



AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin
Değerlendirme Raporu

12 MART 2026

AHES GYO
İSTANBUL

I. Raporun Konusu ve Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri:VII, No:128.1 ("Tebliğ") 29. Maddesinin 5. Fıkrası uyarınca;

"(5) 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."

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ("Şirket") paylarının halka arzında, Tebliğ'in 29. maddesinin1. fıkrasında belirtildiği gibi konsorsiyum lideri olarak Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından düzenlenen 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu ("FTR") SPK'nın 15.08.2024 tarih ve 2024/39 sayılı Bülteninde yayımlandığı üzere Şirketin halka arz edilmesine onay vermesine takiben 16.08.2024 tarihinde KAP üzerinden gerekli duyurular yapılmıştır.

İşbu değerlendirme raporu ("Rapor") yukarıda belirtildiği üzere Tebliğ'in 29. maddesinin5. fıkrası gereği hazırlanarak, Şirket'in kesinleşmiş halka arz fiyatı ile işbu rapor tarihine kadar oluşan fiyat arasında ortaya çıkan farklılıkların halka arz fiyat tespit raporunda kullanılan varsayımlarla ilişkilendirilebilecek nedenlerine dair yapılan incelemenin sonuçlarını ortaya koymaktadır.

Her durumda Rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte ve Rapor'da yer alan bilgi ve ibareler, değerlendirme, analiz ve tavsiye niteliği taşımamaktadır.

II. Genel Bilgiler

Unvanı	AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Vergi Dairesi	Ümraniye V.D.
Vergi Numarası	7850291779
Ticaret Sicil Numarası	802399
Merkez Adresi	Kısıklı Mah. Alemdağ Cad. No: 53/3
Telefon Numarası	90 216 327 88 22
Faks Numarası	90 216 327 88 25
E-Mail	yatirimciiliskileri@ahesgyo.com info@ahesgyo.com
Web	https://ahesgyo.com/

Şirket, SPK'ya 05.12.2023 tarihli ve E – 12233903 – 340.02 – 46161 sayılı izni ardından, 22.12.2023 tarihinde yapılan 29.12.2023 tarihinde tescili gerçekleştirilen Genel Kurul Kararı ile

Esas Sözleşmesi'ni değiştirerek "AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünü almıştır. Dönüşüm sonrasında şirketin fiili faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar ve haklardan oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır.

III. Halka Arza İlişkin Bilgiler ve Halka Arz Sonuçları

Şirket paylarının ilk halka arzına ilişkin SPK'nın 15.08.2024 tarih ve 2024/39 sayılı bülteninde onaylanan halka arz izahnamesi ve fiyat tespit raporunda yer alan bilgiler aşağıdaki gibidir;

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı Şirket Bilgileri	AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Konsorsiyum Bilgileri (Konsorsiyum Lideri)	Halk Yatırım
Çıkarılmış Sermaye	145.000.000 TL
Halka Arz Şekli (Pay Yapısı)	Sermaye Arttırımı: 50.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Arz Sonrası Sermaye	195.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,64%
Talep Toplama Tarihleri	21 - 22 - 23 Ağustos 2024
Halka Arz Şekli (Talep Toplama)	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	25,20 TL
Fiyat İstikrarı (Süre)	21 Gün

Gerçekleştirilen halka arzla ilgili katılım ve pay dağıtım sonuçları ile ilgili KAP duyurusu 26.08.2024 tarihinde KAP İnternet Sitesinde Özel Durum Açıklaması yayımlanmıştır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Nominal Değer (TL)	Oran	Sayı	Nominal Değer (TL)	Oran	Sayı	Nominal Değer (TL)	Oran
Yurt İçi Bireysel	37.500.000	%75	395.407	46.113.490	%50	389.798	37.500.000	%75
Yurt İçi Kurumsal	12.500.000	%25	48	46.298.729	%50	48	12.500.000	%25
Toplam	50.000.000	%100	395.455	92.412.219	%100	389.846	50.000.000	%100

IV. Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum lideri Halk Yatırım tarafından hazırlanan 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu, 16.08.2024 tarihinde KAP'ta ve Şirket internet sayfasında yayımlanmıştır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatının belirlenmesinde aşağıdaki değerlendirme yöntemlerinden faydalanılmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda halka arza konu olan payın "Pay Başına Değeri"nin tespitinde aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yönteminden istifade edilmiştir

- Net Aktif Değer Analizi (%50)
- Piyasa Çarpanları Analizi (%50)

Fiyat Tespit Raporu'nda, Net Aktif Değer Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerinin eşit ağırlıkta olması uygun görülmüştür.

