



Ziraat GYO



FİYAT TESPİT RAPORU

09/04/2021

İçindekiler

1. Yönetici Özeti	3
2. Ekonomik Görünüm.....	4
2.1. Küresel Gelişmeler.....	4
2.2. Türkiye Ekonomisi.....	4
2.2.1. Ekonomik Büyüme ve İstihdam	4
2.2.2. Enflasyon ve Para Politikası	6
2.2.3. Cari Denge.....	7
2.2.4. Bütçe.....	7
3. Türkiye Gayrimenkul Sektörü.....	8
3.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	12
4. Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	14
4.1. Kuruluş ve Ortaklık Yapısı	14
4.2. Tarihçe.....	14
4.3. Faaliyet Alanları	17
4.4. Portföy Hakkında Bilgiler	17
4.5. Finansal Tablolar.....	25
5. Değerleme	28
5.1. Net Aktif Değer Analizi	28
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29
5.3. Benzer Şirket Çarpanı Analizi	34
5.4. Değerleme ve Sonuç.....	35
6. Sorumluluk Beyanı.....	35


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. Yönetici Özeti

09/04/2021 tarihinde hazırlanan bu rapor; Sahrayı Cedit Mah. Atatürk Caddesi No: 48, Kat: 8-9, 34734 Kozyatağı Kadıköy/İstanbul adresinde mukim Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Ziraat GYO" ya da "Şirket") ile Meclisi Mebusan Caddesi No:81 Fındıklı, Beyoğlu /İstanbul adresinde mukim Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. arasında 19.02.2021 tarihinde imzalanan, Halka Arz Fiyat Tespit Raporu hizmeti sözleşmesi gereği, Ziraat GYO A.Ş.'nin şirket değeri ve pay başına değeri Sermaye Piyasası Kurul'unun III.62-1 sayılı 'Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ' gereği Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde hazırlanmış ve etik ilkelere uyulmuştur.

Değerleme Çalışma Ekibi: Kurumsal Finansman Müdürlüğü ve Araştırma Müdürlüğü'nde görev yapan konusunda deneyimli aşağıdaki kişilerden oluşmaktadır. Çalışma Ekibi, Kurumsal Finansman Müdürü Pervin Bakankuş tarafından yönetilmiştir.

Pervin Bakankuş: 24 yıllık aracı kurumların araştırma ve kurumsal finansman müdürlüklerinde tecrübesi bulunan Pervin Bakankuş, çok sayıda halka arz projelerinde yönetici olarak görev almış ve halka arz fiyat tespit raporları hazırlamıştır. Ayrıca çok sayıda şirket için değerlendirme raporu hazırlamıştır. Dolayısıyla, SPK mevzuatlarıncı hazırlanan işbu raporun hazırlanması ve proje ekibinin yönetilmesi için gerekli teknik bilgi, kalite, ehliyet ve tecrübeye sahiptir. (SPK İleri Düzey 3 Lisansı, Sicil No: 4005)

Serhan Gök: Araştırma Müdürü: Aracı kurumların araştırma müdürlüklerinde 21 yıllık tecrübesi olan Serhan Gök, çok sayıda şirket değerlendirme raporu hazırlamıştır. Dolayısıyla, SPK mevzuatlarıncı hazırlanan işbu raporun hazırlanması için gerekli teknik bilgi, kalite, ehliyet ve tecrübeye sahiptir. (SPK İleri Düzey 3 Lisansı, Sicil No: 6950)

Miraç Başcı: Araştırma Uzmanı: Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Müdürlüğü'nde 2018 yılından itibaren çalışmaktadır. Dolayısıyla, SPK mevzuatlarıncı hazırlanan işbu raporun hazırlanması için gerekli teknik bilgi, kalite, ehliyet ve tecrübeye sahiptir. (SPK İleri Düzey 3 Lisansı, Sicil No: 913650)

İşbu rapor, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin tarafımıza ilettiği bilgi ve belgeler doğrultusunda hazırlanmıştır. Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve hukuki ve ticari gizli ve beklenmedik durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlar ve gayrimenkul değerlendirme şirketi tarafından hazırlanan değerlendirme raporlarının güvenilir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ziraat GYO A.Ş.'nin pay başına değeri tespit edilirken 'Net Aktif Değer', 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Benzer Şirket Çarpanı' yöntemleri kullanılmıştır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönersellik etkisi rakamlarda oynaklığa yol açtığından Ziraat GYO için benzer şirket çarpanı değerlemesinde sadece PD/DD çarpanı baz alınmıştır. Her üç yöntemin ağırlıklandırılması sonucu Ziraat GYO için hesaplanan piyasa değeri 7.530.847.582 TL olup, %25 halka arz iskontosu sonrası bulunan değer 5.648.135.686 TL ve pay başına halka arz fiyatı da 1.60 TL olarak hesaplanmıştır.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

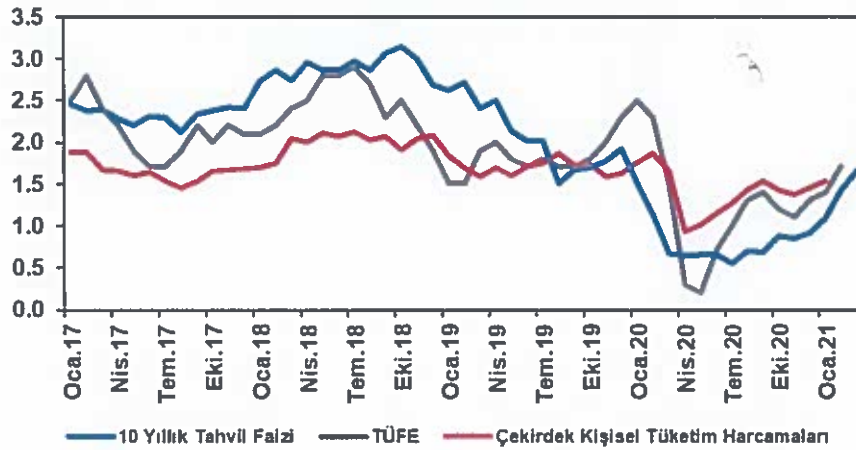
2. Ekonomik Görünüm

2.1. Küresel Gelişmeler

2020 yılı başlarında küresel ekonomiyi önemli ölçüde olumsuz etkilemeye başlayan ve birçok ülke ekonomisinin önemli boyutlarda daralmasına neden olan yeni tip koronavirüs (Covid-19) pandemisi kaynaklı belirsizlikler, 2021 yılında da sürmektedir. Salgının olumsuz etkilerini sınırlamak adına birçok ülke tarafından para ve maliye politikası tarafında atılan genişleyici adımlar ve yakın dönemde başlayan aşı uygulamalarının etkisiyle, 2020 yılındaki sert daralmanın ardından 2021 yılında küresel ekonominin genelinde toparlanma görülmesi beklenmektedir. Ancak, hem ekonomik teşvik hem de aşıya erişim konusunda ülkeler arasında önemli farklılıklar olması nedeniyle olası toparlanmanın da ülkeler/bölgeler arasında farklılıklar göstermesi son derece muhtemel görülmektedir.

Salgına ilişkin belirsizlikler, ekonomilerde devam eden destek ihtiyacı ve gelişmiş ülke merkez bankalarının kurduğu iletişim ile projeksiyonları, genişleyici ekonomi politikalarının kısa vadede geri alınma olasılığının düşük olduğunu işaret etmektedir. Bu durum bir süredir gelişmiş ülkelere yönelik risk iştahını desteklemektedir. Diğer taraftan, sene başından itibaren öne çıkan toparlanma beklentilerinin etkisiyle emtia fiyatlarında gözlenen yükseliş ile ABD'nin salgının olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik yeni teşvik paketine ilişkin beklentilerin enflasyon tarafındaki beklentileri güçlendirmesi, ABD tahvil faizlerinde yükselişi tetikleyerek küresel risk iştahını sınırlayıcı etki oluşturmaya başlamıştır. Beklenen toparlanmanın gelişmekte olan ülkelere kıyasla gelişmiş ülkelerde daha hızlı gerçekleşmesi olasılığı, sermaye hareketlerinin, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler lehine seyretilmesi ve gelişmekte olan ülkeler tarafında çok daha seçici bir görüntü vermesi beklenebilir. İstihdam piyasası ve enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler ile salgının seyrine karşılık olarak özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının izleyeceği politika duruşu küresel ekonomi ve piyasaların seyri açısından oldukça önemli olacaktır. Bu anlamda, küresel risk iştahını azaltacak yöndeki olası gelişmelerin, gelişmekte olan ülkelerin dış finansmana erişim maliyetlerinde artışa yol açabileceğini vurgulamakta fayda bulunmaktadır.

ABD Enflasyon ve Tahvil Faizleri



Kaynak: bls.gov, bea.gov, Matriks

2.2. Türkiye Ekonomisi

2.2.1. Ekonomik Büyüme ve İstihdam

Türkiye'de ilk resmi Covid-19 vakası Mart 2020 ortalarında tespit edilirken, 1Ç20 döneminde yıllık büyüme %4,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Salgın kaynaklı kısıtlamaların ön planda olduğu 2Ç20 döneminde yıllık bazda %10,3 oranında daralma kaydedilirken, kısıtlamaların ardından kademeli normalleşme adımlarının görüldüğü ve güçlü kredi büyümesinin ön plana çıktığı 3Ç20 döneminde yıllık bazda %6,3 oranında büyüme kaydedilmiştir.

TCMB'nin attığı adımların finansal koşulları sıkılaştırmaya başlamasına karşın 4Ç20 döneminde de güçlü kredi büyümesinin etkileri gözlenmeye devam etmektedir ve yıllık bazda %5,9 oranında büyüme gözlenmiştir. Böylelikle, Türkiye Ekonomisi, pandemi nedeniyle birçok ülkenin önemli oranlarda daraldığı 2020 yılını %1,8 ile pozitif ekonomik büyüme ile tamamlayan nadir ülkeler arasında yer almıştır. Ancak, büyük ölçüde güçlü kredi büyümesiyle sağlanan ekonomik büyüme, birçok önemli makroekonomik gösterge üzerinde olumsuz etkilere yol açmıştır.

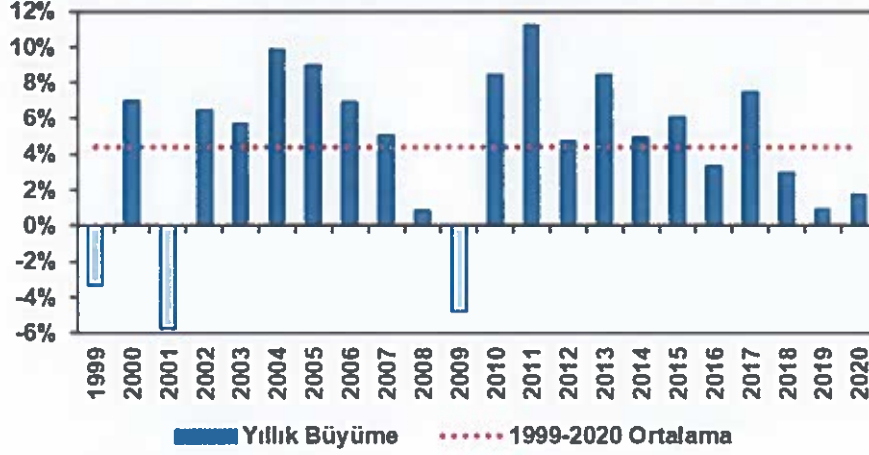
Benzer görüntü 2017 sonrasında da görülmüştür. 2017'de Kredi Garanti Fonu kaynaklı görülen güçlü kredi büyümesi, ekonomide ısınmaya neden olmuştur; 2018'deki kur şoku sonrasında dengelenme ihtiyacı ön plana çıkmıştır. 2017'deki %7,5'lik büyümenin oluşturduğu kırılganlıklar ve devamında yaşanan zorluklar 2018-2020 döneminde ortalama %1,9 ile potansiyelinin oldukça altında bir performansına neden olmuştur. 4Ç18-2Ç19 dönemindeki 3 çeyreklik daralma ve enflasyonda gözlenen düşüş eğilimi sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 3Ç19 itibarıyla önden yüklemeli faiz indirimlerine başlamıştır. Bu durum kaynaklı toparlanma eğiliminin henüz başlarında ortaya çıkan salgının olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik alınan genişleyici tedbirler ve özellikle güçlü kredi büyümesi 2020 için pozitif büyümeyi sağlamıştır. Ancak, bu durum fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerinde ciddi olumsuz yan etkilere yol açmıştır ve 2021 yılında yeni bir dengelenme ihtiyacını da beraberinde getirmiştir.

Ekonomik büyümeye ilişkin öncü göstergeler, finansal koşullardaki sıkılaşmaya rağmen pozitif büyümenin sürdüğünü işaret etmektedir. Ekonomik büyümenin en önemli öncü göstergelerinden olan Sanayi Üretimi Ocak 2021 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %11,4 oranında artmıştır. Nisan 2020'de 33,4 seviyesine kadar gerileyen ve 2020 yılı sonunda 50,8 olan İmalat Sanayi Satın Alma Yöneticileri Endeksi (PMI, endeksin 50'nin üzerinde olması büyümeyi, 50'nin altında olması daralmayı işaret etmektedir) Ocak 2021'de 54,4 ve Şubat 2021'de 51,7 ve Mart 2021'de 52,6 olarak gerçekleşmiştir. 2007-2019 döneminde ortalama %76,3 olan İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı, Nisan 2020'de %61,9 seviyesine kadar geriledikten ve 2020 yılı sonunda %75,4'e yükseldikten sonra Ocak 2021'de %75,6 ve Şubat 2021'de %75,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Güven Endeksleri, kredi büyümesi, elektrik tüketimi ve kredi kartı harcamaları gibi diğer öncü göstergelerin de büyük ölçüde benzer bir görünüm sergilediği gözlenmektedir. Bu veriler ışığında, 1Ç21 dönemi büyüme rakamının da bir önceki çeyrekte olduğu gibi potansiyelin üzerinde ve görece güçlü seviyelerde gerçekleşebileceğini; 2Ç21 döneminde de geçen yılın dönemindeki %10,3 sert daralmanın oluşturduğu güçlü baz etkilerinin etkisiyle yüksek tek hanelere yakın seviyede bir büyüme rakamı görülebileceğini değerlendirmekteyiz. Finansal koşullardaki sıkılaşma ve yakın dönemde artan oynaklıkları göz önüne alarak yılın ikinci yarısında ekonomik büyümenin potansiyelin bir miktar daha altında gerçekleşme olasılığının arttığını düşünmekteyiz.

