	329
Via Port Asia (H&S harici)	69	85	99
Via Port Houses & Suites	3	58	25
VIALAND	19	30	38
Via Port Venezia (Konut/Ofis harici)			5
Via Port Venezia Konut/Ofis			139
Via Port Marina			13
Arsa			9
Hasılatın Maliyeti	-10	-51	-165
Via Port Venezia Konut/Ofis		0	126
Via Port Houses & Suites		43	19
İşletme kira giderleri		5	13
Arsa satış maliyeti			4
Bakım onarım giderleri		1	1
sigorta giderleri		0	1
Stok değer düşüklüğü karşılığı giderleri		2	
Diğer		0	1
Brüt Kar	82	123	164
Genel Yönetim Giderleri	-10	-14	-20
Pazarlama ve Satış giderleri	-8	-5	-4
Değer Artışı - Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	308	32	446
Diğer Faaliyet Gelirleri (Giderleri)	-1	-2	-8
Faaliyet Karı	371	134	577
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler, net	1	1	0
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların kar/zarar payları	-23	-16	-21
Finansman gelir (gider) öncesi faaliyet karı	349	119	557
Net Finansal Giderler	-65	-25	-103
Vergi (gideri) Geliri	-63	-20	252
Sürdürülen faaliyetlerden net dönem karı	220	73.5	706.6
Durdurulan faaliyetlerden net dönem karı	0	15	0
Net dönem karı	220	88	707
Düzeltilmiş FAVÖK*	67	106	142
Net Faiz Gideri	-6	-33	-33
Faiz Karşılama Oranı	11.0	3.2	4.3

Kaynak: Via GYO Finansal Dipnotları; YKY Araştırma

*Değer artışı ve diğer faaliyet gelir giderler hariç

Şirketin defter değeri 1.8 milyar TL'dir. NAD'den farkı yatırım amaçlı gayrimenkullerin tamamının rayiç değer üzerinden gösterilmeyiştir. Şirketin toplam finansal borcu 973mn TL olup bunun 833mn TL'lik bölümü banka kredilerinden geri kalan kısmı üst kullanım hakkı kiralama ve finansal kiralama yükümlülüklerinden kaynaklanmaktadır. Şirket, üst kullanım hakkına ilişkin finansal kiralama yükümlülüklerini bugüne indirgeyerek yansıtmaktadır. Borçların %29'u kısa vadeli, gerisi uzun vadeli. Banka kredilerinin %96'sı Avro bazlıdır. Kiraların da ağırlıklı olarak Avro üzerinden alınması nedeniyle operasyonel olarak hedge sağladığı düşünülebilir. Şirketin LTV oranı (banka borçlarının gayrimenkullerin rayiç değerlerine oranı) 2015 itibarıyla %26.5 tir. Şirketin 2015 itibarıyla nakdi ise 72mn TL seviyesindedir. Dolayısıyla net borç (finansal kiralama dahil) 901mn TL seviyesindedir. Üst kullanım hakkına ilişkin finansal kiralama hariç tuttuğumuzda ise 843mn TL olmaktadır. Düzeltilmiş Net borç/FAVÖK oranı 2013'teki 6.9x seviyesinden 2014'te 4.5x seviyesine geriledikten sonra 2015'te 5.9x seviyesine yükselmiştir. Faiz karşılama oranı ise 2015 itibarıyla 4.3x seviyesindedir. (2013: 11x; 2014: 3.2x).