Net Aktif Değer Analizi (NAD)

GYO değerlemesinde kullanılan NAD, firmaların portföylerinde bulundukları gayrimenkullerin değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Halka arz öncesinde gerçekleştirilen çalışmada, Net Aktif Değer (NAD) hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Alesta") tarafından hazırlanan 31.03.2024 tarihli 9 adet değerlendirme raporu ile 31.03.2024 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Bu çerçevede, halka arzı takip eden dönem itibarıyla, işbu rapor tarihi itibarıyla en güncel gayrimenkul değerlendirme çalışması olan ve yine Alesta tarafından hazırlanan 31.12.2025 tarihli 9 adet değerlendirme raporu ile Şirket'in KAP ve internet sitesi üzerinden duyurmuş olduğu 31.12.2025 tarihli Konsolide Olmayan Finansal Tabloları dikkate alınarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır:

Şirket NAD Analizi bilgileri aşağıdaki gibidir;

Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri (31.03.2024)	Portföy Oranı (31.03.2024)	Ekspertiz Değeri (31.12.2025)	Portföy Oranı (31.12.2025)
Pendik Arsa (Ticari ve Konut Nitelikli)	805.000.000	15,65%	1.399.700.000	14,74%
Gebze Arsa (Ticari Nitelikli)	250.000.000	4,86%	410.600.000	4,32%
Gaziosmanpaşa Arsa	285.000.000	5,54%	580.900.000	6,12%
Gazipaşa Arsa (Villa)	65.000.000	1,26%	97.800.000	1,03%
A. Arsalar	1.405.000.000	27,32%	2.489.000.000	26,21%
Çamlıca Okul Binası	1.343.600.000	26,12%	2.170.560.000	22,86%
Gaziosmanpaşa Vadi Evleri	1.206.255.000	23,45%	1.769.260.000	18,63%
Gaziosman Paşa				
Dükkan/Ticari	400.550.000	7,79%	852.310.000	8,98%
B. BİNALAR	2.950.405.000	57,36%	4.792.130.000	50,47%
Gazipaşa Arsa (Otel & DHTA)	788.000.000	15,32%	2.214.000.000	23,32%
C. ÖN İZİN SÜRECİ	788.000.000	15,32%	2.214.000.000	23,32%
I. TOPLAM GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ (A+B+C)	5.143.405.000	100,00%	9.495.130.000	100,00%

Finansal Tablo Kalemleri	Değerler (31.03.2024)	Değerler (31.12.2025)
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	1.607.192	1.227.494.184
Ticari Alacaklar (+)	4.484.515	20.035.344
Diğer Dönen Varlıklar (+)	10.035.813	2.279.149
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Çağrankaya) (**)	233.926.729	1.185.800.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Sour) (***)	237.215.706	1.209.320.000
Diğer Duran Varlıklar	1.224.344	1.162.277
II. AKTİF TOPLAMI	5.631.899.299	13.141.220.954

Finansal Tablo Kalemleri	Değerler (31.03.2024)	Değerler (31.12.2025)
Finansal Borçlar (-)	165.898.395	95.987
Ticari Borçlar (-)	1.278.830	4.764.433
Diğer Borçlar (-)	45.385.899	25.187.239
Diğer KV + UV Yükümlülükler (-)	1.449.337	2.789.048
III. PASİF TOPLAMI	214.012.461	32.836.707

Net Aktif Değer Değişimi	31.03.2024	31.12.2025
NAD (II-III)	5.417.886.838	13.108.384.247

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık ortaklıklarla karşılaştırılma yapılması yoluyla piyasa değerinin tespit edilmesi için piyasa çarpanları analizinden faydalanılmıştır. Değerleme çarpanlarının seçiminde Şirket'in faaliyetlerinin yürüttüğü iş kolu önem kazanmaktadır. Ürün ve hizmet üretim faaliyetlerinde bulunan şirketlerin esas faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önemli nitelikte iken, ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değeri ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede Şirket açısından en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değeri, Borsa İstanbul ("BIST")'da işlem gören GYO'ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri) çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

- **Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler**

PD/NAD çarpan analizinde kullanılan net aktif değer aşağıda yer almaktadır;

Net Aktif Değer Değişimi	31.03.2024	31.12.2025
NAD (II-III)	5.417.886.838	13.108.384.247

- **PD/NAD Çarpan Analizi**

PD/NAD çarpanı duran varlık ağırlıklı portföyü bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için pazar katılımcıları (halka açık ortaklıkların yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından bir tanesi olması sebebiyle seçilmiştir. Bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde 30.09.2025 bağımsız denetim raporunu kamuya açıklayan BIST’de işlem gören 22 GYO analize dahil edilmiştir.