Salgın, zayıf büyüme ortamı nedeniyle işsizliğin yüksek seyrettiği bir dönemde ortaya çıkmıştır. 2020'de 12 aylık ortalama işsizlik oranı %13,2 seviyesinde olup, Ocak 2021 itibarıyla %12,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Zamana bağlı eksik istihdam, işsizler ve potansiyel işgücünün toplamının işgücü ve potansiyel işgücünün toplamına oranını gösteren atıl iş gücü oranı (geniş tanımlı işsizlik oranı) 2020'de 12 aylık ortalama rakamlarla %25,4 olarak gerçekleşirken, Ocak 2021 itibarıyla %29,1 olmuştur. Atıl iş gücü oranı ve işsizlik oranı arasındaki fark pandeminin getirdiği zorluklar nedeniyle sert bir şekilde açılmıştır. İstihdamı koruma odaklı önlemlere karşın pandemi öncesine dönüşün kolay görünmediğini not etmekte fayda bulunmaktadır. Bu anlamda, salgından en olumsuz etkilenen hizmet sektörünün toplam istihdamda %56 paya sahip olması ve olası toparlanma sürecinde iş arama ümidi olmayanların da yeniden iş gücüne dâhil olabilecek olması başlıca zorluklar arasında değerlendirilebilir.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Türkiye Ekonomik Büyüme



Kaynak: TÜİK, Yatırım Finansman

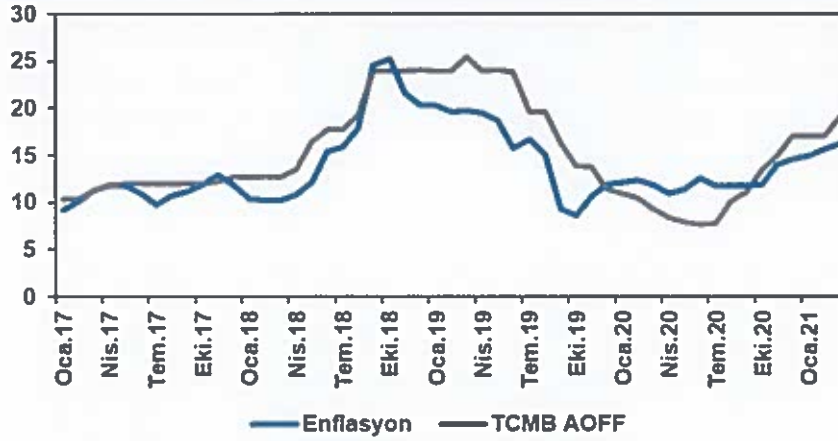
2.2.2.Enflasyon ve Para Politikası

2019 yılsonunda Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) %11,8, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) %7,4 seviyelerindeyken; 2020 yılı sonunda TÜFE %14,6 ve ÜFE %25,2 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu yükselişte; kredi büyümesi nedeniyle beklenenin üzerinde seyreden iç talep, pandemi kaynaklı ortaya çıkan arz kısıtları kaynaklı maliyet etkileri ile kur kaynaklı gelişmeler önemli ölçüde belirleyici olmuştur. Mart sonu itibariyle yıllık TÜFE %16,2 ve yıllık ÜFE %31,2 seviyelerine ulaşmıştır. Düşük baz nedeniyle yıllık TÜFE'deki yükselişin en azından Nisan sonuna kadar yükselişini sürdüreceği görülmektedir. Kısa vadede düşük baza ek olarak da enflasyon görünümüne ilişkin hâlen önemli yukarı yönlü riskler (iç talep, birikimli maliyet etkileri, uluslararası gıda ve emtia fiyatları, enflasyon beklentilerindeki yüksek seviyeler, bazı sektörlerdeki arz kısıtları, ücret ve yönetilen fiyat artışları) bulunmaktadır. Özellikle, TCMB Başkan değişikliği sonrasında TL'de gözlenen değer kaybının da kısa vadede yukarı yönlü ilâve baskı oluşturmaları son derece muhtemel görünmektedir. Mayıs ayından itibaren baz etkilerinin destekleyici rol oynamaya başlayacağı ve bu durumun özellikle yılın son aylarında daha belirgin hâle geleceği değerlendirilebilir.

Daha öncesinde olası bir faiz indiriminin en erken yılın 3. çeyreğinde gerçekleşebileceğini değerlendirmekteydik. Yaşanan gelişmeler ve ilgili otoriteler tarafından verilen mesajları dikkate alarak ekonomik gerçekleştirmeler doğrultusunda ve piyasa koşullarının el verdiği ölçüde olası indirimlerin bir süre daha erken gerçekleşme olasılığının arttığı söylenebilir. TCMB Başkan değişikliği sonrasında yeni başkanın ilk açıklamasında enflasyonda kalıcı düşüşü sağlama temel hedefini işaret etmesini dikkate alarak, para politikası duruşundaki sıkılığın dezenflasyonist patikaya ciddi zarar vermeyecek şekilde ayarlanacağını varsaymaktayız.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Enflasyon ve TCMB Fonlama Faizi



Kaynak: TÜİK, TCMB, Yatırım Finansman

2.2.3.Cari Denge

Cari denge 2020'de yıllık bazda 43,5 milyar dolar bozulma ile 36,7 milyar dolar açık verirken; cari açık / GSYH oranı %5,1 oranında gerçekleşmiştir (2013'ten bu yana görülen en yüksek oran). Söz konusu bozulmadaki temel belirleyiciler net hizmet gelirlerindeki 25,9 milyar dolarlık sert düşüş ve dış ticaret açığındaki 21,1 milyar dolarlık artış olmuştur. Diğer bir ifadeyle, döviz girişinde önemli katkıya sahip olan turizmin salgın nedeniyle durma noktasına gelmesi ve kredi büyümesinin ithalatı artırıcı etkisi önemli bir bozulmaya yol açmıştır. 2020'de ihracat 14,0 milyar dolar düşüşle 168,2 milyar dolara gerilerken, ithalat 7,1 milyar dolar artışla 206,1 milyar dolara yükselmiştir. Dolarizasyonun altın ithalatında yol açtığı sıçrama; petrol fiyatlarındaki zayıf seyrin enerji ithalatında oluşturduğu olumlu etkiyi aşmıştır. Net enerji ithalatı 9 milyar dolar azalarak 24,2 milyar dolara gerilerken; net altın ithalatı 13,1 milyar dolar artarak 22,4 milyar dolara yükselmiştir. Doğrudan yatırımlardaki zayıflık, portföy yatırımlarındaki çıkış ve reel sektördeki borç azaltma eğilimi nedeniyle cari açığın finansmanı büyük ölçüde rezervlerle sağlanmıştır.

Para politikasında sıkılaşma yönündeki adımlar ve kredi büyümesindeki normalleşme eğilimi sonrasında, dış ticaret ve altın ithalatı görece daha dengeli bir seyir izlemeye başlamıştır. Turizm gelirlerindeki mevcut zayıf görünüme rağmen, salgına karşı edinilen tecrübe ve aşılama sayesinde ilerleyen aylarda geçen yıla kıyasla daha olumlu bir tablo görülebilecektir. Ayrıca, reel efektif döviz kurundaki mevcut düşük seviyelerin oluşturduğu potansiyele ek olarak küreselde beklenen toparlanma da ihracat tarafına katkı sağlayabilecektir. Diğer taraftan, emtia (özellikle enerji) fiyatlarındaki yukarı yönlü eğilim mevcut cari denge görünümü açısından negatif risk oluşturmaktadır. Pandeminin, emtia fiyatlarının, ekonomik aktivitenin ve para politikasındaki sıkılığın seyri cari denge görünümü açısından önemli belirleyiciler olacaktır.

2.2.4.Bütçe

2020 yılında bütçe açığı 172,7 milyar TL (2020 İlk Hedef: -138,9 milyar TL, 2020 Revize Hedef: -239,2 milyar TL, 2019: -123,7 milyar TL), bütçe açığı/GSYH oranı %3,4 olarak gerçekleşmiştir (2020 İlk Hedef: -%2,9, 2020 Revize Hedef: -%4,9, 2019: -%2,9). Kısaca, pandeminin etkisiyle ilk hedefler ıskalanmış olsa da, gerçekleştirmeler, revize tahminlerden belirgin biçimde olumlu seviyelerde olmuştur. Bütçede sahip olunan manevra alanı, üst üste yaşanan negatif şoklar ve salgın nedeniyle önemli ölçüde kullanılmıştır.

Yaşanan olağanüstü koşullar, bu durumu kısa vadede kabul edilebilir kılmakla birlikte; teşvik ihtiyacının azalacağı dönemde olası şoklara karşı kullanılan manevra alanının yeniden tesis edilebilmesi önemli olacaktır.

[Signature]
YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2021-2023 Orta Vadeli Programı'na göre, yılsonu bütçe açığı hedefi 245 milyar TL, GSYH oranı %4,3 olarak açıklanmıştır. Ancak, yılın başında bütçe açığı/GSYH hedefinin %3,5'e revize edildiğini duyurulmuştur. Ayrıca, ekonomik reformlar kapsamında kamu finansmanına yönelik de bazı tedbirler de paylaşılmıştır. Buna göre, iç borçlanma ağırlıklı olarak TL üzerinden yapılacak, harcama tarafında çeşitli tasarruf tedbirleri alınacak ve esnafra yönelik bazı vergi teşvikleri uygulanacaktır. Ekonomideki destek ihtiyacı ile sıkı para politikası gerekliliği eş anlı yaşanmaktadır. Bu durum önümüzdeki süreçte bütçe görünümü üzerinde olumsuz etkiler oluşturmaya devam edebilecektir. Yakın dönemde iktisadi faaliyetin görece güçlü seyretmesi vergi gelirlerini desteklemekte olsa da bu eğilimin sürdürülebilirliğine yönelik belirsizlikler de hâlen sürmektedir.

3. Türkiye Gayrimenkul Sektörü

Türkiye Gayrimenkul Sektörü analizi için faydalandığımız ve Türkiye Jones Lang LaSalle ('JLL') 'nin halka arz danışmanlığı kapsamında Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ('Ziraat GYO') 'ye özel hazırladığı raporda da belirtildiği üzere, Türkiye'de ekonomik alanda yaşanan iyileşme ve gelişmeler tüm sektörleri olduğu gibi gayrimenkul sektörünü de büyüme yönünde desteklemekte ve buna bağlı olarak da gayrimenkul sektörü gelişmesini sürdürmektedir. Bu gelişme hem konut hem de ticari gayrimenkul alanlarında birlikte yaşanmaktadır. Buna paralel olarak bir yandan nitelikli şehirlerin oluşturulması ihtiyacı diğer yandan sürdürülebilir ve kaliteli yaşam alanlarına duyulan gereksinim ile birlikte Türkiye'de gayrimenkul sektörü yeni bir gelişme sürecine girmiştir. Gayrimenkul sektörü sayısal büyüklükler ile ölçülen büyümesinin yanı sıra nitelik yönünden de gelişmesinin değerlendirileceği bir aşamaya ulaşmış bulunmaktadır.

Ülkemizde yıllardır yaşanan hızlı nüfus artışı, kültürel değişimler sonucu çoğalan haneler, kentleşme, gelir düzeylerinin artması ve yaşam standartlarının yükselmesi nedeniyle gayrimenkullere olan talep sürekli bir artış göstermektedir.

Sektör özelinde hem arzı hem de talebi etkileyen pek çok unsur bulunmaktadır. Bu tip kıstasların en önemlileri arasında; projelerin konumu, mimarisi, sosyal yaşam alanları ve ulaşım kolaylıkları gibi alıcının kararını etkileyen unsurlar yer almaktadır. Ancak bunlarla birlikte gerek talep kararları açısından gerekse arzın satış kolaylığı yönünden, konutun finansmanında kolaylık sağlanması diğer şartlar ne olursa olsun alım kararını önemli ölçüde hızlandırmaktadır.

İnşaat firmalarının uzun vadeli güçlü bir finansman modeli ile desteklenmesi benzer satış modellerinin çoğalmasını sağlayarak, talebin arz ile buluşmasını kolaylaştıran önemli bir unsurdur.

İnşaat sektörünün dünya genelinde kabul gören en önemli alt kırılımı, gerek hane halkı tarafından bir yatırım aracı olarak görülmesi, gerekse de beslediği alt sektörler sebebiyle konut sektörüdür. Diğer yandan, konut sahipliği toplumsal açıdan da büyük öneme sahip bir olgudur. Ülkemizde konut sektörü, içinden geçtiği zorlu döneme rağmen orta-uzun vadede büyük potansiyel barındırmaktadır.

Türkiye Gayrimenkul Yatırım Pazarı, COVID-19 salgını nedeniyle dünya piyasalarıyla benzer bir dönem geçirmiştir. Alternatif yatırım kaynaklarının yüksek getiri sunması ve sıkılaşan para politikasının etkisiyle kira getirili mülk arayışındaki yatırımcı adaylarının özellikle yaz aylarında bekle-gör stratejisini benimsediği görülmüştür. Söz konusu yatırımlarda güvenilir kiracı ve sürdürülebilir sözleşme koşullarının mülkün değerini artırdığı göz önüne alındığında, salgın tedbirlerinin sona ermesiyle tek ve uzun süreli kiracı barındıran mülklerin yeniden ciddi bir talep görmesi beklenmektedir.

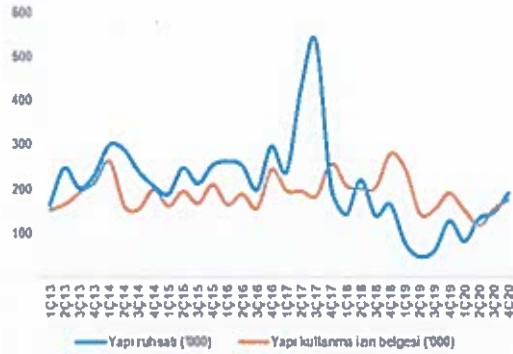

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sektörel Veriler

Belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatları verilerine göre, 2020 yılında bir önceki yıla göre bina sayısı %69,4, yüzölçümü %48,7, değeri %71,1, daire sayısı %68,5 artış göstermiştir. Yapı ruhsatı verilen yapıların 2020 yılında toplam yüzölçümü 111 milyon m² iken; bunun 63,2 milyon m²'si konut, 26,2 milyon m²'si konut dışı ve 21,6 milyon m²'si ise ortak kullanım alanı olarak gerçekleşmiştir.

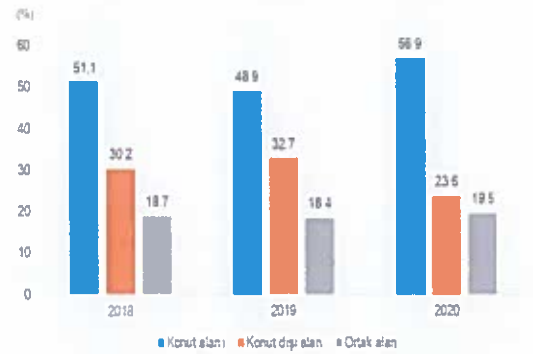
2020 yılında yapı ruhsatı verilen yapıların kullanma amacına bakıldığında en yüksek paya 80,5 milyon m² ile iki ve daha fazla daireli ikamet amaçlı binalar sahip olurken, bunu 6,9 milyon m² ile sanayi binaları ve depolar izlemiştir.