Bilanço			
mn TL	2013	2014	2015
Toplam dönen varlıklar	257	495	543
Gayrimenkul stokları	161	167	307
Ticari alacaklar	33	100	42
Peşin ödenmiş giderler	33	138	49
Nakit ve nakit benzerleri	5	61	72
Diğer dönen varlıklar	25	29	72
Toplam duran varlıklar	1,946	1,898	2,721
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	1,671	1,849	2,681
Gayrimenkul stokları	69	0	0
Peşin ödenmiş giderler	90	4	1
Diğer duran varlıklar	115	45	40
Toplam Varlıklar	2,203	2,393	3,264
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	560	611	708
Finansal borçlanma	334	174	280
Ticari borçlar	113	72	66
Ertelenmiş gelirler	104	352	351
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	9	13	11
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	660	723	740
Finansal borçlanma	188	419	693
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlara ilişkin yükümlülükler	22	40	1
Ertelenmiş gelirler	209	0	0
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	240	252	0
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	1	12	46
Toplam yükümlülükler	1,220	1,334	1,449
Toplam özkaynaklar	983	1,059	1,816
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	2,203	2,393	3,264
Net borç	518	532	901
Net borç - üst kullanım hakkına ilişkin finansal kiralama hariç	464	477	843
	2013	2014	2015
Düz. Net borç/Düz. FAVÖK	6.9	4.5	5.9
Faiz karşılama oranı	11.0	3.2	4.3

Kaynak: Via GYO Finansal Dipnotları; YKY Araştırma

Yatırım Unsurları

Perakende sektörü, AVM kanadında yüksek yoğunluğa karşın tüketici alışkanlıklarının değişmesi nedeniyle ciro ve ziyaretçi bazında büyümeye devam etmektedir. Şirketin Via Port markasıyla bilirliliğinin yüksekliği ve portföyündeki entegre konsept projelerin kopyalanmasının zorluğu, rekabet açısından şirketi daha avantajlı bir konuma sokmaktadır. Ayrıca şirketin projelerin bulunduğu bölgelere metro ulaşımının sağlanması planlanmaktadır. Projelerin büyük ölçüde tamamlanmış ve gelir getiren aşamada bulunması yürütme riskini sınırlamaktadır. Şirket her proje için azami 5 yıl olmak üzere en kısa geri ödeme süresini hedeflemektedir. Büyüme açısından potansiyel gelişmeleri yeni

devreye giren perakende yatırımlarının olgunluğa ulaşma süresince artması beklenen gelir katkısı ve mevcut yatırımlardaki ufak çaplı genişleme projeleri oluşturmaktadır. Ayrıca, Viaport Venezia AVM'de Kiptaş'ın %45 payını 365mn TL'ye Güryapı-Via GYO ortaklığına satma opsiyonu bulunmaktadır (Mevcut değerlendirme: 275mn TL). Yatırım ve finansman ihtiyaçlarını da gözeterek kar dağıtımı yapma hedefi bulunmaktadır. Şirketin üst yönetiminde bulunan Yönetim Kurulu Başkanı Coşkun Bayraktar 21 yıl, CEO İsmail Tuna 18 yıl, Eray Asil 17 yıllık sektör tecrübesine sahiptir.

Riskler

Via GYO'nun projelerinin çoğunluğu şirkete araziye sınırlı kullanım hakkı sağlayan, belediyelerle yapılan kiralama-kullanım hakkı düzenlemelerine bağlı arazilerden oluşmaktadır. Normal koşullarda üst hakkı kullanım süresinin bitimine kalan süre kısaltıkça, gayrimenkullerin ekspertiz değerleri ve dolayısıyla şirketin değeri azalabilir. Ayrıca, kiralama dönemi bitince üst hakkı yenilenmezse, bu gayrimenkuller portföyden tamamen çıkarılacaktır.

Olumsuz hava koşulları ve tema parklarda meydana gelen kazalar katılımı azaltarak veya maddi hasara yol açarak, faaliyetleri olumsuz etkileyebilir.

Rekabetin yüksek olduğu alışveriş merkezi ve temapark alanında faaliyet göstermektedir. Tüketicilerin harcama alışkanlıkları ve tercihleri ekonomik duruma göre dalgalanma gösterebilmektedir.

Halka arz tamamen ortak satışı şeklinde olduğundan, şirkete nakit girişi olmayacak, dolayısıyla borçluluk oranlarına bir katkı yaratmayacaktır.

Hisse geri alım taahhüdünün, hisse yatırımcılarının büyük bir bölümü tarafından kullanılması halinde halka açıklık oranı düşebilir, bu da likidite riski yaratabilir. Ana hissedarların bu şekilde borsadan aldıkları hisseleri borsada tekrar satma niyeti beyan etmeleri halinde, hissede baskı yaratabilir.

