

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DENETİMDEN SORUMLU KOMİTE TARAFINDAN HAZIRLANAN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

HAZİRAN 2022

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 No'lu Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermektedir.

Raporun Konusu ve Gerekçesi:

Bu rapor, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Ziraat GYO” ya da “Şirket”) hisselerinin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermekte olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrası gereğince Ziraat GYO Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler:

Ziraat GYO paylarının halka arzı öncesinde halka arz fiyatı, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından 9 Nisan 2021 tarihinde hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda ‘Net Aktif Değer Analizi, ‘İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi’ ve ‘Benzer Şirket Çarpanı Analizi’ yöntemleri kullanılarak belirlenmiştir.

Bu üç yöntemin ağırlıklandırılması suretiyle, halka arz öncesinde hedef şirket değeri 7.530.847.582,- TL, hedef pay başına değer ise 2,14 TL olarak hesaplanmıştı. Bulunan hedef pay başına değere %25 halka arz iskontosu uygulanarak 1,60 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştı.

Değerleme Yöntemi	Hedef Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
Net Aktif Değer yöntemi	7.133.109.911	40%	2.853.243.964
İNA yöntemi	8.955.313.915	40%	3.582.125.566
Piyasa Çarpanı yöntemi	5.477.390.256	20%	1.095.478.051
Ziraat GYO Hedef Piyasa Değeri		100%	7.530.847.582
Halka Arz Öncesi Sermaye			3.520.215.000
Pay Başına Hedef Değer			2,14
İskonto Oranı			25%
Halka Arz Piyasa Değeri			5.648.135.686
Halka Arz Fiyatı			1,60

Kaynak: Şirket Verisi, Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

Şirketimizin mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilirken, bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

1.Net Aktif Değer Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılan Net Aktif Değer (NAD), şirketlerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerlerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenip, yükümlülüklerinin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

(mn TL)			
Net Aktif Değer Tablosu	2021 Yıl sonu Hedef (Tahmin)	2021 Yıl sonu (Gerçekleşme)	2022 I.Yarı (Gerçekleşme)
Arsalar	966,7	1.087,0	1.137,1
Bayraklı Arsaları	630,4	679,0	679,1
Levent Arsası	320,7	408,0	408,5
Eyüpsultan Arsası	-	-	49,5
Altunizade Arsası	15,7	-	-
Kira Getirili Varlıklar	2.270,9	2.160,0	2.302,9
Ankara Next Level AVM	509,9	470,0	506,7
İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi	373,9	-	-
Sarajevo Ofis Binası	180,3	271,0	313,3
İstanbul Maslak Binası	169,7	173,0	173,4
Frankfurt Ofis Binası	146,6	210,0	241,4
İstanbul Beyoğlu Binası	130,1	158,0	158,0
Diğer Kira Getirili Varlıklar	760,4	878,0	910,0
Projeler	4.963,3	3.897,0	4.816,9
İstanbul Finans Merkezi	4.535,0	3.450,0	4.463,7
Karaköy/İstanbul Projesi	87,0	95,0	95,5
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	60,7	62,0	-
Diğer Projeler	280,5	290,0	257,8
Toplam Gayrimenkuller	8.200,9	7.144,0	8.256,9
Nakit	0,5	607,3	22,1
Diğer Varlıklar	244,6	892,6	948,5
Borç	1.206,6	3,6	136,2
Diğer Yükümlülükler	106,3	267,7	530,5
Net Aktif Değer	7.133,1	8.372,6	8.560,9

Fiyat Tespit Raporu tarihinden sonra geçen sürede aşağıdaki gelişmeler meydana gelmiştir.

- Şirketimiz portföyünde yer alan Altunizade Arsası üzerinde konut projesi geliştirilmesine yönelik çalışmalara başlandığından, söz konusu arsa 2021 yıl sonu itibarıyla gerçekleşme sütununda “Diğer Projeler” başlığı altında izlenmeye başlanmıştır. Buna ek olarak; Şirketin

büyüme stratejisi ve kârlılık hedefleri çerçevesinde Eyüpsultan Arsası satın alınarak, arsa portföyüne dâhil edilmiştir.