Grafik: Yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgesi payları



Kaynak: TÜİK, JLL'in Ziraat GYO için hazırladığı rapor

Grafik: Yapı ruhsatına göre yüzölçümü



2020 yılında yapı ruhsatı verilen yapıların kullanma amacına bakıldığında en yüksek paya 80,5 milyon m² ile iki ve daha fazla daireli ikamet amaçlı binalar sahip olurken, bunu 6,9 milyon m² ile sanayi binaları ve depolar izlemiştir.

Konut Pazarı

TÜİK verilerine göre Türkiye'de konut satışları, 2013-17 yılları arasında yıllık ortalama %5 büyüyerek 1,41 milyona ulaşmıştır. Ardından 2018'de yaşanan kur krizi ve aylık konut kredisi faizlerindeki yükselişe satışlar 2018 ve 2019'da sırasıyla %2,4 ve %1,9 oranında azalmıştır. Talebin düştüğü bu dönemde, arz talepten daha hızlı gerilemiş ve mevcut inşaatlar devam ederken, aylık ortalama 72,000 düzeyinde seyreden yeni yapı ruhsatları, 2019 yılının Haziran ayında verinin tutulmaya başladığı tarihten beri en düşük seviyesi olan aylık 9.000 daireye kadar düşmüştür. 2019 son çeyreği itibarıyla başlayan hızlı faiz düşüşüyle birlikte konut kredisi faiz oranlarının yeniden %1'in altına gerilemesiyle canlanan konut satışları, salgın sürecinde yaşanan göreceli zayıflıkla birlikte Nisan ve Mayıs aylarında sırasıyla 43 bin ve 51 bin seviyesine gerileyerek verinin tutulmaya başlandığı dönemden itibaren en düşük seviyeleri görmüştür.

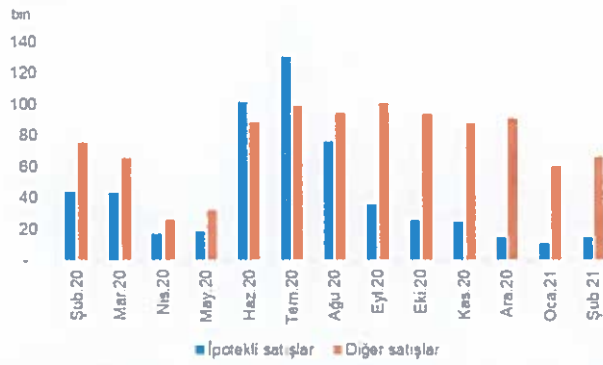
02.06.2020 tarihinden itibaren kamu bankaları öncülüğünde Covid-19 korana virüs etkilerine karşı, normalleşme sürecine geçiş ve sosyal hayatın canlanması için açıklanan kredi destek paketi kapsamında konut kredisi faiz oranlarında meydana gelen düşüş ve uzun vadeli ödeme imkânları özellikle konut satış rakamlarında artışa ve talebin artmasına neden olmuştur. Talepteki artışla konut satışları Temmuz'da 229 bin üniteyle rekor seviyelere yükselmiştir.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Eylül ayı başından itibaren geçen 3 ay boyunca kredi destek paketi çerçevesinde yapılmış olan kampanyaların kademeli olarak sona ermesi, buna bağlı olarak kamu ve özel bankaların gerek konut kredi faiz oranlarında gerekse diğer kredilerin faiz oranlarında yukarı yönde değişiklik yapmaları, döviz kurlarında meydana gelen değişiklikler tüm sektörleri etkilediği gibi gayrimenkul sektörünü de etkilemiştir. Faiz artışları ve cazip kampanyaların sona ermesiyle 2020'nin son çeyreğinde görülen talepteki kademeli daralmaya rağmen yaz aylarındaki rekor seviyelerdeki satışlarla konut satışları 2020'de yıllık %11 büyümeyle 1,5 milyon üniteye ulaşmıştır.

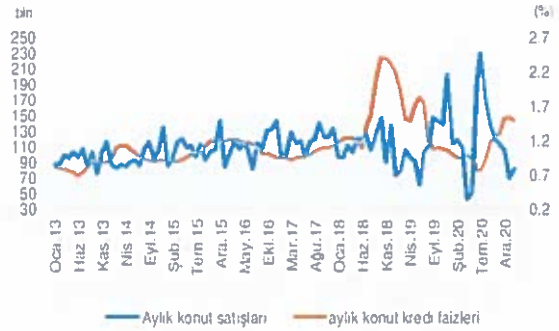
2021'in ilk iki ayında ise konut satışları konut faizlerindeki artış trendi ve yukarıda bahsedilen kampanyaların da bitişiyle yıllık bazda daralmaya devam ederek Ocak'ta 71 bin ünite ve Şubat'ta 81 bin ünite olarak gerçekleşmiştir.

Grafik: Satış şekline göre aylık konut satışları oranları



Kaynak: TÜİK

Grafik: Aylık konut satışları ve kredi faiz



Kaynak: TÜİK, TCMB

Turizm Pazarı

Türkiye'de turizm ve otel pazarı, 2015 yılı sonuna kadar iyi bir trend yakalamış, ancak daha sonra jeopolitik etmenler nedeniyle düşüş eğilimi göstermiştir. 2017'den sonra iyileşme gösteren Türkiye Turizm Piyasası, 2020'ye kadar yabancı ziyaretçi sayısı, ortalama günlük oda fiyatı ve oda başına düşen gelir gibi performans parametrelerinde de iyi bir görünüm sergileyerek gelişme trendini devam ettirmiştir.

2017'den sonra iyileşme gösteren Türkiye Turizm Piyasası, 2020'ye kadar yabancı ziyaretçi sayısı, ortalama günlük oda fiyatı ve oda başına düşen gelir gibi performans parametrelerinde de iyi bir görünüm sergileyerek gelişme trendini devam ettirmiştir.

Türkiye Sehayat Acentaları Birliği istatistiklerine göre, 2020 itibarıyla Türkiye genelinde konaklama tesisi sayısı 13,382 olup, toplam yatak kapasitesi ise 1.75 milyondur. Yatak arzının %67'si bakanlık belgeli tesislerde karşılanmaktadır.

Grafik: Turizm gelirleri ve kişi başına harcama



Kaynak: TÜİK

Tablo: Türkiye Konaklama Tesisi Envanteri, 2020

	İşletme Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	Tesislerde Ort. Oda Sayısı
Bakanlık İşletme Belgeli	4.053	473.895	992.544	117
Bakanlık Yatırım Belgeli	727	85.228	183.992	117
Belediye Belgeli	8.602	253.268	575.315	29
Toplam	13.382	812.391	1.751.851	61

Kaynak: TÜİK, Kültür ve Turizm Bakanlığı, JLL'in Ziraat GYO için hazırladığı rapor

Perakende Pazarı

Geçtiğimiz 10 yıllık süreçte Türkiye organize perakende pazarı kayda değer bir gelişim göstererek, organize perakende stoku yaklaşık 2 milyon m²'den 2020 yılsonu itibarıyla 13,6 milyon m²'ye ulaşmıştır. Türkiye perakende pazarının kayda değer büyümesinde geniş tüketici pazarı, yoğun genç nüfus, hızlı bir şekilde yükselen satın alma gücü ve modernleşen tüketici davranışlarının etkisiyle meydana gelen yüksek perakende talebi etkili olmuştur.

Türkiye'deki mevcut alışveriş merkezi arzı 447 alışveriş merkezinde 13,6 milyon m² seviyesine gelmiştir ve İstanbul %37'lik pay ile mevcut arzın çoğunluğuna ev sahipliği yapmaktadır. Diğer yandan, 29 alışveriş merkezinde yaklaşık 958 bin m² inşaat halinde olan kiralanan alan bulunmaktadır. 2022 yılsonu itibarıyla tamamlanması beklenen arz ile birlikte toplam alışveriş merkezi stokunun 14,5 milyon m² seviyesini aşması beklenmektedir. Organize perakende yoğunluğuna bakıldığında ise ülke genelinde 1.000 kişi başına 161 m² kiralanan alan olduğu görülmektedir. İstanbul 323 m² perakende yoğunluğu ile ülke genelinin iki katı yoğunluğa sahip görünürken, Ankara 300 m² üzerinde perakende yoğunluğuna sahip diğer bir şehir olarak öne çıkmaktadır.

4Ç 2020 itibarıyla İstanbul'da konumlanan 133 alışveriş merkezinin toplam kiralanan alanı (TKA) yaklaşık 5 milyon m²'yi aşmıştır. Şehirdeki alışveriş merkezi gelişiminin 2020 ile 2023 yılları arasında güçlü bir gelişim göstereceği beklenirken, 2023 yılının sonunda 146 alışveriş merkezinin 5,5 milyon m² stoku aşması öngörülmektedir.

Grafik: Açık AVM sayısı ve Toplam kiralanan alan **Tablo: Alışveriş Merkezi Gelişimi**



	Aktif		İnşaat halinde*		Toplam	
	Birim	TKA (m ²)	Birim	TKA (m ²)	Birim	TKA (m ²)
İstanbul	133	5.094.890	13	434.486	146	5.529.376
Ankara	44	1.686.964	2	57	46	1.743.964
Diğer Şehirler	270	6.809.293	14	466.417	284	7.275.710
Türkiye	447	13.591.147	29	957.903	476	14.549.050

*2022'nin sonu itibarıyla tamamlanması beklenmektedir.

Kaynak: JLL'in Ziraat GYO için hazırladığı rapor

Kaynak: * 3Ç20 verisi, JLL'in Ziraat GYO için hazırladığı rapor

Ofis Pazarı

İstanbul A Sınıfı ofis arzı, Avrupa yakasında Büyükdere Caddesi boyunca Levent-Etiler, Gayrettepe-Şişli ve Zincirlikuyu-Maslak bölgelerinde yer alan Merkezi İş Alanı (MİA) olarak adlandırılan bölgede yoğunlaşmıştır. Levent, ulaşım ve altyapı imkânı ile barındırdığı kaliteli ofis stoku sebebiyle en prestijli ofis bölgesi olarak nitelendirilmektedir. Havalimanı bölgesi ile Kağıthane dolayları da Avrupa yakasının ikincil ofis bölgesi olarak ön plana çıkmaktadır. Asya yakasında yer alan Kozyatağı, Altunizade, Kavacık ve Ataşehir ikincil ofis bölgeleri olarak nitelendirilmektedir. Asya tarafındaki Ümraniye ise gelişmiş ulaşım ağı, düşük ofis kiralari ve kiracıların istediği özelliklere göre proje geliştirilmesine elverişli olan geniş emlak ve arsa mevcudiyeti sayesinde MİA ile rekabet etmektedir. Özellikle tüketici ürünleri, sağlık ve ulaşım sektörlerinde hizmet veren bazı şirketler son yıllarda Asya tarafına taşınmışlardır. Ümraniye, ofis piyasasının gelişimi, 2005 sonrası yeni A sınıfı ofis projeleri geliştirilmeye başlanmasının ardından bu arza cevap olarak bölgede talebin güçlenmesi ile başlamıştır. Zamanla bölgenin toplu taşıma ağına entegrasyonun sağlanması ve MİA'na göre daha düşük kira seviyesi sunuyor olması bu alt pazarın güçlenmesini sağlamıştır. Ataşehir, son yıllarda gelişen bir ofis alt pazarıdır. A Sınıfı ofis stoku şu an için sınırlıdır ancak özellikle İstanbul Uluslararası Finans Merkezi bölgedeki gelişmekte olan arza katkıda bulunacaktır. İstanbul Uluslararası Finans Merkezi'yle yaklaşık 1,45 milyon m² ofis stokunun ortaya çıkması beklenmektedir. Proje sadece bulunduğu hinterlandın değil, tüm İstanbul'un ofis piyasasında arz- talep dengesini değiştirebilecek nitelikte stok sunmaktadır. Aşağıdaki tablo İstanbul'daki mevcut ve gelecek A Sınıfı ofis arzını göstermektedir.

YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo: Mevcut ve Gelecek A Sınıfı Ofis Arzı

		Aktif		İnşaat halinde*		Toplam	
		Birim	TKA (m ²)	Birim	TKA (m ²)	Birim	TKA (m ²)
Avrupa Yakası	MİA	88	1,923,031	3	184,400	91	2,107,431
	MİA dışı	55	1,620,435	2	165,000	57	1,785,435
Anadolu Yakası		111	2,097,545	13	1,595,600	124	3,693,145
Toplam		254	5,641,011	18	1,945,000	272	7,586,011

Kaynak: JLL, 4Ç 2020, *2023 sonu itibari ile bitmesi planlanan

4Ç 2020 itibariyle İstanbul'daki mevcut A Sınıfı ofis stoku 5,64 milyon m² seviyesine ulaşmıştır. Ofis pazarındaki yıllık TKA artışı en yüksek değeri 2017 yılında %10,5 iken, 2020 yılında hiçbir proje tamamlanmadığından %0 olarak kaydedilmiştir. 2017-2020 arasındaki A sınıfı ofis stok artışı %5,5 seviyesindedir.

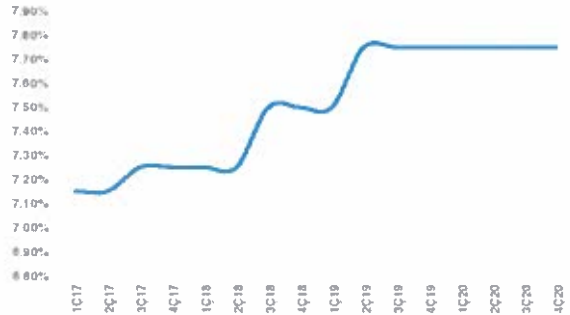
Büyükdere Caddesi boyunca yer alan MİA'da istenen en yüksek kiralar 2012'den beri 45 USD/m²/ay bandında iken talep daralması nedeniyle 2016'nın son çeyreğinde birincil kira 40 USD/m²/ay seviyesine, 2017 sonunda ise 30 USD/m²/ay seviyesine gerilemiştir. İstanbul'daki birincil kira seviyesi 2018 yılı 3. çeyreğinde 25 USD/m²/ay'a kadar gerilemeye devam ederken son çeyrekte "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 nolu Karara İlişkin Tebliğ" ile birlikte Türkiye'de yerleşik şirketlerin döviz cinsinden ve dövize endeksli sözleşmeler yapılması engellenmesi ile birlikte bu tarih itibari ile USD bazında ölçümde 2019 ikinci çeyreğine kadar bu seviyede devam etmiştir. İstanbul birincil kira seviyesi yıllara göre değişimi USD bazında aşağıdaki grafikte verilmiştir. Son verilere göre bu ofislerin kira getirileri %7,75 seviyelerindedir. Bu oran tarihsel olarak %7 ile %8 arasında dalgalanmaktadır.

