

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

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

EYLÜL 2021

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 raporunda ‘Net Aktif Değer Analizi’, ‘İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi’ ve ‘Benzer Şirket Çarpanı Analizi’ yöntemleri kullanılarak belirlenmiştir.

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

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, YF Araştırma

Şirketin 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	2020 Yılı Sonu (Gerçekleşme)	2021 III.Çeyrek (Gerçekleşme)	2021 Yılı Sonu Hedef (Tahmin)
Arsalar	867,1	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	1677,9	1702,9	2270,9
Ankara Next Level AVM	433,7	434,5	509,9
İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi			373,9
Sarajevo Ofis Binası	161,7	187,8	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	680,2	760,4
Projeler	2136,8	2819,3	4963,3
İstanbul Finans Merkezi	1752,6	2431,1	4535,0
Karaköy/İstanbul Projesi	78,1	84,5	87,0
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54,5	54,5	60,7
Diğer Projeler	251,6	249,2	280,5
Toplam Gayrimenkuller	4681,8	5389,3	8200,9
Nakit	30,5	1162,7	0,5
Diğer Varlıklar	723,7	816,8	244,6
Borç	201,5	3,7	1206,6
Diğer Yükümlülükler	143,9	258,0	106,3
Net Aktif Değer	5090,7	7107,0	7133,1

İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi'nin yılsonunda faaliyete geçirilerek kira getirili varlıklar kalemine alınması planlandığından, NAD hesaplamasında diğer varlıklar kaleminde düşüş öngörülmüştü. Ancak projenin tamamlanma tarihi Ocak 2022 olarak revize edilmiş olup, söz konusu proje 2021 yılsonu itibarıyla da diğer varlıklar kaleminde izlenmeye devam edilecektir.

Öte yandan; devam eden projelerdeki tamamlanma seviyeleri ve pandemi koşulları nedeniyle revize edilen tahmini bitiş süreleri paralelinde ödemeler zamana yayıldığından, Şirketin nakit kaleminin 2021 yılsonu öngörülerinden farklı olarak yüksek gerçekleşeceği, buna bağlı olarak finansal borçlanmanın hayli düşük olacağı öngörülmektedir.

2.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Fiyat tespit raporunda 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: YF Araştırma

Fiyat tespit raporunda varsayımlar yıl bazında yapılmış olup, ara dönemler için ayrı ayrı varsayım yapılmamıştır. 2020 yılsonu rakamları ile 2021'e ait tahmin ve gerçekleşme rakamları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

(mn TL)	2020 Yılsonu (Gerçekleşme)	2021 III.Çeyrek (Gerçekleşme)	2021 Yılsonu (Tahmin)
Kira Gelirleri	63,4	92,4	79,0
Satış Gelirleri	74,2	58,2	206,0
Satışların Maliyeti	-80,4	-84,1	-170,0
Brüt Kar	57,2	66,4	116,0
FAVÖK	26,3	33,4	92,0
Yatırım Harcamaları	-668,8	-672,3	-1347,0
Serbest Nakit Akımları	-642,5	-638,9	-1255,0

İstanbul Finans Merkezi (İFM) Ziraat Kuleleri Projesi'nin daha önce 2021 yılı Kasım ayı sonu olarak belirlenmiş olan tamamlanma süresi, pandemi koşulları nedeniyle 2022 yılı Mart ayı sonu olarak revize edildiğinden, ödemeler zamana yayılmış ve yatırım harcamaları planlanandan düşük oranda gerçekleşmiştir.

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 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 muhasebeleştiren GYO'lardan Vakıf ve Halk GYO'nun çıkarılmasıyla ulaşılan ortalama sektör çarpanı esas alınmıştır.

	Özkaynaklar (TL)	Piyasa Değeri (TL)	PD/DD
HLYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0,96
Sektör (HLYO 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 hesaplanmıştır. PD/DD çarpanından elde edilen Ziraat GYO değeri 5.477.390.256,-TL ve pay başına değer 1,56 TL hesaplanmıştır.

ZRGYO hissesi fiyatı dönem boyunca yatay seyir izleyerek, dönem sonunu 1,59 TL ile kapatmış, 30.09.2021 itibariyle Şirketin PD/DD değeri 1.05 seviyesinde oluşmuştur. Üçüncü çeyrek sonu ile 31.10.2021 tarihi arasında ZRGYO hisse senedinin fiyatındaki yükselişle birlikte, PD/DD oranı 1,32 seviyesine kadar ulaşmıştır.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
30.09.2021	7.107	7.463	1,05

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketin geçen yılın aynı döneminde 57,7 milyon TL olan konsolide net dönem karı, 2021 yılının ilk dokuz ayında 140,1 milyon TL'ye ulaşmış, ağırlıklı ortalama hisse adedine göre pay başına kazanç 0,0338 olarak hesaplanmıştır.

2021 yılsonu net aktif değeri 7.133.109.911,-TL olarak tahmin edilmiş, ilk 9 ayın sonunda net aktif değer 7.107.022.673,-TL'ye ulaşarak, yılsonu hedefi %99,6 oranında gerçekleştirilmiştir.

Geçtiğimiz yılın ilk 9 ayında kira getirili gayrimenkullerden elde edilen 44,1 milyon TL kira geliri, bu yılın aynı döneminde %109 oranında artarak 92,4 milyon TL'ye ulaşmış ve 2021 yılsonu tahmini olan 79 milyon TL aşmıştır.

2021 yılının ilk yarısında ülkelerin yavaş yavaş normalleşme sürecine geçişleri ve dünya genelinde aşılama hızının artması ile küresel ekonomide başlayan canlanma ile Ülkemizde de toparlanma eğilimi hız kazanmıştır. Yılın ikinci yarısında yurt içi talepte bir miktar yavaşlama beklenmesine rağmen, dış talebin olumlu katkısıyla Türkiye ekonomisinin 2021 yılının tamamında %9 oranında dengeli iç ve dış talep kompozisyonuyla büyümesi beklenmektedir.

Halka arz sonrası dönemde, fiyat tespit raporunda kullanılan makro varsayımlardan ciddi ölçüde sapmalar olmuştur. Eylül ayında yıllık TÜFE artışı %19,58, yıllık ÜFE artışı %43,96 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki artışı arızı sebeplere bağlayan ve ticari kredi büyümesindeki yavaşlamaya dikkat çeken Merkez Bankası (TCMB), 23 Eylül tarihli toplantısında politika faizini 100 baz puan düşürerek %18 seviyesine indirmiş, manşet enflasyon yerine çekirdek enflasyona odaklanacağını açıklayarak, faiz indirimlerine devam edeceğinin sinyallerini vermiştir. Nitekim 21 Ekim'deki Para Kurulu Toplantısı'nda alınan kararlar yapılan 200 baz puan indirimle, politika faizi %16 seviyesine çekilmiştir. TCMB'nin ardından kamu bankaları da ürün, vade ve kredi notuna bağlı olarak gerek kurumsal gerekse konut kredisi faiz oranlarında 200 baz puana kadar indirimle gitmişlerdir. 2020 sonu itibarı ile 7,5 TL civarı olan dolar kuru 2021 yılı Mart ayı ortalarından itibaren artışa geçerek Haziran ayında 8,77 TL'ye yükselmiş, yılın üçüncü çeyreğini 8,53 TL ile kapatmıştır. Güncel tarih itibarıyla da 9,5 TL olmuştur.

Son açıklanan TÜİK inşaat maliyet endeksi verisine göre, endeks Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında %42,13 oranında artmıştır. Enflasyon, maliyet rakamlarındaki artışlar ve arzdaki kısıtlılık hali konut satış değerlerinin yukarı yönlü hareket etmesine zemin oluşturmaktadır. Konut fiyatlarındaki artışa rağmen, son dönemde enflasyona karşı korunma aracı olarak konut alımı ön plana çıkmaktadır.

Ofis piyasasında; pandemi koşulları nedeniyle evden çalışma ya da hibrit model olarak tanımlanan yarı ev yarı ofis şeklinde tercihlerin ön plana çıkması ve biriken arz sebebiyle, inşaatların yavaşlaması beklenirken, TÜİK'in son yapı izin istatistiklerine göre ofis ve iş yeri inşaatı için alınan ruhsat sayısında ciddi bir artış görülmüştür. Geçtiğimiz senenin ilk 6 ayında belediyelerce 611 bin 747 metrekare ofis ve iş yeri inşaatı ruhsatı verilirken, bu yılın ilk 6 ayında ruhsat sayısı %108,4 artışla 1 milyon 274 bin 765'e ulaşmıştır.

AVM piyasasına ilişkin olarak ise, Perakende Ciro Endeksi 2021 yılı Temmuz ayında, bir önceki yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında ve enflasyondan arındırılmadan incelendiğinde %80,5 oranında artarak 547 puana yükselmiştir. Haziran ayında kısıtlamaların kaldırılmasıyla perakende sektöründe hızlı bir toparlanma görülmüş ve pandemi öncesi seviyeler yakalanmıştır.

Önümüzdeki dönemde ticari kredi ve konut kredisi faizlerindeki düşüşün gerçekleşmesi ile birlikte hedeflenen ekonomik canlanmanın, inşaat ve gayrimenkul sektörlerine yansımaları yakından izlenecektir. Buna ek olarak normalleşmeyle beraber AVM ve ofis pazarındaki yaşanan hareketlenmenin de katkısıyla fiyat tespit raporunda belirtilen hedeflere ulaşılacağı öngörülmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,