Via GYO, inşaat ve diğer çeşitli hizmetler kapsamında çeşitli Bayraktar Kardeşler Grubu altyüklenicilerinden hizmet almakta olup bu yükleniciler VIA GYO'nun kontrolü altında bulunmamaktadır.

Bunların dışında makroekonomik ve siyasi dalgalanmalar, GYO'lara ilişkin yasal düzenleme değişiklikleri ve genel piyasa riskleri gibi diğer GYO'ların tabi olduğu risklere maruz kalabilir.

Değerleme

Fiyat Tespit Raporu'nda dört değerlendirme yöntemine yer verilmiştir:

- 1) Net Aktif Değeri (NAD) analizi
- 2) Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanına göre
- 3) Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanına göre
- 4) Kira getiri/gayrimenkul portföy değeri oranı

Sonucu yöntem, yeni faaliyete geçen Via Port Marina ve Via Port Venezia projeleri 2015'te kısmi kira geliri sağladığından diğer GYO'larla bu açıdan karşılaştırmanın sağlıklı olmayacağı gerekçesiyle dikkate alınmamıştır. Tespit raporunda geleceğe dönük finansal tahminlere yer verilmemiştir.

1) NAD Analizine göre: Hedef pay fiyatı: 13,59 TL

Via GYO'nun NAD'ı üstteki tabloda verildiği gibi 2015 itibarıyla 2.063mn TL (hisse başına 22,93TL) olarak hesaplanmıştır. Benzer GYO'lar olarak BİST'te işlem göre 16 GYO'nun NAD'ine göre iskontosu/primi incelenmiştir. Bu GYO'ların seçiminde 2015 gelirlerinin en az %50'sinin gayrimenkul kira gelirlerinden oluşması kriteri dikkate alınmıştır. Akmerkez GYO gayrimenkul portföyünü maliyet değerleri üzerinden muhasebeleştirilmesi nedeniyle, Özak GYO gelecek projeleri nedeniyle kira gelirlerinin sınırlı kalacak olması nedeniyle, kapsam dışında tutulmuştur. Torunlar GYO'nun da benzer sebeple (konut satış gelirlerinin de bulunması) kapsam dışında tutulduğunu tahmin ediyoruz. Bununla beraber 16 GYO'nun yer alması ve iskonto oranlarının geniş bir aralıkta yer alması nedeniyle, kapsam yeterli ve makul görülebilir.

Yapılan karşılaştırmaya göre, bu şirketlerde en düşük iskonto %10, en yüksek ise %90 seviyesindedir. NAD'ı 1 milyar TL'nin üzerinde olanlar içerisinde baktığımızda da, iskonto oranı %10-51 aralığındadır. 16 GYO'nun ağırlıklandırılmış iskonto ortalaması ise %41 seviyesindedir. Bu iskonto üzerinden hesaplandığında, Via GYO için pay başına hedef pay fiyatı 13,59 TL olarak hesaplanmıştır.