2019 yılı ile karşılaştırıldığında 2020 yılındaki toplam kiralama işlemleri %45 düşüş göstermiştir. 2020 yılındaki kiralama oranları %38'i MİA bölgesinde, %37,5'i de Asya alt bölgesinde gerçekleşmiştir, bu durum İstanbul ofis pazarında Asya yakasında yer alan binalara karşı artan talebi göstermektedir. Diğer yandan, Covid-19 salgını nedeniyle önümüzdeki dönemde ofis alanına ihtiyacın azalması talebi negatif etkileyebilir.

Grafik: İstanbul MİA A-sınıfı aylık ofis kirası (Dolar/m²)



Grafik: İstanbul MİA A-sınıfı aylık ofis kira getirisi (%)



Kaynak: JLL, Colliers, Cushman&Wakefield

3.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş sermaye piyasası kurumlarıdır.

YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Grafik: XGMYO ve XU100, 1 Ocak 2019=100



Kaynak: Rasyonet

1998 yılında çıkan ilk tebliğ ile birlikte yıllar içinde birçok GYO halka arz olmuştur ve bugün itibarıyla BIST'te işlem gören 33 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı bulunmaktadır. Bu gayrimenkul ortaklıklarının toplam net aktif değeri, 4Ç20 sonu itibarıyla 69,4 milyar TL seviyesindeyken, piyasa değerleri, 9 Nisan 2021 itibarıyla 56,7 milyar TL dolayındadır. Mevcut durum itibarıyla BIST'teki GYO'lar, ağırlıklandırılmış net aktif değerlerine göre yaklaşık %21 seviyesinde iskonto ile işlem görmektedirler, sektörün toplam net aktif değerinin yaklaşık %33'ünü oluşturan Emlak Konut GYO hariç bakıldığında ise GYO hisseleri ortalama %3 prim ile işlem görmektedirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının oluşturduğu XGMYO endeksi, son on iki ayda %73 oranında artarak, 612,37 seviyesine ulaşırken, bu dönemde BIST-100 endeksinin %17 üzerinde performans göstermiştir. Bu dönemde öz sermaye değeri olarak en büyük 10 GYO, ortalama %82 oranında değer kazanmıştır.

Tablo: Halka açık GYO'lar ve iskonto/prim seviyeleri (9 Nisan 2021 kapanışı itibarıyla)

mTL	Hisse Kodu	Piyasa Değeri	NAD	NAD Primi/İskontosu
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	7.144	22.706	-69%
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	3.190	9.953	-68%
İş G.M.Y.O.	ISGYO	1.802	4.466	-60%
Özak G.M.Y.O.	OZKGY	1.751	3.701	-53%
Akış G.M.Y.O.	AKSGY	1.578	3.137	-50%
Halk G.M.Y.O.	HLGYO	3.220	2.915	10%
Sinpaş G.M.Y.O.	SNGYO	3.641	2.524	44%
Yeni Gimat G.M.Y.O	YGGYO	2.032	2.354	-14%
Servet G.M.Y.O.	SRVGY	4.885	2.158	126%
Reysaş G.M.Y.O.	RYGYO	1.134	2.086	-46%
Alarko G.M.Y.O.	ALGYO	1.587	1.906	-17%
Kiler G.M.Y.O.	KLGYO	1.290	1.812	-29%
Akmerkez G.M.Y.O.	AKMGY	1.845	1.578	17%
Vakıf G.M.Y.O.	VKGYO	1.389	1.487	-7%
Panora G.M.Y.O.	PAGYO	606	925	-35%
Özderici G.M.Y.O.	OZGYO	473	726	-35%
Akfen G.M.Y.O.	AKFGY	1.292	717	80%
Doğuş G.M.Y.O.	DGGYO	3.835	668	474%
Nurul G.M.Y.O.	NUGYO	4.960	535	827%
Atakule G.M.Y.O.	AGYO	658	494	33%
Peker G.M.Y.O.	PEKGY	471	488	-4%
T.S.K.B. G.M.Y.O.	TSGYO	2.635	465	467%
Deniz G.M.Y.O.	DZGYO	660	351	88%
Avrasya G.M.Y.O.	AVGYO	450	292	54%
Mistral G.M.Y.O	MSGYO	648	289	124%
Martı G.M.Y.O.	MRYGO	263	199	32%
Körfez G.M.Y.O.	KRGYO	396	186	112%
Yapı Kredi Koray G.M.Y.O.	YKGYO	292	127	130%
Pera G.M.Y.O.	PEGYO	244	114	114%
Trend G.M.Y.O.	TDGYO	207	62	233%
Ata G.M.Y.O.	ATAGY	109	35	211%
İdealist G.M.Y.O.	IDGYO	103	7	1310%
Yeşil G.M.Y.O.	YGYO	299	-18	a.d.
Toplam		55.089	69.448	-21%
EKGYO Hariç		47.945	46.742	3%

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet

(Signature)
YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4. Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

4.1 Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Şirket 1 Kasım 2016 tarihinde T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ("Ziraat Bankası") tarafından 1.300.000.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Kurulda taahhüt edilen sermayenin tamamı Ziraat Bankası tarafından sahip olunan 1.036.242.000 TL değerinde gayrimenkullerin aynı, 263.758.000 TL nakdi olarak verilmiştir.

8 Temmuz 2020 tarihine tescil edilen 2.220.215.000 TL sermaye artırımını ile sermayedar Ziraat Bankası toplam değeri 1.886.279.500 TL olan gayrimenkulleri aynı ve 1.000.000.000 TL nakdi sermayeyi 1,30 TL hisse fiyatından koyarak ödenmiş sermayeyi 3.520.215.000 TL'ye yükseltmiştir.

Şirket'in mevcut durumda 3 adet iştiraki bulunmaktadır. %100 iştirak olunan gayrimenkul proje geliştirme, yatırım ve kiralama faaliyetlerinde bulunan Ziraat GYO d.o.o. Sarajevo'nun sermayesi 160,6 milyon TL'dir. %100 iştirak olunan gayrimenkul işletme ve kiralama, proje geliştirme faaliyetlerinde bulunan Ziraat İşletme Yönetimi ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.'nin sermayesi 5 milyon TL'dir. %50 iştirak olunan gayrimenkul proje geliştirme ve yatırım faaliyetlerinde bulunan Konkur İnşaat Yatırım ve Pazarlama A.Ş.'nin sermayesi 32 milyon TL'dir.

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Ziraat GYO Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi

Unvanı	Sınıf(*)	Toplam Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	A	714.219.129	20,29%
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	B	2.805.995.871	79,71%
Toplam		3.520.215.000	100,00%

Halka Arz Sonrası

Unvanı	Sınıf	Toplam Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	A	714.219.129	15,22%
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	B	2.805.995.871	59,78%
Halka Arz Yatırımcısı	B	1.173.405.000	25,00%
Toplam		4.693.620.000	100,00%

* A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlar dışındaki tüm üyeleri A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından, bağımsız adaylar ise A ve B grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilir. Oy kullanımına ilişkin imtiyazı bulunmamaktadır.

Kaynak: Şirket verisi

4.2 Tarihçe

2016

- T.C. Ziraat Bankası A.Ş. tarafından 1 Kasım 2016 tarihinde 1.036.242.000 TL aynı ve 263.758.000 TL de nakdi olmak üzere toplam 1.300.000.000 TL sermaye ile kurulmuştur.
- 27.195,50 m²'lik İstanbul Uluslararası Finans Merkezi arsası ile İstanbul'da yer alan 10 adet ofis binası kuruluştaki şirket portföyü içinde yer almıştır.

2017

- İzmir İli, Konak İlçesindeki 395 m² arsa niteliğindeki gayrimenkulün 248/300 hissesi, üzerinde dükkân ve konaklama tesisi (misafirhane) projesi geliştirilmek üzere 16.323.000 TL bedelle satın alınmıştır.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ziraat GYO'ya ait alan Ziraat Bankası şube hizmet alanı ve konaklama tesisi, diğer hissedarın alanı dükkân olarak tasarlanmıştır. İş bitim tarihi 06 Mart 2021 olarak belirlenmiştir.

- İstanbul İli, Kartal İlçesi, 108/1 pafta, 2710 ada ve 399 parselde kayıtlı Rota Mavi Sitesinde yer alan A, B ve C Bloklarındaki toplam 140 adet bağımsız bölüm, 17 Ağustos 2017 tarihinde imzalanan "Satış Vaadi Sözleşmesi" ile KDV dâhil toplam 62.700.000 TL bedelle satın alınmıştır.

2018

- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (IUFM) Ziraat Kuleleri Projesi için Kalyon İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile 28.05.2018 tarihinde yüklenici firma olarak anahtar teslim götürü bedel inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Ziraat Kuleleri Projesinin, IUFM'nin tümü için belirlenen takvime uygun olarak tamamlanması ve 2022 yılı içerisinde faaliyete geçmesi planlanmaktadır.
- İlk yurt dışı gayrimenkul yatırımı 23 Nisan 2018 tarihinde Frankfurt Mylius Caddesi 14'de kayıtlı binanın 10,2 milyon Euro bedelle satın alınması ile gerçekleştirilmiştir. Binanın dördüncü katı hariç tadilat ve onarım işi 2019 yılı Eylül ayında tamamlanmış ve Ziraat Bank A.G'ye kiraya verilmiştir. Binanın 4. katı ise yerel bir avukatlık bürosu ve notere kiraya verilmiştir.
- Ankara İli, Çankaya İlçesi, Güzeltepe Mahallesi'nde müstakil bina 2.525.000 TL bedelle portföye dâhil edilip, Orko Mümessillik Teknik Cihazlar Ltd Şti 'ne kiraya verilmiştir.
- İzmir mobilya sektörünün merkezi sayılan Karabağlar İlçesi'nde 10872 ada ve 5 parselde yer alan bina yıkılarak arsası üzerinde proje geliştirmek üzere 28.03.2018 tarihinde 4.800.000,- TL'ye satın alınmıştır. Bina, riskli yapı kapsamında yıkılmış olup dükkân ve ofis projesi geliştirilmiştir. Yüklenici Yenikar Mühendislik Gıda İnşaat Emlak Nakliye Turizm Temizlik San. ve Tic. Ltd. Şti projeyi 15 Haziran 2020 tarihinde tamamlamış olup, yapı kullanma izin belgesi alınma aşamasındadır.
- İzmir İli, Konak İlçesinde 14 adet bağımsız bölümden oluşan ve birinci kattan itibaren iki blok halinde yükselen bina, bulunduğu bölgeye uygun olarak 45 odalı, 81 yataklı otel yapılmak üzere 28.03.2018 tarihinde 11.601.000 TL'ye satın alınmıştır. Yüklenici Otto 312 Tasarım Danışmanlık İnş. Tic. Ltd. Şti.'ne 06 Kasım 2020 tarihinde yer teslimi yapılmış olup, sözleşmeye göre iş bitim tarihi 31 Ekim 2021'dir.
- Merkezi ticari konumu nedeniyle bankacılık sektörü açısından cazibesi yüksek, Kahramanmaraş İli, Dulkadiroğlu İlçesi Yenişehir Mahallesi'ndeki bina yıkılıp yeni bir proje geliştirmek üzere 23.05.2018 tarihinde 3.500.000 TL'ye satın alınmıştır. Yüklenici Mülazımoğlu İnşaat ve San. ve Tic. Ltd. Şti.'ne 3 Ocak 2020 tarihinde yer teslimi yapılmıştır.
- Konut projeleri açısından yüksek talep gören İstanbul ili, Kadıköy İlçesi, Erenköy Mahallesi'ndeki bina, yıkılıp arsa üzerinde dükkân ve konut içerikli yeni bir proje geliştirmek üzere 26.04.2018 tarihinde 26.500.000 TL'ye satın alınmıştır. 3 bodrum, zemin ve 14 normal kattan oluşan proje; zemin katta dükkân, üst katlarda konut olarak planlanmıştır. 24.12.2020 tarihinde Kaan Ayyıldız İnşaat A.Ş. yüklenici olarak belirlenmiş olup, işin süresi 16 ay olarak planlanmıştır.
- İnşaat halindeki Şehir Hastanesine komşu konumundaki Ankara İli, Yenimahalle İlçesi, Varlık Mahallesi'ndeki bina, yıkılıp yeni bir konut projesi geliştirmek üzere 13.06.2018 tarihinde 7.000.000 TL'ye satın alınmıştır. Proje; bodrum, zemin ve 4 normal kat olarak planlanmış olup, toplam 5.413 m² inşaat alanına sahiptir. Birinci İnşaat Mühendislik Temizlik Gıda Taahhüt San. ve Tic. Ltd. Şti. yükleniminde projenin inşaatı devam etmektedir.
- İstanbul'un Başakşehir İlçesi, Kayaşehir Mahallesi'nde geliştirilen konut, ofis ve alışveriş merkezinden oluşan karma bir proje içinde yer alan brüt 27.700 m² alanlı Palladium Kayaşehir Alışveriş Merkezi, Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin garantör olduğu "Satış Vaadi Sözleşmesi" ile 02.10.2018 tarihinde KDV hariç 195.000.000 TL bedelle satın alınmıştır. Projenin inşaatı devam etmektedir.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2019

- İstanbul İli, Silivri İlçesi'nde yüzölçümü 98.146 m² olan arsa üzerinde yüklenici Makro İnşaat Ticaret A.Ş. tarafından geliştirilen Herdem – Silivri / İstanbul Yaşam Köyü Projesi'nin 22.201 m² inşaat alanına sahip 304 adet bağımsız bölümü, kira ve işletme geliri sağlanmak üzere 22.05.2019 tarihinde imzalanan "Satış Vaadi Sözleşmesi" ile KDV dâhil 73.677.000 TL'ye satın alınmıştır. Projenin inşaatı devam etmektedir.
- Muğla İli, Bodrum İlçesi, Çarşı Mahallesi'nde 417,89 m² olan arsa üzerindeki "Avlulu Kargir Ziraat Bankası Binası" 12.06.2019 tarihinde 11.000.000 TL'ye satın alınmıştır. Parsel üzerinde "İşyeri ve Konaklama Tesisi (otel)" projesi geliştirilecektir. Proje için Koruma Amaçlı Nazım ve Uygulama İmar Planı Değişikliği çalışmaları devam etmektedir.
- Ziraat GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkullerin işletilmesi başta olmak üzere, proje geliştirme, yatırım ve kiralama yönetimi faaliyetleri göstermek amacıyla %100 hissesi Ziraat GYO'ya ait 5.000.000 TL sermayeli Ziraat İşletme Yönetimi ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. 27.06.2019 tarihinde kurulmuştur.
- Portföyünde Sabiha Gökçen Havaalanı karşısında yer alan ve her türlü ticari faaliyete uygun toplam 93.188 m² alana sahip iki adet arsanın bulunduğu Konkur İnşaat Yatırım ve Pazarlama A.Ş. hisselerinin %50'si 30.10.2019 tarihinde 82.160.535 TL bedelle alınmıştır.

2020

- 1.886.279.500 TL ayni (30 adette toplam 119 bağımsız bölümden oluşan gayrimenkul) ve 1.000.000.000 TL nakdi olmak üzere toplam 2.886.279.500 TL büyüklüğünde varlık karşılığında toplam 2.220.215.000 TL sermaye artışı yapılarak Şirket'in çıkarılmış sermayesi 3.520.215.000 TL'ye yükselmiştir.
- Yurt dışında gayrimenkul yatırımı yapılmasına devam edilmesi projeksiyonuna yönelik olarak, Bosna'da ZiraatBank BH d.d. ve 3. şahıslara kiralama işlemi yapmak amacıyla %100 ortaklık payı ve 34.931.112 KM sermaye ile Ziraat GYO d.o.o Sarajevo şirketi 22.06.2020 tarihinde kurulmuştur. Bu kapsamda Saraybosna'da bulunan ZiraatBank BH d.d. Genel Müdürlük binası satın alınmıştır. Zemin ve ilk 7 kat Ziraat Bank BH d.d.'ye kiralanmıştır. Diğer katların kiralama işlemi devam etmektedir.
- Portföyde bulunan İstanbul Kozyatağı Binası, İUFM'de bulunan Ziraat Kuleleri'nin tamamlanması sonrasında üst katlarının boşaltılacak olması dikkate alınarak 15.09.2020 tarihinde KDV dâhil 45.000.000 TL'ye satılmıştır.
- İstanbul İli, Üsküdar İlçesi, Burhaniye Mahallesi'nde, yüzölçümü 1.548,87 m² olan arsanın 343/492 hissesi 11.08.2020 tarihinde 5.576.000 TL'ye portföye dâhil edilmiştir. 12.08.2020 tarihinde Güneri Şehircilik İnşaat Pazarlama ve Tic. A.Ş. ile Kat Karşılığı Usulü Anahtar Teslim İnşaat Yapım Sözleşmesi imzalanmıştır. Projede toplam 13 konut, 3 dükkân bulunmakta olup, 4 konut ve 1 dükkân Ziraat GYO'ya aittir. Projenin inşaatı devam etmektedir.
- Ayni sermaye yolu ile portföye dâhil edilen İstanbul Göztepe Pırlanta Sitesinde yer alan 70 adet bağımsız bölümün 58 adedi toplam 53.105.095 TL'ye satılmıştır.
- Satış Vaadi Sözleşmesi ile alınan İstanbul Kartal Rota Mavi Sitesinde yer alan 140 adet bağımsız bölümden 44 adedinin satışı toplam 21.138.613 TL olarak gerçekleşmiştir.
- Muğla İli, Fethiye İlçesi, Cumhuriyet Mahallesi'nde toplam yüzölçümü 1.590 m² olan arsa niteliğindeki ve limana komşu durumda gayrimenkuller 26.11.2020 tarihinde 9.939.500 TL bedelle satın alınmıştır. Mevcut binalar yıkım aşamasında olup, gayrimenkuller üzerinde işyeri ve konaklama tesisi (otel) projesi geliştirilmektedir.
- İstanbul İli, Fatih İlçesi, Alemdar Mahallesi'ndeki "Bahçeli Ziraat Bankası Binası" nitelikli gayrimenkul 13.07.2020 tarihinde Ziraat GYO'ya ayni sermaye olarak 45.000.000 TL bedel ile devrolmuştur. Tarihi eser tescilli taşınmaz, Şirket'e ait Çağaloğlu Binası ile bir bütün halinde otel ve işyeri olarak projelendirilmektedir.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- İstanbul İli, Kadıköy İlçesi, Osmanağa Mahallesi'ndeki "Kargir Apartman" nitelikli gayrimenkul 10.07.2020 tarihinde Ziraat GYO'ya aynı sermaye olarak 28.213.000 TL bedel ile devrolmuştur. Kiraya verilmesi planlanan taşınmaz üzerinde çelik takviyeli statik iyileştirme, tadilat, bakım ve onarım yapılması kararlaştırılmış olup, bu işlemlerin ilk basamağı olan söküm işlerine başlanmıştır.

4.3 Faaliyet Alanları

Ziraat GYO, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumudur.

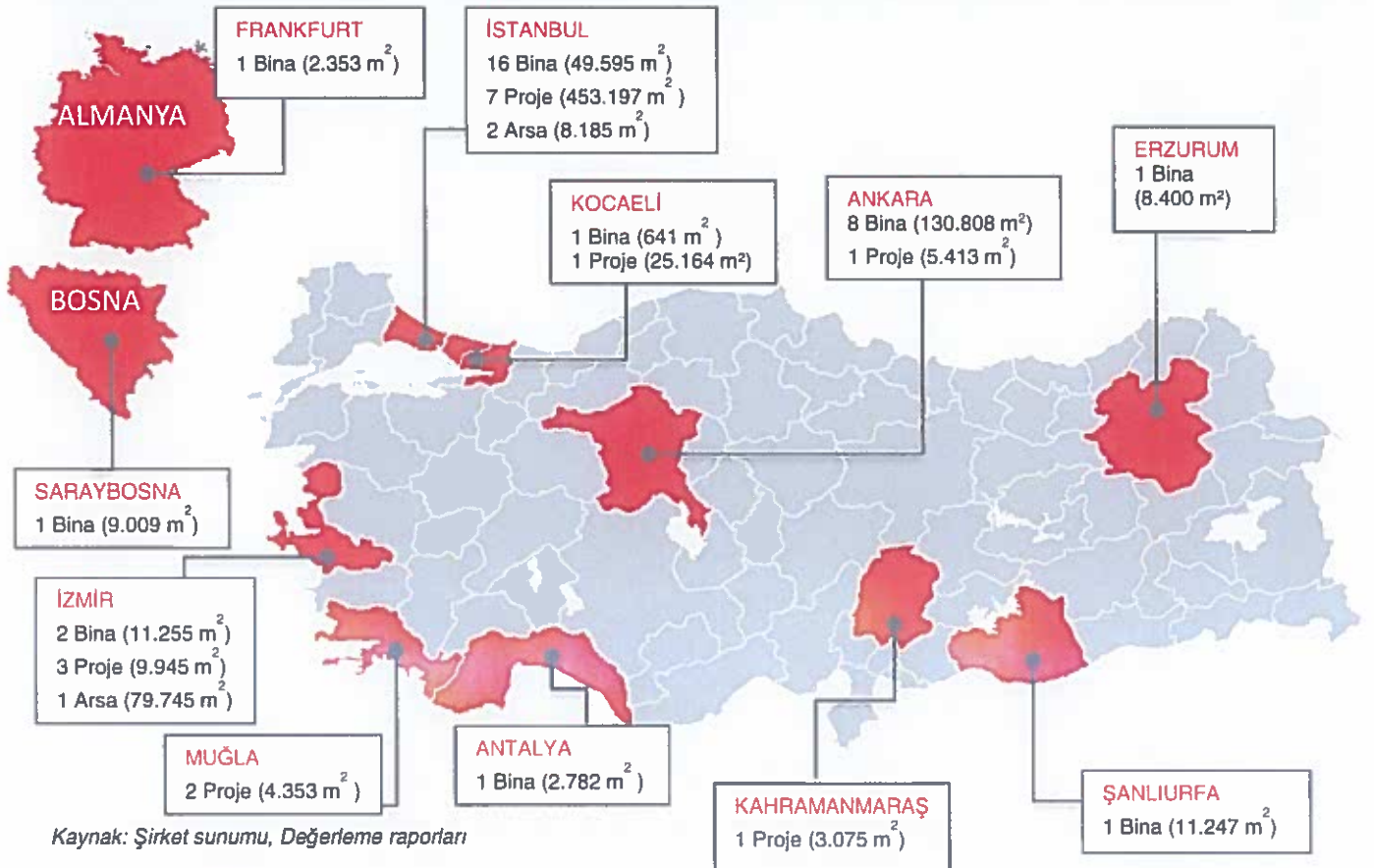
Şirket; faaliyet esasları, yapamayacağı işler, yatırım faaliyetleri, yatırım yasakları, yönetim sınırlamaları, portföy sınırlamaları ve portföy çeşitlendirmesi ile mutlak hakların tesisi ve tapu işlemleri hususunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uymaktadır.

Ziraat GYO tüm gayrimenkul portföyünü "yatırım amaçlı gayrimenkuller" ve "stoklar" altında takip etmektedir.

Şirket'in tüm yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü; kira getirili gayrimenkuller, projeler ve arsalarından oluşmaktadır.

4.4 Portföy Hakkında Bilgiler

Şirket'in hâlihazırda portföyünde, 15 adet projesi, 3 adet arsası ve 30'u yurtiçinde, 2'si yurtdışında olmak üzere 32 adet binası bulunmaktadır. Son değerlendirme raporlarına göre bu gayrimenkullerin toplam değerleri 4,6 milyar TL seviyesindedir. Toplam değerlerin %46'sını projeler, %36'sını kira getirili varlıklar ve %18'ini arsalar oluşturmaktadır. Şirket'in yurtdışındaki varlıkları Frankfurt (Almanya) ve Saraybosna (Bosna) şehirlerinde bulunurken, diğer varlıkları Türkiye'nin 9 farklı şehrinde yer almaktadır. Şirket'in toplam portföy değerinin %64'ünü İstanbul'da bulunan gayrimenkuller oluşturmaktadır.



Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerlerinin Coğrafi Dağılımı (TL)

TL	Arsa	Bina	Proje	Toplam	Portföydeki Payı
Yurtiçi	867.005.000	1.407.468.250	2.113.799.675	4.388.272.925	93,7%
İstanbul	301.650.000	692.538.750	1.998.599.675	2.992.788.425	63,9%
İzmir	565.355.000	39.505.000	60.600.000	665.460.000	14,2%
Ankara	-	572.475.000	12.960.000	585.435.000	12,5%
Kocaeli	-	4.000.000	30.500.000	34.500.000	0,7%
Şanlıurfa	-	40.330.000	-	40.330.000	0,9%
Muğla	-	22.939.500	-	22.939.500	0,5%
Erzurum	-	17.300.000	-	17.300.000	0,4%
Antalya	-	18.380.000	-	18.380.000	0,4%
K.Maraş	-	-	11.140.000	11.140.000	0,2%
Yurtdışı	-	293.209.177	-	293.209.177	6,3%
Almanya	-	131.494.000	-	131.494.000	2,8%
Bosna	-	161.715.177	-	161.715.177	3,5%
Portföy	867.005.000	1.700.677.427	2.113.799.675	4.681.482.102	100,0%

Kaynak: Değerleme raporları

Kira Getirili Gayrimenkuller

Kira Getirili Gayrimenkuller	Şehir	Kiralanabilir Alan (m ²)	2020 Yıl Sonu Değeri (mn TL)
Next Level Alışveriş Merkezi	Ankara	32.188	433,70
Sarajevo Binası	Sarajevo	9.009	161,70
Maslak Binaları	İstanbul	15.027	152,20
Frankfurt Ofis Binası	Frankfurt	2.353	131,50
Beyoğlu Binası	İstanbul	4.304	116,70
Bahçekapı Binası	İstanbul	3.170	68,50
Beyazıt Binası	İstanbul	1.926	55,80
Okul Binası	Ankara	11.282	45,00
Otel Binası	Şanlıurfa	11.247	40,30
Aksaray Binası (Turgut Özal Millet Cd)	İstanbul	5.640	39,40
Bahçekapı Postane Cad Binası	İstanbul	1.998	39,10
Beşiktaş Binası	İstanbul	1.408	36,50
Kadıköy Rıhtım Binası	İstanbul	2.887	36,10
Cağaloğlu Binası	İstanbul	1.480	31,30
Galatasaray Binası	İstanbul	1.302	29,30
Yenişehir Binası	Ankara	3.361	27,20
Mecidiyeköy Binası	İstanbul	2.230	26,10
Çınarlı Binası	İzmir	7.904	20,50
Aksaray Binası (Cerrahpaşa Cd)	İstanbul	2.168	20,20
Göztepe Binası	İstanbul	1.950	20,00
Kızılay Binası	Ankara	2.450	19,80
Bornova Binası	İzmir	3.351	19,00
Antalya Binası	Antalya	2.527	18,40
Erzurum Binası	Erzurum	7.045	17,30
Adakale Binaları	Ankara	2.610	16,90
Cebeci Binası	Ankara	2.358	14,10
Şehremini Binası	İstanbul	1.770	12,60
Yenişehir İhlamur Sokak Binası	Ankara	2.498	12,00
Tünel Binası	İstanbul	418	4,60
Bayrampaşa	İstanbul	862	4,30
Karamürsel Binası	Kocaeli	679	4,00
Çankaya Binası	Ankara	528	3,80
Toplam		149.930	1.677,90

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme raporları

(Signature)
YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ekspertiz Değerine Göre 10 Büyük Kira Getirili Gayrimenkul

Ankara Next Level AVM

2020 yılsonu değerlendirme raporlarına göre, kira getirili gayrimenkullerden en değerli taşınmaz ticari hayatın ve yaya yoğunluğunun olduğu, önemli kamu binalarının yer aldığı Ankara'nın merkezi lokasyonlarından birinde bulunan Next Level AVM'dir. 9 Temmuz 2020 tarihinde 421,7 milyon TL değerle, Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak Ziraat GYO'ya devredilmiştir. Gayrimenkulün toplam kiralananabilir alanı 32.188 m²'dir. Kiralama dâhil her türlü işlemlerinin yönetiminin Şirket'in bağlı ortaklığı Ziraat İşletme Yönetimi tarafından gerçekleştirilmesi hususunda sözleşme imzalanmıştır. Anılan sözleşme kapsamında, Ziraat İşletme Yönetimi; alt kiracılardan elde ettiği kiralama gelirlerinden, AVM için yapılan ortak giderler ile kendi genel yönetim giderlerini düşerek AVM'nin net gelirini hesaplamakta ve net gelir üzerinden kira bedelini yıllık olarak Şirket'e ödemektedir.

AVM'de 2020 yılsonu itibarıyla, 117 adet mağaza alanı bulunmakta olup 85 adet mağaza faaliyet göstermektedir. Sözleşme ve görüşme aşamasındaki 11 mağaza ile mağaza bazlı doluluk oranının %83 seviyesine ulaşması öngörülmektedir. Next Level AVM'de hizmet veren mağazalarla ciro kirası ve asgari kira yöntemine göre kiralama sözleşmeleri yapılabilmektedir. Ciro kirası yöntemi ile sözleşme yapılan kiracılar, faaliyetlerinden elde ettikleri cironun belirlenen bir oranı esas alınarak kira öderken asgari kira yöntemi ile sözleşme yapılan kiracılar sözleşmesinde kararlaştırılan sabit bir tutar üzerinden kira bedeli ödemektedir. Pandemi nedeniyle ülke genelinde alınan kapama kararları çerçevesinde, 15 Mart - 31 Mayıs 2020 döneminde sabit kira bedeli belirlenen kiracılar için kira ödemesiz dönem belirlenmiş; sabit kirası olmakla birlikte, mağaza faaliyetine devam eden kiracıların kira bedelleri bu dönem için ciro kirasına dönüştürülmüştür. Bu dönemde kiralarda yapılan indirimler ve sabit kira uygulamasından ciro kirası uygulamasına geçiş sonucunda Ziraat İşletme Yönetimi'nin kira gelirlerinde yaklaşık %40 seviyelerinde düşüş yaşanmıştır. Pandemi şartlarının normalleşmesi ile birlikte geçici kira değişiklikleri sonlandırılarak ana sözleşmelerinde belirtilen kira tutarlarına dönülmesi hedeflenmektedir. Net gelir üzerinden kira alınan AVM'nin güncel ekspertiz değeri 433,66 milyon TL'dir.



Sarajevo Binası

Bosna Hersek'te Ziraat GYO'nun %100 bağlı ortaklığı olan Ziraat GYO d.o.o Sarajevo tarafından 22.06.2020 tarihinde 117,8 milyon TL (34 milyon Bosna Hersek Markı) bedelle satın alınan binanın toplam kiralananabilir alanı 9.009 m²'dir. 14 katlı binanın 7 katı ZiraatBank Bosna'ya kiralanmış olup kalan 7 ofis katının da kiralama işlemleri ise devam etmektedir. 2020 yılında 1,6 milyon BAM (Bosna Hersek Markı) yıllık kira bedeli ZiraatBank Bosna'dan peşin olarak tahsil edilmiştir. 2020 yılsonu itibarıyla güncel ekspertiz değeri 161,7 milyon TL (35,17 milyon BAM)'dir.



Maslak Binaları

Ayazağa/İstanbul'da bulunan Maslak Binaları, 9 Kasım 2016 tarihinde 126,3 milyon TL değerle, Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak Ziraat GYO'ya devredilmiştir. Ofis kullanımının yoğunlaştığı bir bölge olması sebebiyle ticari potansiyeli yüksek olan ve 2 bloktan oluşan gayrimenkulün toplam kiralananabilir alanı 15.027 m²'dir. Gayrimenkul Ziraat Bankası'na kiraya verilmiş olup 2020'de 14,8 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 152,2 milyon TL'dir.



[Signature]
YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Frankfurt Binası

Almanya'nın ekonomik anlamda güçlü merkezlerinden biri olan Frankfurt'un şehir merkezinde yer alan ofis binası Ziraat GYO tarafından 23 Nisan 2018 tarihinde 47,6 milyon TL (10,2 milyon Avro) bedel ile satın alınmıştır. Binanın toplam kiralanabilir alanı 2.353 m²'dir. Ziraat Bank International A.G. ve yerel avukatlık bürosu ve noterlik yapan kuruma kiraya verilen gayrimenkulden 2020 yılında 6 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 131,5 milyon TL (13,9 milyon Avro)'dir.



İstanbul Beyoğlu Binası

İstiklal Caddesi (Beyoğlu/İstanbul) üzerinde bulunan iki mağaza ve bir apartman nitelikli gayrimenkulün yakın çevresinde Taksim meydanı, Gezi Parkı, Galatasaray Lisesi gibi önemli alanlar yer almaktadır. 9 Kasım 2016 tarihinde Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak devredilen bina toplam 4.304 m² kiralanabilir alana sahiptir. Ziraat Bankası'na kiraya verilen binadan 2020 yılında 5,7 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 116,7 milyon TL'dir.



İstanbul Bahçekapı Binası

Fatih/İstanbul'da iki mağaza ve bir banka binasından oluşan gayrimenkul Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak 13 Temmuz 2020 tarihinde portföye eklenmiştir. Eminönü'nün merkezi konumuna oldukça yakın olan ve çeşitli ulaşım ağlarına da birkaç dakika uzaklıkta bulunan ve toplam 3.170 m² kiralanabilir alana sahip olan gayrimenkul Ziraat Katılım Bankası'na kiraya verilmiştir. 2020 yılında 1,8 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 68,5 milyon TL'dir.



İstanbul Beyazıt Binası

Fatih/İstanbul'da bulunan apartman nitelikli bina, sosyo-ekonomik yönden, üst düzey gelir grubunun genellikle iş merkezi ve ofis olarak tercih ettikleri alanları kapsamaktadır ve Beyazıt çarşısı, Sultanahmet Camii, Laleli, İstanbul Üniversitesi, Gülhane parkı vb. birçok tarihi eserlerin olduğu, turistik ve ticaret yönünden son derece hareketli bir bölgede yer almaktadır. 10 Kasım 2016 tarihinde Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak devredilen bina toplam 1.926 m² kiralanabilir alana sahiptir. Ziraat Bankası ve Demsa Holding A.Ş.'ye kiraya verilen binadan 2020 yılında 4,3 milyon TL kira geliri edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 55,8 milyon TL'dir.



YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ankara Okul Binası

Yenimahalle/Ankara'da bulunan ofis/işyeri nitelikli gayrimenkul, 14 Temmuz 2020 tarihinde Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak devredilmiştir. Toplam 11.282 m² kiralanabilir alana sahip ve 6 kattan oluşan bina Arı Inovasyon Bilim ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. tarafından kiralanmış ve okul olarak kullanılmaktadır. 2020 yılında 1,4 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 45 milyon TL'dir.



Şanlıurfa Otel Binası

Haliliye/Şanlıurfa'da Göbeklitepe, Balıklıgöl gibi sanat ve turizm için açısından önemli yapılara sahip olan bölgede yer alan otel binası, Şirket'e Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak 10 Temmuz 2020 tarihinde devredilmiştir. Toplam 11.247 m² kiralanabilir alana sahip ve DB Otelcilik ve Turistik İşletmeler A.Ş.'ye kiraya verilen binadan 2020 yılında 121 bin TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 40,3 milyon TL'dir.



İstanbul Aksaray Binası (Turgut Özal Millet Cad.)

Fatih/İstanbul'da bulunan banka binası, Şirket'e Ziraat Bankası tarafından 9 Kasım 2016 tarihinde aynı sermaye olarak devredilmiştir. Toplam 5.640 m² kiralanabilir alana sahip ve Türkiye Sigorta ve Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'ye kiraya verilen binadan 2020 yılında 3,7 milyon TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 39,4 milyon TL'dir.



Kiraya Verilen Diğer Gayrimenkuller

Yukarıda bahsedilenler dışında, Şirket'in 6 farklı şehirde kiraya verilmiş 22 adet gayrimenkulü bulunmaktadır ve bunların güncel ekspertiz raporları üzerinden toplam değerleri 433,1 milyon TL'dir. Bu gayrimenkullerin toplam kiralanabilir alanları 53.784 m²'dir.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Projeler

Projeler	Şehir	Proje Alanı (m²)	2020 Yıl Sonu Değeri (mn TL)
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	İstanbul	431.041	1.752,60
Karaköy	İstanbul	3.965	78,10
Cağaloğlu	İstanbul	3.748	54,50
Erenköy	İstanbul	9.961	41,00
Taksim	İstanbul	2.080	36,30
Alsancak	İzmir	2.765	30,80
Kartepe	Kocaeli	25.164	30,50
Kadıköy- Osmanağa	İstanbul	1.530	30,00
Efes-Konak	İzmir	4.921	17,80
Bodrum	Muğla	881	13,00
Yenimahalle	Ankara	5.413	13,00
Karabağlar	İzmir	2.259	12,00
Kahramanmaraş	Kahramanmaraş	3.075	11,10
Fethiye	Muğla	3.472	9,90
Burhaniye	İstanbul	872	6,20
Toplam		501.147	2.136,80

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme raporları

Ekspertiz Değerine Göre 5 Büyük Proje

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi

Mülga Kalkınma Bakanlığı tarafından hazırlanan 9. ve 10. Kalkınma Planı'nda yer alan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (IUFM) Projesi kapsamında Ümraniye'de yer alan 40 ve 46 katlı iki ofis kulesi ve ticari alanlardan oluşan Ziraat Kuleleri Projesi'dir. Ümraniye ve Göztepe istikametinde metro hatları ile desteklenen Proje, 15 Temmuz Şehitler Köprüsü ve Fatih Sultan Mehmet Köprüsü bağlantı yollarının kesişim noktasında bulunmaktadır. Toplam 1,5 milyon m² ofis alanından oluşan Proje'de Ziraat Kulelerin toplam kiralanabilir alanı yeme & içme ve alışveriş alanı dâhil 147.567 m²'dir. Toplam gayrimenkul portföyü içinde %37 pay ile en değerli gayrimenkul olan Ziraat Kuleleri Projesi'nin 2020 yılsonu itibariyle ilerleme seviyesi %43,5 iken, Mart 2021 sonu itibariyle bu seviye %48,8'e yükselmiştir ve kulelerin 2022'de faaliyete geçmesi öngörülmektedir. Kulelerden birinin Ziraat Bankası'na kiralanmasına yönelik İyi Niyet Protokolü imzalanmıştır ve kalan yaklaşık %40'lık kısım için de kiralama çalışmaları devam etmektedir. Kiracılara sağlanacak vergi avantajının doluluk oranını olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz.




YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Kayaşehir Palladium Alışveriş Merkezi Projesi

Avrupa Yakası'nın yeni ve modern uydu kentlerinden biri olan Kayaşehir'in merkezinde yer alan konut, ofis ve alışveriş merkezinden oluşan karma bir projedir. Kuzey Marmara ve TEM otoyollarının kesişim noktasında yer alan proje İstanbul Yeni Havalimanı'na en yakın yerleşim yerlerinden biridir. 2022 yılı başında bitmesi planlanan Proje'de Mart 2021 sonu itibariyle ilerleme oranı %51'dir. Kanal İstanbul'un tamamlanması ile de bölgedeki nüfus yoğunluğu ve talebin artması beklenmektedir. Satış vaadi sözleşmeli Proje, güncel olarak verilen avanslar kaleminde takip edilirken proje bitişinden itibaren Kira Getirili Gayrimenkullerde izlenecektir.



HerDem Yaşam Köyü Projesi

Silivri/İstanbul'da "Sağlıklı Yaşam Köyü" konsepti çerçevesinde bahçeli ve müstakil konutlar ile Sağlık Tesis'i'nden oluşan projede ilerleme oranı Mart 2021 sonu itibariyle %79,7'dir ve projenin 2022 ortasında bitmesi planlanmaktadır. Pandemi döneminde bahçeli ve müstakil konutlara artan talebin satışları olumlu etkileyebileceğini düşünüyoruz. Satış vaadi sözleşmeli Proje güncel olarak verilen avanslar kaleminde takip edilirken, proje bitişinden itibaren stoklarda izlenecektir.



Karaköy Ofis Projesi

Beyoğlu/İstanbul'da doğu cephesinde Yeraltı Camii, güney ve batı cephesinde ise boğaz hattı ve Marmara Denizi bulunan gayrimenkul Şirket'e 8 Temmuz 2020 tarihinde Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak devredilmiştir. 2022'de bitmesi planlanan Proje 3.965 m² alana sahiptir ve Mart 2021 sonu itibariyle Proje'de ilerleme oranı %3,3'tür. 2020 yıl sonu ekspertiz raporuna göre Proje'nin değeri 78,1 milyon TL'dir.



Erenköy /İstanbul Projesi

Erenköy/İstanbul'da bulunan gayrimenkul 26 Nisan 2018 tarihinde 26,5 milyon TL bedel ile satın alınmıştır. Alanı 9.961 m² olan, dükkan ve konuttan oluşması planlanan Proje'de yapı ruhsatı alınmış ve Proje'nin 2022'de bitmesi öngörülmüştür. 2020 yıl sonu ekspertiz raporuna göre Proje'nin değeri 41 milyon TL'dir.



*YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.*

Arsalar

Arsalar	Şehir	Arsa Alanı (m ²)	2020 Yıl Sonu Değeri (mn TL)
Bayraklı	İzmir	79.745	565,40
Levent	İstanbul	6.298	287,60
Altunizade	İstanbul	1.887	14,10
Toplam		87.930	867,10

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme raporları

İkisi İstanbul'da biri İzmir'de olmak üzere, Şirket'in 3 adet arsası bulunmaktadır ve bahsedilen arsalar toplam gayrimenkul portföyünün %18'ini oluşturmaktadır.

79.745 m² alana sahip Bayraklı arsalarında 256.800 m² inşaat alanına sahip ticari alan, konut ve ofisten oluşan karma bir proje planlanmaktadır. Tahmini proje maliyeti 1,1 milyar TL ve hasılat beklentisi ise 2,1 milyar TL'dir. 2020 yılsonu ekspertiz raporuna göre gayrimenkulün değeri 565,4 milyon TL'dir. Bölgede güçlü kurumsal geliştirici eksikliği ve depreme dayanıklı konut ihtiyacının gayrimenkul değerini olumlu etkileyen faktörlerdendir.

İstanbul Merkezi İş Alanı'nın merkezinde 6.298 m² brüt alan ve 61.300 m² inşaat alanına sahip Levent arsasının AVM'ler, oteller ve 4. Levent metro hattına yakın olması gayrimenkul değerini olumlu etkileyen faktörlerdendir. Arsanın 2023 yılında satışa çıkarılması planlanmaktadır.

1.887 m² alana sahip Altunizade arsasında 3.067 m² alanlı konut projesi planlanmaktadır. Tahmini proje maliyeti 9,2 milyon TL ve hasılat beklentisi ise 33,7 milyon TL'dir. 2020 yılsonu ekspertiz raporuna göre gayrimenkulün değeri 14,1 milyon TL'dir. İstanbul Anadolu yakasının prestijli ofis alt bölgelerinden birinde yer alması, pandemi döneminde ideal kat planlarına ve balkonlu konutlara olan talebin artması ve Üsküdar-Çekmeköy metro hattına olan yakınlığı gayrimenkul değerini olumlu etkileyen faktörlerdendir.

Mevcut taşınmazlar imarlıdır ancak imar planlarının revize edilmesinin ardından onay alınmasıyla projelere ruhsat alınabilecektir.

