

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

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

ARALIK 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 Yıl sonu (Gerçekleşme)
Arsalar	966,7	1.087,0	900,0
Bayraklı Arsaları	630,4	679,0	-
Levent Arsası	320,7	408,0	900,0
Altunizade Arsası	15,7	-	-
Kira Getirili Varlıklar	2.270,9	2.160,0	4.474,5
Ankara Next Level AVM	509,9	470,0	650,0
İstanbul Kayaşehir Alışveriş Merkezi	373,9	-	-
Sarajevo Ofis Binası	180,3	271,0	364,2
İstanbul Maslak Binası	169,7	173,0	530,5
Frankfurt Ofis Binası	146,6	210,0	279,1
İstanbul Beyoğlu Binası	130,1	158,0	405,0
Diğer Kira Getirili Varlıklar	760,4	878,0	2.245,7
Projeler	4.963,3	3.897,0	14.407,2
İstanbul Finans Merkezi	4.535,0	3.450,0	11.162,0
Bayraklı Projesi	-	-	2.200,1
Karaköy/İstanbul Projesi	87,0	95,0	350,0
Herdem Sağlıklı Yaşam Köyü Projesi	-	-	228,5
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	60,7	62,0	-
Diğer Projeler	280,5	290,0	466,6
Toplam Gayrimenkuller	8.200,9	7.144,0	19.781,7
Nakit	0,5	607,3	41,3
Diğer Varlıklar	244,6	892,6	839,4
Borç	1.206,6	3,6	1.105,5
Diğer Yükümlülükler	106,3	267,7	157,2
Net Aktif Değer	7.133,1	8.372,6	19.399,8

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.

- Projeler altında sınıflandırılan Cağaloğlu Tarihi Bina, 2022 yılının ilk çeyreğinde kiraya verildiğinden “Kira Getirili Varlıklar” grubunda izlenmeye başlanmıştır.
- Fiyat Tespit Raporu’nda 2021 yılı 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.
- Bayraklı Arsamızda hayata geçirilmesi planlanan ticari alan, konut ve ofisten oluşacak karma projeye ilişkin yapım sözleşmesi imzalandığından, Bayraklı Arsası yılın son çeyreğinde “Projeler” grubuna dâhil edilmiştir.
- Kira geliri sağlanmak üzere 22.05.2019 tarihinde imzalanan "Satış Vaadi Sözleşmesi" ile satın alınan Herdem Sağlıklı Yaşam Köyü Projesi'nin inşaatı tamamlanarak iskânı alınmış, Şirketimize ait olan 304 bağımsız bölümün tapu devirleri yapılmıştır. “Peşin Ödenmiş Giderler” hesabında izlenen Proje, tapu devirlerinin ardından 2022 yılının son çeyreğinde “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” kalemine dâhil edilmiştir.
- İstanbul Finans Merkezi (İFM) Ziraat Kuleleri Projesi’nin yıl sonu değeri inşaat ilerlemesi ve arsa değer artışına bağlı olarak 11.162 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Kule 2 inşaatı ilerledikçe Projeye ilişkin hakediş tutarları artacağından, net aktif değer yükselecektir.

Tüm bu gelişmeler sonucunda; 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla Şirketin Net Aktif Değeri 19.399,8 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) kullanılmıştı. 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

2022 yılı sonuna ilişkin tahmin ve gerçekleşme rakamları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

(milyon TL)	2022 Yılı Sonu (Tahmin)	2022 Yılı Sonu (Gerçekleşme)
Kira Gelirleri	221,0	182,6
Satış Gelirleri	993,0	494,1
Satışların Maliyeti	-411,0	-408,5
Brüt Kar	803,0	268,2
FAVÖK	777,0	195,3
Yatırım Harcamaları	-298,0	-1.759,3
Serbest Nakit Akımları	479,0	-1.564,0

İFM Ziraat Kuleleri'nin 2022 yılının ikinci yarısı olarak planlanan faaliyete başlama tarihi İFM yerleşkesinin genelindeki ilerleme durumuna bağlı olarak 2023 yılına ötelendiğinden buna bağlı olarak taşınma sonucu boşalacak binalarımızın satışı da ertelenmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda; konut, ofis ve ticari alanlardan oluşacak Bayraklı Projesinden elde edilmesi beklenen proje gelirinin %20'sinin 2022 yılında elde edileceği varsayılmıştı. Ancak bölgede yapılan imar uygulamasının sonuçlanması beklendiğinden, proje aşamasına ancak 2022 yılının son çeyreğinde geçilmiştir.

Ayrıca, yüksek talep gören bir lokasyonda bulunan arsa üzerinde inşa edilen Erenköy Dükkan ve Konut Projesinin tamamlanarak 2022 yılı içinde satışı öngörülmektedir. Pandemi koşullarına bağlı olarak başlangıç tarihi ötelenen ve inşaatı halen sürmekte olan Proje kapsamındaki konutların 2023 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla satışa sunulması planlanmaktadır.