2) PD/DD çarpanına göre: Hedef pay fiyatı: 12,23 TL

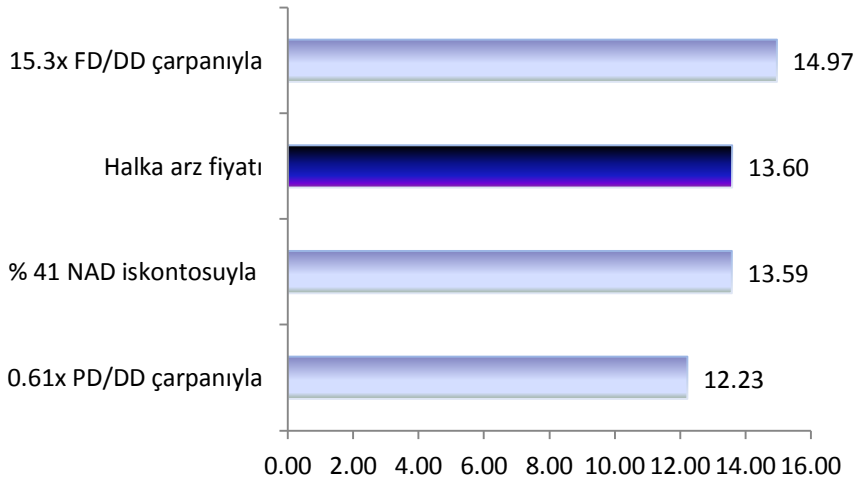
Aynı GYO'ların 15 Nisan 2016 itibariyle PD/DD çarpanları hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin PD/DD çarpanları 0.1x ile 1.2x aralığında olup ağırlıklandırılmış ortalaması 0.61x seviyesindedir. Yine DD'i 1 milyar TL'nin üzerindeki GYO'lara baktığımızda çarpan aralığı 0.5x-0.9x aralığındandır. 16 GYO'nun ağırlıklandırılmış ortalama PD/DD çarpanı 0.61x üzerinden hesaplandığında, 2015 itibariyle 1.815mn TL DD'ne sahip Via GYO için pay başına hedef pay fiyatı 12,23 olarak hesaplanmıştır.

3) FD/DD çarpanına göre: Hedef pay fiyatı: 14,97 TL

Sözkonusu benzer şirketlerin 15 Nisan 2016 itibariyle FD/DD çarpanları da hesaplanmıştır. Çarpan aralığı 8.6x ile 41.9x aralığında olup ağırlıklandırılmış ortalaması 15.3x seviyesindedir. Bu çarpan üzerinden hesaplandığında, 2015 itibariyle 142mn TL VAFÖK ve 824mn TL net borç üzerinden Via GYO için pay başına hedef pay fiyatı 14,97 olarak hesaplanmıştır. VAFÖK içerisinde işletme kiralama giderleri bulunduğu net borç içerisinde üst kullanım haklarına ilişkin finansal giderleri düşüğümüzde bizim bulduğumuz net borç ise 843mn TL olmaktadır. Bu durumda pay fiyatında %3,5'lik bir azalış olmaktadır.

Değerleme Sonucu: Tüm analizlere eşit ağırlık verilerek yapılan çalışma sonrasında Via GYO halka arzında birim pay değeri NAD'ne göre %41 iskonto ile 13,60 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz sonrası piyasa değeri 1,224 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3: Halka arz fiyatının değerlendirme yöntemlerine göre karşılaştırması (Hisse başına TL)



Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

OYAK Yatırım Menkul Değerler AŞ (OYAK Yatırım) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Via GYO için net aktif değeri ve PD/DD ile FD/FK piyasa çarpanları yöntemleri kullanılarak 13,60TL halka arz fiyatı belirlenmiştir. OYAK Yatırım tarafından söz konusu fiyatın NAD'ne göre %41 iskontoya işaret ettiği belirtilmiştir. Sözkonusu raporda alınan benzer şirketler de 15 Nisan 2016 itibariyle ortalama benzer bir iskonto ile işlem görmektedir. Dolayısıyla ek bir halka arz iskontosu bulunmamaktadır. Yapı Kredi Yatırım Araştırma kapsamında bulunan şirketlerden ticari gayrimenkul odaklı olanlar İş GYO ve Torunlar GYO olup 3 Mayıs 2016 itibariyle %49 ve %51 iskonto ile işlem görmektedir. Buna karşılık halka arzda 90 gün sonunda 14 TL fiyattan geri alım garantisi verilmektedir.

Bu veriler ışığında, OYAK Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunun net ve anlaşılır olduğunu, halka arz fiyatının da kullanılan yöntemler çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.

ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu rapor, hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için teklif, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi veya aracılık teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hata ve eksikliklerden kaynaklı doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Olgulara dayanmayan ve bildirim yapılmaksızın değişebilen nitelikteki görüşlerden dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu rapor, yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken, bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştiraklerinin yöneticileri, yetkilileri veya çalışanları bu raporda bahsi geçen şirketlerde yönetici olarak görev yapabilirler. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ve yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgilileri bulunabilir. Bu raporda ifade edilen görüşler Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü çalışanlarına ait olup, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması doğabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez
