

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

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

EYLÜL 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 3.Çeyrek (Gerçekleşme)
Arsalar	966,7	1.087,0	1.137,6
Bayraklı Arsaları	630,4	679,0	679,1
Levent Arsası	320,7	408,0	408,5
Eyüpsultan Arsası	-	-	50,0
Altunizade Arsası	15,7	-	-
Kira Getirili Varlıklar	2.270,9	2.160,0	2.347,7
Ankara Next Level AVM	509,9	470,0	511,7
İstanbul Kayaşehir Alışveriş Me	373,9	-	-
Sarajevo Ofis Binası	180,3	271,0	324,1
İstanbul Maslak Binası	169,7	173,0	173,4
Frankfurt Ofis Binası	146,6	210,0	252,1
İstanbul Beyoğlu Binası	130,1	158,0	158,0
Diğer Kira Getirili Varlıklar	760,4	878,0	928,3
Projeler	4.963,3	3.897,0	5.363,1
İstanbul Finans Merkezi	4.535,0	3.450,0	5.013,5
Karaköy/İstanbul Projesi	87,0	95,0	98,1
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	60,7	62,0	-
Diğer Projeler	280,5	290,0	251,5
Toplam Gayrimenkuller	8.200,9	7.144,0	8.848,4
Nakit	0,5	607,3	38,4
Diğer Varlıklar	244,6	892,6	730,4
Borç	1.206,6	3,6	491,0
Diğer Yükümlülükler	106,3	267,7	460,3
Net Aktif Değer	7.133,1	8.372,6	8.665,9

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 ve düzenlenen fiziki ihale sonrasında AVM, ekspertiz değerinden daha yüksek bir bedel karşılığında satılarak portföyden çıkarılmıştır.
- 3.çeyrek itibarıyla İstanbul Finans Merkezi (İFM) Ziraat Kuleleri Projesi’nin değeri inşaat ilerlemesine bağlı olarak 5.013,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İnşaat ilerledikçe Projeye ilişkin hakediş tutarları yükselmekle birlikte, Şirket, 3.çeyrek itibarıyla Fiyat Tespit Raporu’nda 2021 yıl sonu için öngörülen borçlanma tutarının yaklaşık %41’i oranında borçlanmıştır.

Tüm bu gelişmeler sonucunda; 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla Şirketin Net Aktif Değeri 8.665,9 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.

	2021 Yıl Sonu (Gerçekleşme)	2022 3.Çeyrek (Gerçekleşme)	2022 Yıl Sonu (Tahmin)
Kira Gelirleri	84,5	124,1	221,0
Satış Gelirleri	102,3	487,2	993,0
Satışların Maliyeti	-95,4	-387,0	-411,0
Brüt Kar	91,4	224,2	803,0
FAVÖK	45,0	179,5	777,0
Yatırım Harcamaları	-1.237,4	-1.549,2	-298,0
Serbest Nakit Akımları	-1.192,4	-1.369,7	479,0

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

30.09.2022 itibarıyla yıl sonu hedefi olan 993 milyon TL’lik satış geliri tahmininin, yaklaşık yarısına ulaşıldığı görülmektedir. İFM Ziraat Kuleleri’nin 2022 yılının ikinci yarısı olarak planlanan faaliyete başlama tarihi İFM yerleşkesinin genelindeki ilerleme durumuna bağlı olarak 2023 yılına ötelendiğinden, taşınma sonucu boşalacak binalarımızın satışı da ertelenmiştir. Dolayısıyla satış gelirlerimizde meydana gelecek artışın, doğal olarak 2022 yıl sonu için 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 harcamaları 2022 yıl sonu tahminini aşmıştır.

3.Benzer Şirket Çarpanı Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’nda gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönemsellik 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 muhasebeleştiren 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 hesaplanmıştır. 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 hesaplanmıştır.