Yukarıda belirtilen gelişmelere bağlı olarak; 31.12.2022 itibarıyla satış gelirleri, yıl sonu tahmin tutarı olan 993 milyon TL'nin yaklaşık yarısı tutarında 494,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Öte yandan; İFM Ziraat Kulelerinden henüz kira geliri elde edilmeye başlanmamış olmasına rağmen, 2022 yıl sonu tahmini 221 milyon TL'nin %82,6'sına ulaşarak, 182,6 milyon TL tutarında kira geliri elde edilmiştir. Önümüzdeki günlerde; Kule 1'in ana ortağımız Ziraat Bankası A.Ş.'ye kiralanmasına yönelik mevcut İyi Niyet Protokolümüz çerçevesinde, Şirketimiz ve Ziraat Bankası A.Ş. arasında imzalanması planlanan kira sözleşmesi ile İFM'den, kademeli olarak, nakit akışı sağlanmaya başlanacaktır.

Fiyat Tespit Raporunda; İFM Ziraat Kuleleri inşaatının 2021 yılında tamamlanacağı planlanmış, bu kapsamda İFM için 2022 yılında yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmüş, diğer projeler için yapılacak yatırım harcaması da 298 milyon TL olarak hesaplanmıştı. Ancak, İFM inşaat sürecinin 2022 yılında devam etmesi, İFM'ye ilişkin hakediş ödemelerinin revize edilen bitiş süresine bağlı olarak zamana yayılması, gerek kurda gerekse enflasyonda görülen yükselişler nedeniyle maliyetlerde yaşanan artışlar sonucu yatırım harcamaları 2022 yılsonu tahminini aşmıştır.

3.Benzer Şirket Çarpanı Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönersellik 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 değeri 1,56 TL olarak hesaplanmıştır.

ZRGYO hisse senedinin fiyatı ilk işlem tarihinden itibaren % 258 oranında artış kaydederek 2022 yılını 5,72 TL seviyesinde kapatmış, 31.12.2022 itibariyle Şirketin PD/DD değeri 1,38 seviyesine ulaşmıştır. Dönem içinde ZRGYO hissesinin en düşük kapanış değeri 2,15 olurken, en yüksek kapanış değeri ise 5,84 olarak gerçekleşmiştir.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
31.12.2022	19.400	26.848	1,38

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketimizin geçtiğimiz yıl 1,3 milyar TL olan konsolide net dönem kârı, 8,3 kat artışla 2022 yılı sonunda 10,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.

2021 yılı sonunda 8,4 milyar TL olan Şirket Net Aktif Değeri, 2022 yılı sonunda 19,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

2021 yıl sonunda kira getirili gayrimenkullerimizden elde ettiğimiz gelir, %116,1 oranında artarak 84,5 milyon TL'den, 2022 yıl sonu itibarıyla 182,6 milyon TL seviyesine; yine aynı dönem 102,3 milyon TL olan satış gelirlerimiz ise yaklaşık 5 kat artışla 2022 yılı sonunda 494,1 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Önümüzdeki günlerde Şirketimiz ile ana ortağımız Ziraat Bankası A.Ş. arasında İFM'ye ilişkin kira sözleşmesi imzalanması planlanmakta olup, Ziraat Bankası A.Ş.'nin kademeli olarak Kule 1'e taşınması ile birlikte kira gelirlerimiz büyük oranda artacaktır.

Halka arz sonrası dönemde, Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan makro varsayımlardan ciddi ölçüde sapmalar olmuştur. 2022 yılsonu itibarıyla TÜFE %64,27 seviyesinde gerçekleşirken, yıllık TÜFE Ocak ayında baz etkisiyle %57,68'e gerilemiştir. Yıllık Yİ-ÜFE ise aynı şekilde Aralık 2022'de %97,72'ye, 2023 yılının Ocak ayında ise %86,46'ya inmiştir. Böylece ÜFE-TÜFE makası daralarak 28,78 puan olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılı içinde 4 kez faiz indirimine giderek politika faiz oranını %9 seviyesine kadar indiren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), yeni yılın ilk Enflasyon Raporu'nda 2023 ve 2024 yılları için yıl sonu enflasyon tahminlerini değiştirmeyerek sırasıyla %22,3 ve %8,8 seviyelerinde tutmuştur. 2022 yılına 13,35 seviyesinde başlayan USD/TL, yılı %40,3 yükselişle 18,73 seviyesinde kapatırken, rapor tarihi itibarıyla halen aynı seviyelerde seyretmektedir.

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nun Ocak ayı güncellemesinde, ABD ve Avrupa'daki talep göstergelerinin önceki tahmin dönemine ilişkin beklentilerden olumlu seyretmesi, enerji maliyetlerinin azalması ve Çin'de "sıfır-Covid" politikası kapsamındaki kısıtlamaların gevşetilmesine bağlı olarak 2023 yılına ilişkin büyüme tahminlerini yukarı yönlü revize ederek küresel büyüme tahminini %2,7'den %2,9 düzeyine yükseltmiştir. Türkiye ekonomisinin bu yıla ilişkin büyüme tahmini ise %3 olarak korunmuştur.

