

ZİRAAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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



Ziraat GYO

Ortaklıktan daha fazlası

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 değerlendirmeler içermekte olup, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi 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 raporunda 'Net Aktif Değer Analizi', 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Benzer Şirket Çarpanı Analizi' yöntemleri kullanılarak belirlenmiştir.

Değerleme -TL	Hedef Şirket Değeri	Ağırlık	Sonuç
Net Aktif Değer Yöntemi	7.133.109.911	40%	2.853.243.964
İndirgenmiş Nakit Akımları 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

Tahmin ve Gerçekleşmeler

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. Ziraat GYO'nun değerlemesinde çeyreksel bazda bir tahmin yapılmayıp, 2021 yılsonu tahmini NAD hesaplaması kullanılmıştır. 2021 yılı tahmini Net Aktif Değeri 7.133.109.911 TL olarak tahmin edilmiş olup, pay başına net aktif değer 2,03 olarak hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer tablosu, TL	2020 Yıl Sonu	2021 1. Çeyrek Gerçekleşme	Hedef (2021 Yılsonu Tahmin)
Arsalar	867,0	867,1	966,7
Bayraklı Arsaları	565,4	565,4	630,4
Levent Arsası	287,6	287,6	320,7
Altunizade Arsası	14,1	14,1	15,7
Kira Getirili Varlıklar	1.917,4	1.932,3	2.270,9
Ankara Next Level AVM	433,7	433,7	509,9
Palladium AVM	239,5	239,5	373,9
Sarajevo Ofis Binası	161,7	176,6	180,3
İstanbul Maslak Binası	152,2	152,2	169,7
Frankfurt Ofis Binası	131,5	131,5	146,6
İstanbul Beyoğlu Binası	116,7	116,7	130,1
Diğer kira getirili varlıklar	682,1	682,1	760,4
Projeler	2.136,8	2.222,8	4.963,3
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	1.752,6	1.829,5	4.535,0
Karaköy/İstanbul Projesi	78,1	78,5	87,0
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54,5	54,5	60,7
Diğer Projeler	251,6	260,3	280,5
Toplam Gayrimenkuller	4.921,2	5.022,2	8.200,9
Nakit	30,5	11,0	0,5
Diğer Varlıklar	484,2	500,7	244,6
Borç	263,0	359,9	1.206,6
Diğer Yükümlülükler	82,3	62,9	106,3
Net Aktif Değer	5.090,52	5.111,06	7.133,11

2.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in sahip olduğu yatırım amaçlı gayrimenkullerin ve devam eden projelerin, proje geliştirilmesi planlanan arsaların ve binaların değeri, oluşturacakları potansiyel nakit akımları projeksiyonu; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi ile hesaplanmıştır. 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.

(mn TL)	2020 Yılsonu	2021 1. Çeyrek Gerçekleşme	Hedef (2021 Tahmin)
Kira Gelirleri	63,4	22,0	79,0
Satış Gelirleri	74,2	12,0	206,0
Satışların Maliyeti	-80,4	-14,5	-170,0
Brüt Kar	57,2	19,5	116,0
Faaliyet Giderleri	-30,9	-10,0	-24,0
FVAÖK	26,3	9,5	92,0
Yatırım Harcamaları	-668,8	-130,0	-1.347,0
SERBEST NAKİT AKIMLARI	-642,5	-120,5	-1.255,0

3.Benzer Şirket Çarpanı Analizi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönemsellik etkisi rakamlarda oynaklığa yol açtığından Ziraat GYO için benzer şirket çarpanı değerlemesinde sadece PD/DD çarpanı baz alınmıştır. Benzer şirketler için ise Şirket'in en değerli taşınmazı olan Ziraat Kuleleri'nin yer aldığı IUFM Projesi'nde yüksek paya sahip olan Vakıf GYO ve Halk GYO'yla birlikte, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkulleri Gerçeğe Uygun Değerle muhasebeleştiren GYO'lardan Vakıf ve Halk GYO'nun çıkarılmasıyla ulaşılan ortalama sektör çarpanı baz alınmıştır.

Vakıf GYO ve Halk GYO'nun verileriyle ulaşılan sektör çarpanı ortalaması sonucu Ziraat GYO için PD/DD çarpanı 1,08, PD/DD çarpanından hesaplanan Ziraat GYO değeri 5.477.390.256 TL ve pay başına değer 1,56 TL olarak hesaplanmıştır.

TL		Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
HLGYO	Halk GMYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	Vakıf GMYO	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

Değerlendirme ve Sonuç

Yatırım portföyünde bulunan tüm gayrimenkuller için ekspertiz raporları 2020 yılsonu itibarıyla yapılmıştır. Toplam portföy değerine bakıldığında ilk çeyrekte yılsonuna göre 101 milyon TL artış olduğu görülmektedir. Söz konusu artış önemli ölçüde devam eden projelere yapılan hak ediş ödemelerinden kaynaklanmıştır.

Kira getirili gayrimenkullerimizden elde edilen kira gelirleri 2020 yılsonunda 63,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılı ilk çeyrekte ise 22 milyon TL kira geliri sağlanmış olup, geçen yılın aynı dönemine göre %86 oranında bir artış gerçekleşmiştir.

2020 yılında ortaya çıkan küresel Covid-19 pandemisi etkisinde Türkiye ekonomisi beklenen aksine 2020 yılını kısmi de olsa %1,8 oranında büyüme ile kapatmıştır. Ancak Döviz kurlarında yaşanan yükselme gayrimenkul piyasasını da etkilemektedir. TCMB politika faiz oranını 875 baz puan artırarak %19'a yükseltmiştir. Gelişmiş ülkeler başta olmak üzere dünya genelinde aşılamanın hızlanması küresel ekonomide toparlanma sürecini desteklemektedir. Bu toparlanma sürecinde küresel ticarete ivmelenme gözlenmektedir; devam eden aşılama çalışmaları küresel ekonominin performansına ilişkin salgın kaynaklı aşağı yönlü riskleri azaltmaktadır. Merkez Bankası'nın uyguladığı parasal sıkılaştırmanın etkisiyle krediler ılımlı bir seyir izlemektedir. Bununla birlikte, kısa vadeli eğilimlere bakıldığında bireysel kredi kullanımında salgın kısıtlamaları nedeniyle ertelenmiş talebin de etkisiyle belirgin artış gözlenmektedir.

Önümüzdeki dönemde aşılamanın toplumun geneline yayılarak hızlanması salgından olumsuz etkilenen hizmetler ve turizm sektörlerinin canlanmasına ve iktisadi faaliyetin daha dengeli bir bileşimle sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Uygulanan dezenflasyonist para politikasının beklenen sonuçları vermesi halinde, ekonomik canlanmanın gayrimenkul sektörüne de yansması ve fiyat tespit raporunda belirtilen 2021 hedeflerine ulaşılması öngörülmektedir.