

ŞEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ő.

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN
DENETİM KOMİTESİ TARAFINDAN HAZIRLANAN
GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU**

**Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi Uyarınca
Hazırlanmıştır.**

07/03/2023

1.Raporun Konusu ve Gerekçesi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

2. 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.

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Global Menkul Değerler A.Ş. (Global Menkul) ve Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Tera Yatırım) tarafından sırasıyla 17.03.2022 ve 09.05.2022 tarihlerinde hazırlanan Fiyat Tespit Raporları, 28.05.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanmıştır. Şirketin halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde her iki aracı kuruluş tarafından üç temel yöntem kullanılmıştır.

- Net Aktif Değer (NAD)
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
- Benzer Şirket Çarpanları

Global Menkul, Net Aktif Değer ve Benzer Şirket Çarpanları'na %35'er, İNA'ya %30 ağırlık; Tera Yatırım ise her bir yönteme eşit ağırlık (%33,33) vermiştir.

a) Net Aktif Değer (NAD)

Net Aktif Değer, Şirket'in aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir.

Net Aktif Değer (NAD) = Firmanın Aktiflerinin Piyasa Değeri - Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri - Diğer Yükümlülükler şeklinde hesaplanmaktadır.

Net Aktif Değer hesaplanmasında Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021 tarihli bilanço ve gelir tabloları dikkate alınmıştır. Değerlemede; Şile Konut Projesi'nin avan proje olması ve henüz yasal onayının alınmamış olması nedeniyle hesaplama dışı bırakılmıştır.

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilir.

Bu yönteme göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek şirket değeri tespit edilir.

Global Menkul'un İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde, risksiz faiz oranı ve TÜFE hesaplamalarında sabit bir oran kullanılmamış olup, projeksiyon dönemi için Bloomberg veri terminalinden alınan tahminler ve Global Menkul Kurumsal Finansman ekibinin tahminleri kullanılmıştır. Bu nedenle projeksiyon döneminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) her yıl için ayrı hesaplanmıştır.

Global Menkul'un "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır.

- 2022 yılı risksiz faiz oranı 10 yıllık gösterge devlet tahvilinin son 3 aylık ortalaması baz alınarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyon döneminde piyasa risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.
- Beta katsayısı hesaplamasında 14.03.2022 tarihli Bloomberg veri terminalinden elde edilen BIST XGMYO - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi'nde yer alan benzer şirketlerin 1 yıllık betalarının ortalaması alınmıştır.
- Benzer şirketlerin borçlanma araçları incelenerek, Şirket' in borçlanma oranının risksiz faiz oranı üzerinden 1 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.
- Şirket, GYO olmasından kaynaklı kurumlar vergisinden muaftır. Değerlemede dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansallarına göre borç/öz kaynak oranı %50 olup, bu oranın projeksiyon dönemi boyunca devam edeceği varsayılmaktadır.
- Şirket' in projeksiyon döneminde kesinleşmiş yatırım planı bulunmamaktadır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıda yer alan varsayımlar dahilinde AOSM hesaplamalarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır:

AOSM	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Faiz Oranı%	24,00	20,00	16,00	12,00	12,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Ülke Risk Primi %	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Özsermaye Maliyeti%	28,40	24,40	20,40	16,40	16,40	14,40	14,40	14,40	14,40	14,40
Borçlanma Maliyeti %	25,00	21,00	17,00	13,00	13,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Özsermaye Oranı %	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Borç Oranı%	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
AOSM%	26,70	22,70	18,70	14,70	14,70	12,70	12,70	12,70	12,70	12,70

Tera Yatırım'ın, Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz getirisi olarak projeksiyon dönemleri boyunca maruz kalacağı oynaklık dikkate alınarak 2022 yılı için %25 olarak kullanılmıştır. Takip eden projeksiyon yılları için ise yıl sonu TÜFE oranının üzerine 200 baz puan ilave edilerek projekte edilmiştir.
- Hisse risk primi ise %5 ve ilave risk primi %1 olarak alınmıştır.
- Beta değeri sektörde faaliyet gösteren şirketlerin medyan değeri olan 0,78 olarak kullanılmıştır.

