

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

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

ARALIK 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 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, YF 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	2020 Yılı Sonu (Gerçekleşme)	2021 Yılı Sonu (Gerçekleşme)	2021 Yılı Sonu Hedef (Tahmin)
Arsalar	867,1	1087,0	966,7
Bayraklı Arsaları	565,4	679,0	630,4
Levent Arsası	287,6	408,0	320,7
Altunizade Arsası	14,1		15,7
Kira Getirili Varlıklar	1677,9	2160,0	2270,9
Ankara Next Level AVM	433,7	470,0	509,9
İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi			373,9
Sarajevo Ofis Binası	161,7	271,0	180,3
İstanbul Maslak Binası	152,2	173,0	169,7
Frankfurt Ofis Binası	131,5	210,0	146,6
İstanbul Beyoğlu Binası	116,7	158,0	130,1
Diğer Kira Getirili Varlıklar	682,1	878,0	760,4
Projeler	2136,8	3897,0	4963,3
İstanbul Finans Merkezi	1752,6	3450,0	4535,0
Karaköy/İstanbul Projesi	78,1	95,0	87,0
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54,5	62,0	60,7
Diğer Projeler	251,6	290,0	280,5
Toplam Gayrimenkuller	4681,8	7144,0	8200,9
Nakit	30,5	607,3	0,5
Diğer Varlıklar	723,7	892,6	244,6
Borç	201,5	3,6	1206,6
Diğer Yükümlülükler	143,9	267,7	106,3
Net Aktif Değer	5090,7	8372,6	7133,1

Şirketimiz portföyünde yer alan Altunizade arsası üzerinde konut projesi geliştirilmesine yönelik olarak yılın son çeyreğinde çalışmalara başlanmış olup, söz konusu arsa 2021 yılı sonu gerçekleşme sütununda “Diğer Projeler” başlığı altına dâhil edilmiştir.

İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi'nin yılsonunda faaliyete geçirilerek kira getirili varlıklar kalemine alınması planlandığından, NAD hesaplamasında diğer varlıklar kaleminde düşüş öngörülmüştü. Ancak Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. koordinasyonundaki karma proje içerisinde yer alan AVM'nin tamamlanma tarihi, yaşanan Covid-19 salgını koşulları dikkate alınarak Emlak Konut tarafından revize edilmiştir.

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, inşaat ilerleme seviyesine bağlı olarak 2021 yılsonu değeri tahmin edilenden düşük oranda gerçekleşmiştir.

Devam eden projelerimizdeki tamamlanma seviyeleri ile pandemi koşulları nedeniyle revize edilen tahmini bitiş sürelerine bağlı olarak hakediş ödemeleri zamana yayılmıştır. Bu çerçevede, Şirketimizin nakit kalemi 2021 yılsonu öngörülerinden yüksek, finansal borçlanma tahmini ise oldukça düşük gerçekleşmiştir.

Bu kapsamda; 7.133,1 milyon TL olarak tahmin edilen net aktif değer, %17,4 fazlasıyla 8.372,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

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 gerçekleşme rakamları ile 2021 yılına ilişkin tahmin ve gerçekleşme rakamları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

(mn TL)	2020 Yılı Sonu (Gerçekleşme)	2021 Yılı Sonu (Gerçekleşme)	2021 Yılı Sonu (Tahmin)
Kira Gelirleri	63,4	84,5	79,0
Satış Gelirleri	74,2	102,3	206,0
Satışların Maliyeti	-80,4	-95,4	-170,0
Brüt Kar	57,2	91,4	116,0
FAVÖK	26,3	45,0	92,0
Yatırım Harcamaları	-668,8	-1237,4	-1347,0
Serbest Nakit Akımları	-642,5	-1192,4	-1255,0

Şirketimiz tarafından henüz yapım aşamasında satış vaadi sözleşmesi ile edinilmiş olan ve inşaatı devam eden Herdem Yaşam Köyü Projesi'nin 2021 yılı içinde satışı planlanmıştır. Bununla birlikte, mevcut piyasa koşulları dâhilinde satışın ötelenmesinin Şirketimiz açısından daha avantajlı olacağına karar verilmiş olup, 2022 yılı içerisinde projeden satış / kiralama geliri elde edilmesi beklenmektedir.

2021 yılı sonu tahmini satış gelirleri hesaplanırken Kocaeli Kartepe Natamam Otel ile Bayrampaşa projelerinin ve Pırlanta Sitesinde yer alan bağımsız bölümlerin tümünün 2021 yılı içerisinde satılacağı öngörülmüştür. Ancak, Otelin satışı henüz gerçekleşmemiş, Pırlanta Sitesindeki ticari ünitelerden birinin satışı yapılabilmiş, Bayrampaşa'da ise mevcut binanın yıkılarak yerine konut projesi geliştirilmesi planlanmıştır.