- Projeler altında sınıflandırılan Cağaloğlu Tarihi Bina, 2022 yılının ilk çeyreğinde kiraya verildiğinden “Kira Getirili Varlıklar” grubunda izlenmeye başlanmıştır.
- Fiyat Tespit Raporu’nda 2021 yıl sonunda faaliyete geçirilmesi planlanan İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi’nin, NAD hesaplamasında “Kira Getirili Varlıklar” kalemine alınacağı öngörülmüştü. Ancak güncel koşullar doğrultusunda yapılan değerlendirmeler sonucunda, AVM’nin satışının Şirketimiz açısından daha uygun olacağına karar verilmiş, düzenlenen fiziki ihale sonrasında 10.05.2022 tarihinde AVM’nin ekspertiz değerinden daha yüksek bir bedel karşılığında %40’ı peşin, %60’ı ise 90 gün içerisinde tahsil edilmek üzere satışına ilişkin Satış Vaadi Sözleşmesi imzalanmıştır. Söz konusu satışa ilişkin ödemeler 31.07.2022 tarihinde tamamlandığından muhasebe kalemlerine etkisi 3.çeyrek dönem sonundaki finansal tablolarımızda görülebilecektir.
- İstanbul Finans Merkezi (İFM) Ziraat Kuleleri Projesi’nin 2021 yılı Kasım ayı sonu olarak belirlenmiş olan tamamlanma süresi, pandemi koşullarının etkisiyle ileri tarihe ötelenmişti. İnşaat ilerleme seviyesine bağlı olarak yıl sonu için tahmin edilen Proje değerine yılın ilk yarısı sonunda yaklaşmıştır. İnşaat ilerledikçe Projeye ilişkin hakediş tutarları yükselmektedir. Bu çerçevede, halen Fiyat Tespit Raporu’nda 2021 yılı sonu için öngörülen tutardan düşük olmakla birlikte, Şirket yılın 2. çeyreğinde borçlanmaya başlamıştır.

Tüm bu gelişmeler sonucunda; 30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla Şirketin Net Aktif Değeri 8.560,9 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

2.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Fiyat Tespit Raporu’nda kullanılan bir diğer yöntem de indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizidir. Bu yöntemde, Şirketin gelecek dönemlere ilişkin gelir ve giderleri tahmin edilmek suretiyle hesaplanan nakit akımları bugünkü değere indirgenmiştir. İNA analizinde 2021 yılı için %15 risksiz getiri oranı, %5 sektör risk primi, 0,90 beta ve %19,5 özsermaye maliyeti varsayımlarıyla ulaşılan %18,7 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. İNA analizinde kullanılan makro varsayımlar aşağıda sunulmuştur.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030
Dolar/TL	8,04	8,71	9,39	10,00	10,52	11,05	11,60	12,18	12,79	13,43	14,10
Avro/TL	9,64	10,45	11,26	12,00	12,63	13,26	13,92	14,62	15,35	16,11	16,92
TÜFE (%)	11,50%	9,40%	8,75%	7,50%	6,25%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

Kaynak: Yatırım Finansman Menkul Değerler Araştırma

2021 yıl sonu gerçekleşme rakamları ile 2022 yılına ilişkin tahmin ve gerçekleşme rakamları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

(milyon TL)	2021 Yıl Sonu (Gerçekleşme)	2022 I.Yarı (Gerçekleşme)	2022 Yıl Sonu (Tahmin)
Kira Gelirleri	84,5	54,8	221,0
Satış Gelirleri	102,3	202,1	993,0
Satışların Maliyeti	-95,4	-129,8	-411,0
Brüt Kar	91,4	127,0	803,0
FAVÖK	45,0	97,4	777,0
Yatırım Harcamaları	-1.237,4	-996,0	-298,0
Serbest Nakit Akımları	-1.192,4	-898,6	479,0

Fiyat Tespit Raporu varsayımları yıl bazında yapılmış olup, ara dönemler için ayrı ayrı varsayım yapılmamıştır.