$AOSM = \text{Sermaye Maliyeti} \times (1 - \text{Borçluluk Oranı}) + \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} \times (\text{Borçluluk Oranı})$

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı hesabında kullanılacak AOSM oranı 2022 yılı için %30 olarak hesaplanmıştır.

c) Benzer Şirket Çarpanları

Global Menkul ve Tera Yatırım tarafından Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa çarpanları analizinde Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı kullanılmıştır. Global Menkul ve Tera Yatırım tarafından, BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGMYO) endeksinde faaliyet gösteren seçilmiş şirket çarpanları dikkate alınmıştır.

Global Menkul'un piyasa çarpan analizinde kullanmış olduğu ve Rasyonet veri tabanından elde edilen 14.03.2022 tarihli benzer şirketlerin PD/DD değerlerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır:

Borsa Kodu	Şirket Ünvanı	PD/DD
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	1,12
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	0,76
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	0,34
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	0,70
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	1,83
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	1,22
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	0,80
ISGYO	İş G.M.Y.O.	1,37
KGYO	Koray G.M.Y.O.	2,13
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	0,67
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	0,40
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	3,73
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O.	1,31
Ortalama		1,26
Medyan		1,12

Tera Yatırım'ın ise, Rasyonet Veri Terminalinden elde ederek kullanmış olduğu 19.04.2022 tarihli kapanış verilerine göre benzer şirket çarpanları aşağıda yer almaktadır:

Şirket Ünvanı	PD/DD
Atakule G.M.Y.O.	1,26
Akfen G.M.Y.O.	0,92
Akiş G.M.Y.O.	0,47
Alarko G.M.Y.O.	0,85
Ata G.M.Y.O.	1,78
Avrasya G.M.Y.O.	1,45
Deniz G.M.Y.O.	1,30
Halk G.M.Y.O.	0,98
İş G.M.Y.O.	1,94
Koray G.M.Y.O.	2,16
Mistral G.M.Y.O.	1,18
Panora G.M.Y.O.	0,96
Servet G.M.Y.O.	1,49
Torunlar G.M.Y.O.	0,49
Vakıf G.M.Y.O.	0,91
Yeni Gimat G.M.Y.O.	1,30
MEDYAN	1,22

4. Halka Arz Değeri

Şirket'in Global Menkul tarafından yapılan değerlemesinde "Net Aktif Değer" (%35), "İndirgenmiş Nakit Akımları" (%30) ve "Benzer Şirket Çarpanları" (%35) yöntemleri kullanılmış ve 787.102.633 TL şirket değerine ulaşmıştır. Halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 1,29 TL, %15 halka arz iskontosundan sonra halka arz pay başına değer 1,10 TL olarak hesaplanmıştır.

Tera Yatırım tarafından yapılan değerlemede ise "Net Aktif Değer", "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Benzer Şirket Çarpanları" yöntemleri kullanılmıştır. Her üç yöntem eşit ağırlıklandırılmıştır. Böylelikle 786.070.692 TL şirket değerine ulaşmış olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 1,29 TL'ye karşılık gelmektedir. Buna göre, Şirket'in %15 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 668.160.088 TL ve halka arz pay başına değer 1,10 TL olarak hesaplanmıştır.