ZRGYO hisse senedinin fiyatı ilk işlem tarihinden itibaren %153,8 oranında artış kaydederek yılın ilk yarısını 4,06 TL seviyesinde kapatmış, 30.09.2022 itibarıyla Şirketin PD/DD değeri 2,20'ye ulaşmıştır. Yılın ilk 9 ayında en düşük kapanış değeri 2,15 olurken, en yüksek kapanış değeri ise 5,43 olarak gerçekleşmiştir.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
30.09.2022	8.666	19.056	2,20

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketimizin geçtiğimiz yılın aynı dönemi 140,2 milyon TL olan konsolide net dönem kârı, 2022 yılının 3.çeyreği sonunda %80,8 oranında artarak 253,5 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

2021 yılı sonunda 8.372,6 milyon TL seviyesinde gerçekleşen Şirket Net Aktif Değeri, üçüncü çeyrek sonunda 8.665,9 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 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 %81,2 oranında artarak 68,4 milyon TL'den, cari dönemde 124 milyon TL seviyesine; yine aynı dönem 82,1 milyon TL olan satış gelirlerimiz ise 6 kat artışla yılın ilk 9 ayında 487,2 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Halka arz sonrası dönemde, Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan makro varsayımlardan ciddi ölçüde sapmalar olmuştur. Eylül ayında %83,45 olan yıllık TÜFE, Ekim ayında %85,51'e yükselmiştir. Yıllık Yİ-ÜFE ise özellikle yurt dışı kaynaklı enerji ve emtia fiyatlarındaki artışla %151,50'den %157,69'a yükselmiştir. Böylece ÜFE-TÜFE makası 72,18 puana ulaşmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), yılın son Enflasyon Raporu'nda 2022 ve 2023 yılları için yıl sonu enflasyon tahminlerini sırasıyla %65,2 ve %22,3 düzeylerine yükseltmiş; buna karşın 3.çeyrek içinde 3 kez faiz indirimine giderek politika faiz oranını %10,5 seviyesine kadar indirmiştir. 2021'e 7,40 seviyesinde başlayan dolar kuru yılı 13,25 TL ile kapatmış, rapor tarihi itibarıyla 18,5 TL civarında seyretmektedir.

Küresel ekonomik aktivitedeki ivme kaybı yılın 3.çeyreğinde daha da belirginleşmiştir. Dünya Bankası'nın Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle bu yıl yaklaşık %60 artacağını öngördüğü enerji fiyatlarında, önümüzdeki yıl iktisadi faaliyetteki zayıf seyre bağlı olarak düşüş beklenmekle birlikte, gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarında sıkılaşıma adımlarını sürdürmesi enflasyon üzerindeki döviz kuru riskini canlı tutmaktadır. Emtia fiyatlarındaki küresel tırmanış ile döviz kuru üzerindeki baskılar, ülkemizde inşaat maliyetlerini artırmaya devam etmektedir. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan inşaat maliyet endeksindeki yıllık artış 2022 yılı Eylül ayında %119,83 seviyesine ulaşmıştır.

TCMB tarafından son açıklanan Eylül ayına ilişkin Konut Fiyat Endeksi'nin yıllık nominal artış hızı %189,2'ye yükselmekle birlikte artışta ivme kaybı başlamış; bunun yanında Türkiye genelinde konut satışları Ekim ayında yıllık bazda %25,3, bir önceki aya göre ise %9,5 azalmıştır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından konut kredilerine getirilen sınırlamaların etkisiyle ipotekli satışların toplam satışlar içindeki payı %12,9 seviyesine kadar gerilemiştir.

İnşaat maliyetlerindeki artışın yanında son dönemde konut fiyatlarının yükselmesindeki diğer önemli faktörler enflasyonist ortamda gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak görülmesi, yabancı talebi ve stok azlığı olarak sayılabilir. Eylül ayında detayları açıklanan “İlk Evim, İlk İş Yerim ve İlk Evim Arsa” sosyal konut projesi ile konuta erişimin kolaylaşması ve arz talep dengesinde iyileşme beklenmektedir. Projenin konut fiyatları üzerindeki etkileri önümüzdeki dönemlerde görülecektir.

Şirketimiz de başta İzmir Bayraklı Projesi olmak üzere, Altunizade, Erenköy ve diğer yeni konut projelerini hayata geçirmek üzere çalışmalarına devam etmektedir. Bunlara ek olarak, Bağcılar'da yapılması planlanan gayrimenkul projesi için protokol imzalanmıştır.

Tüm bu koşullar çerçevesinde; geçtiğimiz yılı 721 puanla kapatan GYO endeksi %56,7 artışla 3. çeyrek sonunda 1.129,65 puana ulaşmış, aynı dönemde BİST 100 endeksindeki artış %71,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

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,