	İZMİR	İSTANBUL	İSTANBUL
Mevkii	Bayraklı	Levent	Altunizade
M ²	79.745	6.298	1.887
İmar Durumu	VAR	VAR	VAR
Mülkiyet	Ziraat GYO	Ziraat GYO	Ziraat GYO
İnşaat Alanı m ²	256.800	61.300	3.067
İnşaa Edilecek Yapı Cinsi	Ofis, Konut, Ticari Alan	Satılması planlanmaktadır.	Konut Alanı
Proje Başlangıç - Bitiş Tarihi	2022 - 2024	-	2023 - 2024

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme raporları



4.5. Finansal Tablolar

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yılı için gelir tablosu aşağıda paylaşılmıştır:

Gelir Tablosu, TL	2018*	2019	2020
Hasılat	46.446.011	44.020.684	144.537.286
Konut Satış Gelirleri	0	0	74.243.709
Kira Gelirleri	32.303.745	43.168.479	63.425.701
Faiz Gelirleri	14.142.266	436.056	0
İşletme Yönetim Gelirleri	0	416.149	6.967.876
Satışların Maliyeti	-1.541.351	-2.332.608	-80.445.693
Brüt Kar	44.904.660	41.688.076	64.191.593
Faaliyet Giderleri	-4.737.283	-9.595.174	-20.241.559
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.683.835	-9.581.882	-16.713.189
Pazarlama Giderleri (-)	-53.448	-13.292	-3.528.370
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	92.575.234	105.556.754	320.547.373
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	0	-8.700.500	-10.660.560
Esas Faaliyet Karı	132.742.611	128.949.156	353.836.847
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	1.884.702
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarındaki paylar	-37.221	0	310.120
Net Finansman Gelirleri/Giderleri	484.401	-3.725.762	22.008.000
Vergi Öncesi Kar	133.189.791	125.223.394	378.039.669
Dönem vergi gideri	0	-105.694	-153.210
Ertelenmiş vergi (gideri)/ geliri	0	1.895.421	-122.794
Dönem Karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665

Kaynak: Şirket Denetim Raporları

* Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

Şirket'in cirosu 2020 yılında yıllık %229 büyümeyle 145 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık büyümedeki temel etken, 74 milyon TL olarak gerçekleşen konut satış gelirleridir. Yıllık %47 büyümeyle 63 milyon TL'ye ulaşan kira gelirleri ve 7 milyon TL'ye yükselen AVM yönetim gelirleri de hasılatı olumlu katkı yapan diğer faktörlerdir. 70 milyon TL seviyesindeki satılan konut maliyetinin etkisiyle, satışların maliyeti 2019'daki 2 milyon TL seviyesinden 80 milyon TL'ye yükselmiştir. Böylelikle, brüt kar yıllık %54 büyümeyle 64 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Faaliyet giderleri 2019 yılında 10 milyon TL iken 2020 yılında 20 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık artışın temel sebebi Şirket'in portföyünde bulunan yatırım amaçlı gayrimenkullerle ilgili ödemiş olduğu emlak vergilerindeki artıştır.

Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirleri ise yıllık bazda %204 artarak 321 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık artıştaki ana etken ise yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz raporlarına göre değerlendirilmesidir.

Net finansman gelirleri kaleminde ise 2019'da 4 milyon TL finansal zarar gerçekleşirken, 2020 yılında 22 milyon TL'lik finansal kar kaydedilmiştir. 2020 yılı finansal karının temel sebebi, TL'deki değer kaybına bağlı olarak, 20 milyon TL'ye ulaşan kambiyo karlarıdır.

Şirket'in net dönem karı 2020 yılında yıllık bazda %197 artışla 377,76 milyon TL'ye yükselmiştir. (2019 yılında 127 milyon TL ve 2018 yılında 133 milyon TL'dir.)


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ziraat GYO

Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2018, 2019 yılsonu ve 2020 yılsonu bilançoları aşağıda paylaşılmıştır:

Bilanço, TL	2018*	2019	2020
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR	74.505.261	244.634.231	138.414.105
Nakit ve Benzerleri	1.260.199	128.264.013	30.497.497
Ticari Alacaklar	56.068	0	2.356.900
Diğer Alacaklar	0	145.826	582.592
Stoklar	0	0	91.339.193
Peşin ödenmiş giderler	62.773.162	62.807.371	1.908.667
Diğer Dönen Varlıklar	10.415.832	53.417.021	11.729.256
DURAN VARLIKLAR	1.840.644.950	2.368.775.007	5.297.489.248
Diğer Alacaklar	0	0	2.232.263
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	87.779	109.060.982	115.371.102
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.507.454.560	1.885.398.445	4.681.482.102
Maddi Duran Varlıklar	3.919.727	4.583.101	669.750
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22.414	39.192	46.817
Peşin ödenmiş giderler	329.160.470	367.797.866	385.548.733
Ertelenmiş vergi varlığı	0	1.895.421	1.772.627
Diğer Duran Varlıklar	0	0	110.365.854
TOPLAM VARLIKLAR	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	230.933.137	773.292.784	339.174.748
Kısa Vadeli Borçlanmalar	226.008.616	548.076.602	201.480.849
Ticari Borçlar	50.905	16.014.237	61.483.358
Diğer Borçlar	0	0	13.684
Ertelenmiş Gelirler	0	25.234.922	29.651.955
Dönem karı vergi yükümlülüğü	0	94.088	171.201
Kısa Vadeli Karşılıklar	24.973	7.631.843	10.233.590
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.848.643	176.241.092	36.140.111
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	32.136	28.871.143	6.170.990
Ertelenmiş Gelirler	0	28.810.401	6.097.995
Uzun Vadeli Karşılıklar	32.136	60.742	72.995
ÖZKAYNAKLAR	1.684.184.938	1.811.245.311	5.090.557.615
Ödenmiş sermaye	1.300.000.000	1.300.000.000	3.520.215.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler (giderler)	698.216	851.257	3.012
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler (giderler)	0	-105.789	23.070.823
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara ilişkin primler (iskontolar)	0	0	658.135.984
Geçmiş yıllar karları	247.481.063	379.083.646	505.783.485
Dönem net karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665
TOPLAM KAYNAKLAR	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353

Kaynak: Şirket Denetim Raporları

* Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

- Şirket'in toplam varlıkları, yeni varlık edinimi ve gayrimenkullerindeki değer artışları ile 2020'de yıllık bazda %108 oranında büyüyerek 5,4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in dönen varlıklarının önemli bir kısmı stoklardan oluşmaktadır. Duran varlıkların önemli bir kısmını ise Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri meydana getirmektedir.
- Şirket'in 2019 yılı son çeyreğinde aynı ve 1.000.000.000,-TL nakdi sermaye artırımı planı çerçevesinde tek ortak Ziraat Bankası tarafından gerekli onayların alınması ve sermaye artışının tescil edilmesine kadar olan dönemde nakdi sermayenin avans olarak kullanılabilmemesine imkân tanınmıştır. Bu çerçevede 2019 yılında 160.000.000,-TL sermaye avansı kullanılmış olup, yapılan hakediş ödemeleri sonrası yılsonu itibarıyla ilgili nakit ve benzerleri hesabında 128.264.013,-TL bakiye kalmıştır.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Yapılacak yatırım hakediş ödemelerinde kullanılmak üzere, 2020 yılı son çeyreğinde TCMB faiz artırımı kararı öncesinde maliyet avantajından faydalanmak için, 17 Mayıs 2021 vadeli 200.000.000,-TL kredi kullanılmıştır. Yapılan hakediş ödemeleri sonrası yılsonu itibarıyla ilgili hesapta 30.497.497,-TL bakiye kalmıştır.
- Şirket 17 Ağustos 2017 tarihinde, APG İnşaat Yatırım A.Ş. ile mülkiyeti APG İnşaat Yatırım A.Ş.'ye ait olan, İstanbul/Kartal'da henüz inşaat halinde bulunan Rota Mavi sitesinde yer alan A, B ve C bloklarında toplam 140 adet bağımsız bölüm için satış vaadi sözleşmesi imzalamış olup, proje 20 Haziran 2020 tarihinde proje teslim alınmıştır. Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Rota Mavi Evleri'nde geriye toplam 7.479 m²'lik 91 adet konut ve 5 adet dükkân stoğu kalmıştır.
- Şirket 10 Temmuz 2020 tarihinde İstanbul, Göztepe Pırlanta Sitesi'ndeki 61 adet konut, 9 adet işyeri olmak üzere toplamda 8.152 m²'lik bağımsız bölümü stoklarında muhasebeleştirmiştir. Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Pırlanta Sitesi'nde geriye toplam 2.870 m²'lik 3 adet konut ve 9 adet dükkân stoğu kalmıştır.
- 24 Ağustos 2020 tarih, 72/5 sayılı yönetim kurulu kararına istinaden 15 Eylül 2020 tarihinde Şirket merkezinin de bulunduğu İstanbul ili Kozyatağı binasının satışının yapılması nedeniyle, maddi duran varlıklar kaleminde takip edilmekte olan defter değeri ilgili kalemden tasfiye edilmiştir.
- Şirket, 2 Ekim 2018 tarihinde Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Tahincioğlu Kayabaşı Ortak Girişimi ile Nidapark Kayaşehir projesine ilişkin gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi imzalamıştır. Ayrıca, 22 Mayıs 2019 tarihinde Makro İnşaat Ticaret A.Ş. ile Herdem Sağlıklı Yaşam Köyleri Projesine ilişkin gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi imzalanmıştır.

Bu kapsamda, Şirket tarafından söz konusu projelere ilişkin olarak verilen avanslar ilgili kalemdeki bakiyeleri oluşturmakta olup;

- Nidapark Kayaşehir Projesi kapsamında 239.470.663,- TL anapara ve buna ilişkin finansman maliyeti,
- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi kapsamında 75.644.175,- TL anapara,
- Herdem Sağlıklı Yaşam Köyleri projesi kapsamında verilen 57.409.842,- TL anapara ve finansman maliyeti,

ilgili kalem içerisindeki en büyük bakiyeleri oluşturmaktadır. Anılan bakiyeler 2020 yılında da devam etmektedir.

- Şirket'in devam etmekte olan proje yatırımlarının finansmanı için 31 Aralık 2019 itibarıyla kullanmış olduğu kredi toplamı 548.076.602,-TL'dir. Söz konusu kredi bakiyesi 2020 yılı içerisinde kullanılan sermaye avansları ile kapatılmıştır.
- 2020 yılında konut satışlarından elde ettikleri gelirle kısa vadeli borçlanmalar 548 milyon TL'den 201 milyon TL'ye gerilemiştir. Buna bağlı olarak, toplam yükümlülükler 2019'da 802 milyon TL iken 2020 yılında 345 milyon TL'ye gerilemiştir.
- Özkaynaklar ise ödenmiş sermayedeki artış ile 2020 itibarıyla 5,1 milyar TL mertebesinde. 2019 yılında 1,3 milyar TL olan ödenmiş sermaye, Grup Genel Kurulu'nun 19 Haziran 2020'de aldığı karar ile 1,5 milyar TL aynı 769 milyon TL nakdi olmak üzere 2,2 milyar TL sermaye artışıyla 2020 yılında 3,5 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- Şirket tarafından yapılacak yatırım hakediş ödemelerinde kullanılmak üzere, 17.11.2020 tarihinde, TCMB faiz artırımı kararı öncesinde maliyet avantajından faydalanmak için 17 Mayıs 2021 vadeli 200.000.000,-TL kredi kullanılmıştır.
- Şirket portföyünde yer alan Kadıköy Binası, Sahrayıcedid Binası, Beyoğlu Binası ve Maslak Binalarına ilişkin 3 yıllık kira bedeli kiracısından peşin olarak tahsil edilmiş ve söz konusu tutar vadesine göre sınıflandırılarak ertelenmiş gelirler hesabında kayıt altına alınmıştır.

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.

- 31 Aralık 2019 itibariyle ilişkili taraflardan ertelenmiş gelirler kaleminde toplam 54.045.323,-TL bakiye yer almakta olup, dönem içerisindeki tahakkuklar sonucunda 31 Aralık 2020 tarihi itibariyle bakiye 30.907.036,-TL'ye düşmüştür.

5. Değerleme Analizi

Net aktif değer ve indirgenmiş nakit akımları analizinde kullanılan varsayımlar aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
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

5.1 Net Aktif Değer Analizi

GYO'ların 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 2021 yılsonu tahmini NAD hesaplaması kullanılmıştır.

Hedef Değerler hesaplanırken, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (IUFM), Ankara Next Level AVM ve Palladium AVM haricindeki varlıkların 2020 yılsonu ekspertiz değerlerinin enflasyon tahminimize paralel artış göstereceği öngörülmüştür.

IUFM değerlemesinde, m² başına 209 TL aylık ortalama kira değeri ve %60 doluluk oranı baz alınıp kademeli olarak artırılmış ve hesaplanan nakit akışları indirgenerek 4,5 milyar TL değere ulaşılmıştır.

Ankara Next Level AVM için pandemi sürecinin 2022'de normalleşeceği ve AVM doluluk oranının %70'e yükseleceği varsayımıyla ve m² başına kira gelirinin de enflasyon tahminimizin 1 puan üzerinde yükseleceği varsayımıyla hesaplanan nakit akışları indirgenerek 509,9 milyon TL değere ulaşılmıştır.

Palladium AVM'de ise %65'ten başlayarak kademeli olarak artan doluluk oranlarıyla hesaplanan nakit akışları indirgenerek 373,9 milyon TL değere ulaşılmıştır. Satış vaadi sözleşmeli olan Proje, güncel olarak verilen avanslar kaleminde takip edilirken proje bitişinden itibaren Kira Getirili Gayrimenkullerde izlenecektir. Bu nedenle 2021 yılı tahmini NAD'ında kira getirili gayrimenkuller portföyüne eklenmiştir.