Global Menkul

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Değer (TL)	Pay Sayısı (adet)	Pay Başı Fiyat (TL)
NAD	%35	807.444.242	610.166.462	1,32
İNA	%30	628.887.059	610.166.462	1,03
Benzer Şirket Çarpanları	%35	902.374.373	610.166.462	1,48
Halka Arz Pay Başına Değer (Ortalama)		787.102.633	610.166.462	1,29
Halka Arz Pay Başına Değer (%15 iskontolu)				1,10

Tera Yatırım

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)	Pay Sayısı (adet)	Pay Başı Fiyat (TL)
NAD	%33,33	807.165.744	610.166.462	1,32
İNA	%33,33	568.791.415	610.166.462	0,93
Benzer Şirket Çarpanları	%33,33	982.320.106	610.166.462	1,61
Halka Arz Pay Başına Değer (Ortalama)		786.070.692	610.166.462	1,29
Halka Arz Pay Başına Değer (%15 iskontolu)				1,10

5. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Şirket'in 03.02.2022 tarihinde imzalanan 31.12.2021 tarihli finansal tabloları ile Global Menkul'un 17.03.2022 ve Tera Yatırım'ın 09.05.2022 tarihlerinde hazırlanan ve 28.05.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan fiyat tespit raporları arasındaki varsayımlar ile yılsonu gerçekleştirmelerin özet gösterimi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Açıklama	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Öncesi	2022	Gerçekleşme Oranı	Gerçekleşme Oranı
	Global Menkul	Tera Yatırım	Yılsonu	Global Menkul	Tera Yatırım
	2022 Tahmini	2022 Tahmini	Gerçekleşme		
Gayrimenkul Kira Geliri	61.500.000	61.497.759	64.873.233	%105	%105
Faaliyet Gelirleri/ Giderleri (net)	(30.780.000)	(27.243.662)	(36.334.724)	%118	%133
Faaliyet Karı	30.720.000	34.254.097	50.602.509	%165	%148

Şirket'in Global Menkul ve Tera Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporlarında yer alan gelir tablosu projeksiyonlarında 2022 yılsonu gayrimenkul kira gelirlerinin 61.500.000 TL ve 61.497.759 TL olarak tahmin edildiği görülmektedir. Şirket'in 31.12.2022 tarihi itibarıyla hazırlanan Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Tablolarındaki gayrimenkul kira gelirleri ise 64.873.233 TL'dir. Gerçekleşme oranı her iki Şirket'in tahminlerinin üzerinde olmakla beraber tutarlıdır.

2022 yılsonu faaliyet gelir/giderleri incelendiğinde ise Global Menkul ve Tera Yatırım'ın tahminlerinin (30.780.000) TL ve (27.243.662) TL olduğu görülmektedir. 2022 yılsonu ise (36.334.724) TL ile beklentilerin bir miktar üstündendir. 2022 yılsonu beklentisinin aşılmasında, döviz kurundaki dalgalanmalar ve enflasyon oranlarındaki artış etkili olmuştur.

Şirket'imiz tarafından 2022 yıl sonuna ilişkin açıklanan finansal tablolar baz alınarak hesaplanan 2022 yıl sonu faaliyet karının, Global Menkul tahminlerinin %65 üzerinde, Tera Yatırım'ın tahminlerinin ise %48 üzerinde bir oranla gerçekleştiği görülmektedir.

6.Sonuç ve Değerlendirme

Rapor’umuzun 5.maddesinde yer alan tablodan da görüleceği üzere, Şirket’in yılsonu faaliyet karı ile kira gelirlerinin, Tera Yatırım ve Global Menkul tarafından hazırlanan raporlardaki tahmini rakamların üzerinde gerçekleştiği, faaliyet gelir/giderlerinin (net) ise yıl içindeki olumsuz ekonomik gelişmelerin etkileri ile tahmini tutarlara göre yüksek olduğu anlaşılmış olup; Şirket’in 2022 yılı içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde, fiyat tespit raporlarında kullanılan varsayımların, 2022 yıl sonu gerçekleştirmeleri ile tutarlılık gösterdiği düşünülmektedir.

Saygılarımızla,

Tevfik Türel
Denetim Komitesi Başkanı

Ali Rıza Akbaş
Denetim Komitesi Üyesi