2021 yılında satış gelirlerimiz; önceki yıla göre %26 oranında artarak 102,3 milyon TL seviyesine ulaşmış, buna karşın tahmin edilen 206 milyon TL tutarın altında kalmıştır. Ancak geçtiğimiz yıl içinde ötelenen satışlarımızın, önümüzdeki dönemlerde daha yüksek kâr marjlarıyla gerçekleştirilmesi beklenmektedir.

3.Benzer Şirket Çarpanı Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında 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 muhasebeleştirilen 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 raporunda PD/DD çarpanından elde edilen Ziraat GYO değeri 5.477.390.256,-TL ve pay başına değer 1,56 TL olarak hesaplanmıştır.

ZRGYO hisse senedi ilk işlem tarihinden itibaren piyasa fiyatında %52 oranında artış kaydederek dönem sonunu 2,43 TL seviyesinde kapatmış, 31.12.2021 itibarıyla Şirketin PD/DD değeri 1,36'ya ulaşmıştır. Yıl içinde en düşük kapanış değeri 1,59, en yüksek kapanış değeri ise 2,89 olarak gerçekleşmiştir.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
31.12.2021	8.373	11.405	1,36

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketimizin, 2020 yılı sonunda 378 milyon TL olan konsolide net dönem karı, 2021 yılı sonunda %249,5 artarak 1.320 milyon TL'ye ulaşmış, ağırlıklı ortalama hisse adedine göre hesaplanan pay başına kazanç ise 0,3079 olmuştur.

2021 yılı sonunda 7.133,1 milyon TL olarak tahmin edilen net aktif değer, 8.372,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Kira getirili gayrimenkullerimizden 2020 yılında elde edilen gelir 63,4 milyon TL'den %33 oranında artışla 2021 yılında 84,5 milyon TL'ye ulaşarak yılsonu tahmin tutarı olan 79 milyon TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir.

2022 yılı Haziran ayından itibaren İFM Ziraat Kuleleri'nin yüksek doluluk oranıyla faaliyete başlaması ve Kulelere taşınma sonucu atıl kalacak olan binalarımızın satış ya da yeniden kiralamayla değerlendirilmesi de gelirlerimizi olumlu yönde etkileyecektir. Yanı sıra, hâlihazırda mali tablolarımızda maliyet değeri ile değerlendirilmekte olan İFM Ziraat Kuleleri tamamlandığında, piyasa değeri üzerinden izleneceğinden aktif büyüklüğümüz daha da artacaktır.

Halka arz sonrası dönemde, fiyat tespit raporunda kullanılan makro varsayımlardan ciddi ölçüde sapmalar olmuştur. TÜFE’de 2021 yılı Aralık ayında bir önceki yılın Aralık ayına göre %36,08, on iki aylık ortalamalara göre %19,60 artış gerçekleşmiştir. Tüketici enflasyonu son dönemde, gıda ve ithalat fiyatlarındaki artışlar ile tedarik süreçlerindeki aksaklıklar gibi arz yönlü unsurlara, açılma kaynaklı talep gelişmelerine bağlı olarak yüksek seyretmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin yakın dönem eğilimlerinde yavaşlama kaydedilmekle birlikte yüksek seviyeler 2021 yılı itibarıyla korunmuştur. Enflasyon üzerinde etkili olan arz yönlü unsurların 2022 yılının ilk yarısı boyunca etkisini sürdürmesi beklenmektedir. Enflasyondaki artışı arazi sebeplere bağlayan ve ticari kredi büyümesindeki yavaşlamaya dikkat çeken TCMB, 2021 yılında politika faizini %14 seviyesine kadar indirmiştir. Orta vadeli %5 hedefine ulaşıncaya kadar tüm araçların kararlılıkla kullanılmaya devam edileceğinin altı çizilmiştir. 2021’e 7,40 seviyesinde başlayan USD/TL, yılı %80’e yakın yükselişle 13,25 seviyesinde kapatmıştır.

Dünya genelinde pandemi süresince durgunlaşan talebin normalleşme ile birlikte artışa geçmesi, beraberinde ham madde fiyatlarında yükselişi ve küresel enflasyon oranlarının artışını getirmiştir. Bunlara ek olarak, Türk Lirası’nın değer kaybı ve yüksek enflasyon, tüm sektörlerde olduğu gibi inşaat ve gayrimenkul sektörü için de maliyet artışı ve risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Öte yandan hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarının döviz cinsinden ucuz hale gelmiş olması, Ülkemizi yabancı yatırımcılar açısından oldukça cazip hale getirmektedir. İnşaat maliyetlerindeki artışın devam edeceği öngörüsüne rağmen yerli yatırımcının enflasyona karşı korunma amacıyla gayrimenkul alma tercihini sürdürmesi de gayrimenkul talebini arttıran unsur olmaktadır.

Bu bilgiler çerçevesinde; Şirketimizin halka arz sürecinde 2021 yılı için oluşturulan projeksiyonlar büyük oranda gerçekleşmiş olup, önümüzdeki dönemde de fiyat tespit raporunda yer alan öngörülerde sapma olmayacağı tahmin edilmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,