30.06.2022 itibarıyla yıl sonu hedefi olan 993 milyon TL’lik satış gelirlerinin %20’sinin sağlandığı görülmektedir. Ancak Kayaşehir AVM’nin satışına ilişkin ödemelerin Temmuz ayı sonunda tamamlanarak satış gelirlerine dâhil edildiği göz önüne alındığında, rapor tarihi itibarıyla satış geliri hedefinin yaklaşık yarısına ulaşılmış olmaktadır. Bununla birlikte; İFM Ziraat Kuleleri’nin 2022 yılının ikinci yarısı olarak planlanan faaliyete başlama tarihi yerleşkenin genelindeki ilerleme durumuna bağlı olarak yılın son çeyreğine ötelendiğinden, taşınma sonucu atıl kalacak olan binalarımızın satış ya da yeniden kiralama suretiyle gelirlerimizde meydana getireceği artışın, 2022 içinde öngörülenden düşük olacağı değerlendirilmektedir.

Aynı şekilde NAD Analizi bölümünde de belirtildiği üzere, İFM’ye ilişkin hakediş ödemelerinin pandemi koşulları nedeniyle revize edilen bitiş süresine bağlı olarak zamana yayılması ve bunun yanında maliyetlerde yaşanan artışlar sonucu, yatırım harcamalarının 2022 yıl sonu tahminini aşacağı öngörülmektedir.

3.Benzer Şirket Çarpanı Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’nda gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönersellik etkisi sebebiyle rakamlarda oynaklığa yol açtığından Ziraat GYO için benzer şirket çarpanı değerlemesinde sadece PD/DD çarpanı baz alınmıştır.

Benzer şirketler için ise Şirketin en değerli taşınmazı olan Ziraat Kuleleri’nin yer aldığı İFM Projesi’nde yüksek paya sahip olan Vakıf GYO ve Halk GYO’yla birlikte, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkulleri gerçeğe uygun değerle muhasebeleştirilen GYO’lardan Vakıf ve Halk GYO’nun çıkarılmasıyla ulaşılan ortalama sektör çarpanı esas alınmıştır.

	Özkaynaklar (TL)	Piyasa Değeri (TL)	PD/DD
HLGYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0,96
Sektör (HLGYO ve VKGYO hariç)	34.919.906.686	40.709.844.838	1,17
Ziraat GYO	5.090.557.206	5.477.390.256	1,08

Kaynak: Rasyonet, YF tahminleri, 09.04.2021 kapanışlarıyla

Vakıf GYO ve Halk GYO'nun verileri ile anılan GYO'lar hariç tutulduğunda ulaşılan sektör çarpanı ortalaması sonucu Ziraat GYO için PD/DD 1,08 olarak hesaplanmıştı. Fiyat Tespit Raporu'nda PD/DD çarpanından elde edilen Ziraat GYO değeri 5.477.390.256,-TL ve pay başına değer 1,56 TL olarak hesaplanmıştı.

ZRGYO hisse senedinin fiyatı ilk işlem tarihinden itibaren %95,6 oranında artış kaydederek yılın ilk yarısını 3,13 TL seviyesinde kapatmış, 30.06.2022 itibariyle Şirketin PD/DD değeri 1,72'ye ulaşmıştır. Yılın ilk yarısında en düşük kapanış değeri 2,15 olurken, en yüksek kapanış değeri ise 3,40 olarak gerçekleşmiştir.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
30.06.2022	8.561	14.691	1,72

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketimizin geçtiğimiz yılın aynı dönemi 72,6 milyon TL olan konsolide net dönem kârı, 2022 yılının ilk yarısının sonunda %118 oranında artarak 159,7 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

2021 yılı sonunda 8.372,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşen Şirket Net Aktif Değeri, 30.06.2022 itibarıyla 8.560,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İFM Ziraat Kuleleri'nin faaliyete başlamasıyla birlikte, Kulelerin mali tablolarımızda maliyet değeri yerine piyasa değeri üzerinden izlenecek olması aktif büyüklüğümüzde önemli oranda artış meydana getirecektir.