BIST Kodu	Şirket Adı	Piyasa değeri (11.03.2026)	NAD (30.09.2025)	(PD/NAD)
ADGYO	Adra GYO	28.302.552.454	6.844.154.006	4,14
ALGYO	Alarko GYO	10.305.288.000	17.263.525.650	0,60
ASGYO	Asce GYO	7.413.750.000	17.164.014.479	0,43
AVPGY	Avrupakent GYO	19.800.000.000	39.452.198.675	0,50
BEGYO	Batı Ege GYO	3.463.750.000	5.038.374.319	0,69
DZGYO	Deniz GYO	3.020.000.000	5.220.889.517	0,58
FZLGY	Fuzul GYO	16.087.500.000	4.566.689.274	3,52
HLGYO	Halk GYO	21.158.400.000	43.725.505.657	0,48
ISGYO	İş GYO	20.325.500.000	48.809.511.402	0,42
MHRGY	Mhr GYO	4.230.105.000	7.426.301.705	0,57
MSGYO	Mistral GYO	3.001.818.275	4.572.108.833	0,66
NUGYO	Nurol GYO	3.068.434.200	6.438.879.369	0,48
SEGYO	Şeker GYO	4.970.822.779	7.025.706.116	0,71
OZGYO	Özderici GYO	2.090.000.000	5.730.838.466	0,36
PEKGY	Peker GYO	71.050.000.000	6.763.590.207	10,50
PSGYO	Pasifik GYO	14.767.813.171	29.336.256.462	0,50
RYGYO	Reysaş GYO	65.080.000.000	67.261.226.620	0,97
SRVGY	Servet GYO	10.400.000.000	33.347.370.198	0,31
SNGYO	Sinpaş GYO	16.680.000.000	57.095.704.083	0,29
VKGYO	Vakıf GYO	9.694.500.000	23.411.167.613	0,41
VRGYO	Vera Konsept GYO	1.845.000.000	5.107.853.569	0,36
KLGYO	Kiler GYO	8.453.700.000	22.575.938.000	0,37
			ORTALAMA	1,27

Benzer şirketlerin PD/NAD çarpanı ortalaması Fiyat Tespit Raporu’nun yazıldığı tarihte 0,72x olarak hesaplanmıştır.

AHES GYO Net Aktif Değeri	5.417.886.838
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı (ort.)	0,72
Çarpana Göre ÖK Değeri	3.891.660.510

Benzer Şirketler PD/NAD Çarpan Ortalaması olarak Fiyat Tespit Raporu'nun yazıldığı tarihte kullanılan çarpanın aradan geçen sürenin etkisini göz önünde bulundurmak amacıyla tekrar hesaplanmasına karar verilmiştir. Halka Arz Tarihi ile Rapor Tarihi arasında geçen dönemde şirketin varlık yapısında görülen değişimlerin halka arz tarihindeki verilerle karşılaştırılması olanağı sağlanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki gibidir;

AHES GYO Net Aktif Değeri	13.108.384.247
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı (ort.)	1,27
Çarpana Göre ÖK Değeri	16.599.685.873

DEĞERLEME ve SONUÇ

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum lideri Halk Yatırım tarafından hazırlanan 02.08.20214 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme sonuçlarıyla iş bu Rapor'un yazıldığı tarih arasında NAD Değeri ve PD/NAD çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri ve değişimleri aşağıdaki gibidir;

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (31.03.2024)	Ağırlık Oranı (%)	Ağırlıklı Değer (31.03.2024)
Net Aktif Değeri (NAD)	5.417.886.838	%50	2.708.943.419
Piyasa Yaklaşımı	3.891.660.510	%50	1.945.830.255
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (*)			4.654.773.674

(*) 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (31.12.2025)	Ağırlık Oranı (%)	Ağırlıklı Değer (31.12.2025)
Net Aktif Değeri (NAD)	13.108.384.247	%50	6.554.192.124
Piyasa Yaklaşımı	16.599.685.873	%50	8.299.842.937
Özsermaye Değeri			14.854.035.060

Pay Başına Piyasa Değeri	Baz Değer (31.03.2024) *	Baz Değer (31.12.2025)
AHSGY Piyasa Değeri	4.654.773.674	14.854.035.060
AHSGY Çıkarılmış Sermaye	145.000.000	721.500.000
Pay Başına AHSGY Değeri (İskonto Uygulanmadan)	32.10	20,59

Şirket, 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan varlıklarının değerlemesinden %1,94 Vergi Etkisinden Kaynaklanan Tahmini İskonto ve %19,94 Halka Arz İskontosu ile 25,20 TL Halka Arz Pay Fiyatı ile halka arz olmuştur. Arada geçen dönemde gerçekleştirilen sermaye artırımlarının etkisi ile pay fiyatı buna bağlı olarak değişmiştir. Rapor'un yazıldığı tarih olan 11.03.2025 tarihinde BIST Kapanış Fiyatı 19,69 olarak gerçekleşmiş ve yukarıdaki şekilde yer alan rakamın altında kalmıştır.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) gibi gelir bazlı değerleme yöntemlerinin kullanılmamasından kaynaklı olarak satış, satışların maliyeti, brüt kar, FAVÖK gibi gelir bazlı kriterlerle varsayılan ve gerçekleşen karşılaştırması imkânı bulunamamıştır.

Kamuoyuna Saygıyla Sunulur.

AHES GYO Denetim Komitesi