Bu küresel gelişmeler ışığında, TCMB Başkanı dış şokların etkilerini yitirdiği, maliyet şoklarının tamamen yansıtıldığı, döviz kurlarında tüm dünyada oynaklık artarken öngörülebilirliğin arttığı, şirketlerimizin finansman maliyeti açısından da desteklendiği bir ortamda yüksek fiyat artışlarının devamı için bir zemin kalmadığını ifade etmiştir.

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından açıklanan inşaat maliyet endeksindeki yıllık artış 2022 yılı Aralık ayında ivme kaybederek %78,40 seviyesinde gerçekleşmiştir. TCMB tarafından yayımlanan Aralık ayı konut fiyat endeksinin aylık artış hızı %3,86'dan %5,29 seviyesine çıkarken, yıllık artış hızı ise %174,5'ten %167,8 seviyesine gerilemiş, böylece Eylül ayında ulaşılan rekor seviye olan %189,1 seviyesinden düşüş sürmüştür. Konut fiyatları reel olarak yıllık %58,7 artmıştır. TÜİK Ocak ayı konut satışları istatistiklerine göre toplam konut satışları, Aralık ayındaki aylık bazda %76,5 oranındaki güçlü artışın ardından baz etkisiyle Ocak ayında aylık %53,2 düşüşle 97.708 adet seviyesinde gerçekleşmiş, bununla birlikte yıllık bazda altı aylık düşüşün ardından Ocak ayında %10,6 oranında artış

kaydedilmiştir. Ocak ayında ipotekli konut satışları, finansman koşullarında gözlenen sıkılaşmanın etkisiyle yıllık bazda %10,9 oranında gerileyerek, son yedi aydır devam eden düşüşünü sürdürmüştür.

Son yıllarda üretim maliyetlerindeki artış, enflasyona karşı korunma ihtiyacı, stok yetersizliği, yavaşlayan yeni konut başlangıçları, artan yabancı talebi ve göç gibi faktörler konut piyasasında arz/talep dengesini bozarak, konutta fiyatlama davranışlarının ekonomik temellerden sapmasına neden olmuştur. Konut üretimini destekleyerek bozulan dengeyi sağlamak adına Eylül ayında detayları açıklanan sosyal konut kampanyası “İlk Evim, İlk İş Yerim ve İlk Evim Arsa” projesinin ardından, orta gelirli vatandaşlara konut edindirmeyi hedefleyen “Yeni Konut Finansman Modeliyle Yeni Evim” kampanyası açıklanmıştır. Model, ilk kez ev sahibi olmak isteyen orta gelirli vatandaşlar için konut ve finans sektörünü bir araya getirmekte, bu sayede vatandaşlara piyasa koşullarına göre çok daha uygun vade yapısı, düşük faizle borçlanma olanağı, ilk 3 yıl devlet katkısıyla ödeme kolaylığı ve hanehalkı geliriyle uyumlu ödeme imkânları sağlamaktadır.

Şirketimiz de başta İzmir Bayraklı Projesi olmak üzere, Altunizade, Erenköy ve diğer yeni konut projelerini hayata geçirmek üzere çalışmalarını sürdürmektedir. Ayrıca Manisa Saruhanlı Projemiz kapsamında inşa edilmekte olan konutlar, “Yeni Evim Konut Finansman Programı” kapsamında ön satışa sunulmuştur.

Tüm bu koşullar çerçevesinde; geçtiğimiz yılı 721 puanla kapatan GYO endeksi %191,1 artışla yıl sonunda 2.098,94 puana ulaşmış, aynı dönemde BİST 100 endeksi %196,5 seviyesinde artış kaydetmiştir.

Ülkemiz 6 Şubat günü gerçekleşen Kahramanmaraş Pazarcık merkezli, 11 ilimizde yıkım ve can kaybına neden olan depremlerle sarsıldı. Yaşanan felaket sebebiyle Kahramanmaraş’ın yanı sıra Hatay, Adıyaman, Gaziantep, Malatya, Adana, Diyarbakır, Kilis, Osmaniye, Şanlıurfa ve Elazığ olmak üzere 11 ilimizi kapsayan ve 3 ay sürecek Olağanüstü Hal (OHAL) ilan edildi. Yaşanan felaket sebebiyle Borsa İstanbul 8-14 Şubat tarihleri arasında işleme kapatıldı. Ülkece geçirdiğimiz bu zor günlerde başta ana ortağımız Ziraat Bankası olmak üzere Borsa İstanbul'dan SPK'ya kadar birçok kurum piyasa dostu kararlar açıkladı. Ekonomik kayba ilişkin rakamlar henüz netleşmemekle birlikte, afetin ardından yeniden yapılanma sürecinde maliyetin büyük bir kısmını konut ve altyapı inşasının oluşturacağı öngörülmektedir. Toparlanma sürecinde alınacak tedbirler ve yapılacak planlamalar ekonominin gidişatı konusunda belirleyici olacaktır.

Şirketimiz halka arz sürecinde oluşturulmuş olan projeksiyonları büyük oranda gerçekleştirmiştir. Önümüzdeki dönemde de Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan öngörülerde kayda değer sapmalar olmayacağı tahmin edilmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,