Geçtiğimiz yılın aynı döneminde kira getirili gayrimenkullerimizden elde edilen gelir %30 oranında artarak 42,3 milyon TL'den, cari dönemde 54,8 milyon TL seviyesine; yine aynı dönem 40,2 milyon TL olan satış gelirlerimiz ise 5 kat artışla yılın ilk yarısı sonunda 202 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Halka arz sonrası dönemde, Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan makro varsayımlardan ciddi ölçüde sapmalar olmuştur. Haziran ayında %78,62 olan yıllık TÜFE, Temmuz ayında %79,60'a yükselmiştir. Yıllık Yİ-ÜFE ise özellikle yurt dışı kaynaklı enerji ve emtia fiyatlarındaki artışla %138,31'den %144,61'e yükselmiştir. Böylece ÜFE-TÜFE makası 65,01 puana ulaşmıştır. Türkiye Cumhuriyet

Merkez Bankası (TCMB), yılın üçüncü Enflasyon Raporu'nda 2022 ve 2023 yılları için yıl sonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %60,4 ve %19,2 düzeylerine yükseltmiş; buna karşın politika faiz oranını %14 seviyesinde tutmayı sürdürmüştür. 2021'e 7,40 seviyesinde başlayan dolar kuru yılı 13,25 TL ile kapatmış, rapor tarihi itibarıyla 17,9 TL civarında seyretmektedir.

Rusya-Ukrayna savaşıyla birlikte büyüyen emtia krizi, dünya genelinde beklenenden yüksek enflasyon ile beraberinde tetiklediği sıkı para politikaları, Çin'in sıfır vaka stratejisinden kaynaklanan üretim ve tedarik zinciri sorunlarıyla kırılğan bir görünüm sergileyen dünya ekonomisinde, pandemi sonrası yeni bir yavaşlamanın sinyalleri alınmaktadır.

Emtia fiyatlarındaki küresel tırmanış ile döviz kuru üzerindeki baskılar, enerjide önemli ölçüde dışa bağımlı olan ülkemizde inşaat maliyetlerinin daha da artmasına neden olmaktadır. TCMB tarafından açıklanan Haziran ayına ilişkin Konut Fiyat Endeksi'nin aylık artış hızı %9'a, yıllık nominal artış hızı ise %160,6'ya yükselerek yeni bir rekor seviyesine ulaşılmıştır. Yılın ikinci yarısında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun konut kredilerinde sıkılaştırma politikası kapsamında getirdiği sınırlamaların da etkisiyle, söz konusu fiyat artış hızında yavaşlama beklenmektedir. Buna karşın konut kredilerine gelen sınırlamayla birlikte alıcı kitlesinde bir daralma görülse de, konutun enflasyonist ortamda öne çıkan bir yatırım aracı haline gelmesi, ötelenmesi mümkün olmayan konut ihtiyaçlarının oluşturduğu talepler, yabancı alımlarının artması ve az da olsa nüfus artışı konuta olan talebi sürekli kılmaktadır. Bu ihtiyaçtan hareketle, Şirketimiz de başta İzmir Bayraklı Projesi olmak üzere, Altunizade, Erenköy ve diğer yeni konut projelerini hayata geçirmek üzere çalışmalarını hızlandırmıştır.

Tüm bu koşullar çerçevesinde; geçtiğimiz yılı 721 puanla kapatan GYO endeksi %50 artışla 2. çeyrek sonunu 1081 puanla kapatmış, 12.08.2022 tarihi itibarıyla artış oranı %66'ya ulaşmış ve endeks 1195 puan seviyesine gelmiştir. Aynı dönemlerde BİST 100 endeksi, sırasıyla %29 ve %54 seviyelerinde yükselmiştir.

Bu bilgiler çerçevesinde; Şirketimizin halka arz sürecinde oluşturulmuş olan projeksiyonlar büyük oranda gerçekleşmiş olup, önümüzdeki dönemde de Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan öngörülerde kayda değer sapmalar görülmeyeceği tahmin edilmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,