NAD tablosunda, toplam gayrimenkullerin hedef değerindeki %75 artışın temel sebebi, 2022'de faaliyete geçmesi planlanan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi güncel değerinin maliyet değeriyle sınıflandırılırken, hedef değerinin gelecekteki nakit akışlarıyla yansıtılmasıdır. Ancak, devam eden proje yatırımları sebebiyle 2021'de nakdin düşeceği ve borcun artacağı varsayımlarıyla toplam NAD'ın %40 artacağı öngörülmüştür. Buna ek olarak, temel olarak, satış vaadi sözleşmesi bulunan ve 2022 başında bitmesi planlanan Palladium AVM'nin de verilen avanslar kaleminden yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemine alınması kaynaklı NAD hesaplamasında diğer varlıklar kaleminde %66 düşüş öngörülmüştür.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Net Aktif Değer tablosu, TL	Güncel (2020)	Hedef (2021T)
Arsalar	867.005.000	966.710.575
Bayraklı Arsaları	565.355.000	630.370.825
Levent Arsası	287.600.000	320.674.000
Altunizade Arsası	14.050.000	15.665.750
Kira Getirili Varlıklar	1.677.737.927	2.270.947.191
Ankara Next Level AVM	433.660.000	509.852.662
Palladium AVM	-	373.947.640
Sarajevo Ofis Binası	161.715.177	180.312.422
İstanbul Maslak Binası	152.225.000	169.730.875
Frankfurt Ofis Binası	131.494.000	146.615.810
İstanbul Beyoğlu Binası	116.675.000	130.092.625
Diğer kira getirili varlıklar	681.968.750	760.395.156,25
Projeler	2.136.739.175	4.963.270.580
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	1.752.640.000	4.535.000.000
Karaköy/İstanbul Projesi	78.065.000	87.042.475
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54.450.000	60.711.750
Diğer Projeler	251.584.175	280.516.355
Toplam Gayrimenkuller	4.681.482.102	8.200.928.346
Nakit	30.497.497	500.000
Diğer Varlıklar	723.923.325	244.575.042
Borç	201.477.442	1.206.600.748
Diğer Yükümlülükler	143.867.995	106.292.729
Net Aktif Değer	5.090.557.487	7.133.109.911

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme YF Tahminleri

Buna göre Ziraat GYO'nun 2021 yılı tahmini Net Aktif Değeri 7.133.109.911 TL olarak bulunmuş olup, pay başına net aktif değer 2,03 olarak hesaplanmıştır. GYO sektörü şirketleri toplam NAD'ı 69.4mı TL olup, sektör NAD'ının %33'ünü oluşturan, iş modeli ve kullandığı muhasebe yöntemi nedeniyle EKGYO, sektör NAD prim/iskonto hesaplamasından çıkartıldığında diğer GYO şirketleri NAD'a göre %3 primli işlem görmektedir. Bu nedenle Ziraat GYO pay başına hedef net aktif değer hesaplamasında sektör NAD iskontosu uygulanmamıştır. Ziraat GYO'nun kira gelirlerinin %83,9'unun Grup Şirketlerinden elde ettiği de düşünüldüğünde, kiracı riskinin düşük olması şirket iskontosunu olumlu yönde etkileyen bir faktördür.

Ziraat GYO değeri, TL

Net aktif değer	7.133.109.911
Toplam hisse sayısı	3.520.215.000
Pay başına hedef net aktif değer	2,03

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

5.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde Şirket'in sahip olduğu yatırım amaçlı gayrimenkuller ve devam eden projeler, proje geliştirilmesi planlanan arsalar ve binaların değeri, yaratacakları potansiyel nakit akımları projeksiyonu hesaplanmaktadır. Paranın zaman değeri, sektörel ve şirkete özgü riskleri yansıtan bir indirgeme oranıyla da net bugünkü değere ulaşılmaktadır. İndirgeme oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır.

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 AOSM kullanılmıştır (AOSM detayları sayfa 34'teki tabloda verilmiştir).



Kiralanın Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Kira Geliri Projeksiyonları

2021-2031 yılları arasındaki hâlihazırda kiralanmış olan gayrimenkullerden elde edilecek kira geliri projeksiyonları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

Bın TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Kiralanın Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller											
Ankara - Next Level Alışveriş Merkezi	2.809	15.320	36.287	50.903	54.881	58.893	62.900	67.179	71.578	76.126	80.691
İstanbul - Maslak Binaları	14.643	9.344	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Frankfurt Ofis Binası	6.469	7.013	7.556	8.508	8.955	9.403	9.873	10.366	10.885	11.429	12.000
İstanbul - Beyoğlu Binası	5.516	6.034	6.562	7.054	7.495	7.945	8.422	8.927	9.463	10.030	10.632
İstanbul - Bahçekapı Binası	1.795	1.145	-	-	-	-	-	-	-	-	1
İstanbul - Beyazıt Binası	4.906	5.367	5.836	6.274	6.666	7.066	7.490	7.940	8.416	8.921	9.456
Ankara Okul Binası	3.031	3.316	3.606	3.876	4.118	4.365	4.627	4.905	5.199	5.511	5.842
Şanlıurfa Otel Binası	3.064	3.533	3.921	4.314	4.702	5.078	5.434	5.760	6.048	6.351	6.652
İstanbul - Bahçekapı Postane Cad. Binası	2.599	2.844	3.093	3.324	3.532	3.744	3.969	4.207	4.459	4.727	5.011
İstanbul - Aksaray Binası (Turgut Özal M. Cd.)	4.244	2.708	-	-	-	-	-	-	-	-	1
İstanbul - Beşiktaş Binası	1.656	1.812	1.970	2.118	2.250	2.385	2.528	2.680	2.841	3.011	3.192
İstanbul - Kadıköy Rıhtım Binası	3.040	3.326	3.617	3.888	4.131	4.379	4.642	4.920	5.215	5.528	5.860
İstanbul - Cağaloğlu Binası	1.726	1.889	2.054	-	-	-	-	-	-	-	1
İstanbul - Galatasaray Binası	1.292	1.414	1.538	1.653	1.756	1.862	1.973	2.092	2.217	2.350	2.491
Ankara - Yenışehir Binası	1.281	1.401	1.524	1.638	1.741	1.845	1.956	2.073	2.197	2.329	2.469
İstanbul - Mecidiyeköy Binası	2.318	1.479	-	-	-	-	-	-	-	-	1
İzmir Çınarlı Binası	916	1.002	1.090	1.172	1.245	1.320	1.399	1.483	1.572	1.666	1.766
İstanbul - Aksaray Binası (Cerrahpaşa Cd.)	1.771	1.938	2.107	2.265	2.407	2.551	2.704	2.867	3.039	3.221	3.414
İstanbul - Göztepe Binası	242	265	288	310	329	349	370	392	416	441	467
Ankara - Kızılay Binası	913	998	1.086	1.167	1.240	1.314	1.393	1.477	1.566	1.659	1.759
İzmir - Bornova Binası	864	945	1.028	1.105	1.174	1.244	1.319	1.398	1.482	1.571	1.665
Antalya Binası	593	648	705	758	805	854	905	959	1.017	1.078	1.142
Erzurum Binası	557	609	662	712	756	802	850	901	955	1.012	1.073
Ankara - Adakale Binaları	920	1.007	1.095	1.177	1.250	1.325	1.405	1.489	1.578	1.673	1.773
Ankara - Cebeci Binası	322	353	384	412	438	464	492	522	553	586	622
Antalya - Şehremini Binası	528	578	628	676	718	761	807	855	906	961	1.018
Ankara - Yenışehir İhlamur Sokak Binası	497	543	591	635	675	716	759	804	852	903	958
İstanbul - Tünel Binası	252	276	300	322	342	363	385	408	432	458	486
Karamürsel Binası	165	181	196	211	224	238	252	267	283	300	318
Ankara - Çankaya Binası	203	222	241	259	275	292	309	328	347	368	390
Sarajevo Binası	7.894	8.558	9.221	9.820	10.336	10.852	11.395	11.965	12.563	13.191	13.851
Toplam Tahmini Kira Gelirleri	77.025	86.066	97.185	114.552	122.444	130.411	138.557	147.183	156.080	165.404	174.704

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

- Ankara Next Level AVM için kira gelirleri, pandemi sürecinin 2022'de normalleşeceği ve AVM doluluk oranının %70'e yükseleceği varsayımıyla, m² başına kira gelirinin de enflasyon tahminimizin 1 puan üzerinde artacağı tahminiyle projekte edilmiştir.
- Frankfurt Ofis Binası için yıllık kira bedeli sabit tutulurken Avro/TL kur tahminimiz kira geliri üzerine yansıtılmıştır. Ancak, 5 yılda bir değerlendirme zorunluluğu nedeniyle 2024'te bina ekspertiz değerinin %23 artacağı öngörülüp Avro/TL kuruna göre projekte edilmiştir.
- Sarajevo Ofis Binası için yıllık kira bedeli sabit tutulurken Avro/TL kur tahminimiz kira geliri üzerine yansıtılmıştır.
- Şanlıurfa Dedeman Otel için doluluk oranının 2024'e kadar %80'e ulaşip sonrasında sabit kalacağı varsayılmış ve yatak fiyatları da yıllık enflasyon tahminimize paralel artırılmıştır.
- Ziraat Bankası ve Ziraat Finans Grubu şirketlerinin İÜFM Ziraat Kulelerine taşınmaları ile boşalacak olan Ziraat Bankası genel müdürlük binası olarak kiralanın İstanbul Maslak binası ve Ziraat Katılım Bankası'nın kiracı olduğu İstanbul Bahçekapı binası, Ziraat GSYO ve Ziraat Portföy'ün kiracı olduğu Mecidiyeköy Binası ve Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin kiracı olduğu Aksaray (Turgut Özal Cd.) Binalarının satışının planlanması sebebiyle bu binalarda 2023'ten itibaren gelir projeksiyonu yapılmamıştır.
- Kiralanın diğer gayrimenkuller için ise yıllık kira gelirleri projeksiyonu enflasyon varsayımlarımıza paralel projekte edilmiştir.
- Şanlıurfa Otel Binası ve Ankara – Yenışehir Binası'nda Yönetim Kurulu satış kararı bulunmaktadır. Karar, piyasada cazip bir satış fırsatı çıkması halinde işlemlerin hızlı bir şekilde tamamlanması amacıyla alınmıştır. Her iki gayrimenkul için satış sözleşmesi yürürlükte olduğu için ve Şirket kira geliri elde ettiği için kira getirili gayrimenkullerde projekte edilmiştir.

 YILMAZ
YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tamamlandığında Kiralanacak Gayrimenkul Projelerinin Kira Geliri Projeksiyonları

2021-2031 yılları arasındaki tamamlandığında kiralanacak gayrimenkullerinden elde edilecek kira geliri projeksiyonları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Tamamlandığında Kiralanacak											
UFM Ziraat Kuleleri Projesi	-	122.358	317.219	438.177	470.407	503.809	539.583	577.897	618.931	662.879	709.947
İstanbul - Karaköy Projesi	-	3.500	8.400	9.030	9.594	10.170	10.780	11.427	12.113	12.839	13.610
İstanbul - Çağaloğlu Projesi	-	-	-	7.350	9.800	10.388	11.011	11.672	12.372	13.115	13.901
İstanbul - Taksim Binası Tadilat Projesi	870	1.740	1.892	2.034	2.161	2.291	2.428	2.574	2.729	2.892	3.066
İzmir - Alsancak Otel Projesi	950	1.900	2.066	2.221	2.360	2.502	2.652	2.811	2.980	3.158	3.348
İstanbul - Kadıköy Ofis Projesi	-	1.863	2.026	2.178	2.314	2.453	2.600	2.756	2.921	3.097	3.283
İzmir - Konak Efes Otel Projesi	-	1.241	1.349	1.451	1.541	1.634	1.732	1.836	1.948	2.063	2.186
Muğla - Bodrum Binası Tadilat Projesi	-	828	900	968	1.028	1.090	1.156	1.225	1.298	1.376	1.459
İzmir - Karabağlar Ofis Projesi	319	638	694	746	792	840	890	944	1.000	1.060	1.124
Kahramanmaraş Ofis Projesi	258	515	560	602	640	678	719	762	808	856	907
Muğla - Fethiye Otel & Ticari GM Projesi	-	-	1.501	1.811	2.080	2.288	2.517	2.769	3.045	3.350	3.685
İstanbul - Kayaşehir Palladium AVM	-	-	13.527	19.368	25.970	31.526	38.028	42.712	47.970	53.872	60.497
Toplam Tahmini Kira Gelirleri	2.396	134.582	350.135	485.936	528.589	569.668	614.096	659.383	708.113	760.557	827.953

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

- IUFM değerlemesinde, m² başına 209 TL aylık kira değeri baz alınmıştır. Hâlihazırda Ziraat Bankası ile imzalanan İyi Niyet Protokolü ile %60 doluluk oranıyla faaliyete başlayacağı varsayılan Kulelerin, vergi teşvik düzenlemeleriyle 2023 yılında %78 ve sonrasında da %95 sabit yıllık doluluk oranına ulaşması öngörülmüştür.
- İstanbul Karaköy Tarihi Bina yenileme projesinin 20.07.2022 tarihi itibarı ile tamamlanması planlanmaktadır. Kasım 2022'de kiralanacağı öngörülmüştür. 8,4 milyon TL yıllık kira geliri varsayılmıştır.
- Çağaloğlu Tarihi bina bitişiğindeki mülkiyeti Şirket'e ait bina ile bir bütün oluşturacak şekilde, toplam 3748 m² alana sahip otel ve işyeri projesi geliştirilmektedir. Tadilat ve yenileme proje bedeli 39,4 milyon TL olarak tahmin edilmektedir. Projenin yasal izinlerin zaman alacak olması nedeniyle 2022 yılı 3. çeyreğinde başlaması ve 2024 yılında kira getirisi oluşturması beklenmektedir. 2025 yılı yıllık kira getirisi öngörüsü 9,8 milyon TL'dir.
- İzmir Efes projesinin Kasım 2021'de tamamlanması ve Mart 2022'de kiralanması beklenmektedir. İzmir/Konak'ta şube hizmet alanı ve 45 odalı otel projesi geliştirilmiştir. Yıllık kira geliri 1,24 mn TL olarak öngörülmüştür.
- Muğla - Fethiye Otel ve Ticari Alan Projesi için 2023'te %60, 2024'te %70 ve sonrasında %75 sabit doluluk oranı öngörülmüştür. Gecelik fiyatlarsa enflasyon tahminimiz oranında artışla projekte edilmiştir. Ticari Alan için ise belirlenen yıllık kira bedeli ise enflasyon tahminimiz oranında artırılarak gelir projeksiyonu yapılmıştır.
- Palladium AVM için Marka Ekspertiz Firması'nın Next Level AVM için hazırladığı değerlendirme çalışmasında sunulan 2023 m² başına kira tahmini ve Ankara-İstanbul arası m² birim kira değeri de hesaba katılarak 135 TL baz alınmıştır. 2023 yılında %65 doluluk oranıyla faaliyete geçmesi öngörülen AVM'nin 2027 yılından itibaren %95 doluluk oranına ulaşacağı tahmin edilmiştir.
- Tamamlandığında kiralanacak diğer gayrimenkuller için ise yıllık kira gelirleri projeksiyonu enflasyon varsayımlarımıza paralel projekte edilmiştir.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tamamlandığında Satılması Planlanan ve Satışta Olan Gayrimenkullerin Satış Geliri Projeksiyonları

2021-2024 yılları arasındaki tamamlandığında Satılması Planlanan ve halen satışta olan proje ve gayrimenkullerinden elde edilecek satış geliri projeksiyonları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T
Tamamlandığında Satılması Planlanan & Halen Satışta olan Proje ve Gayrimenkuller				
İzmir - Bayraklı Projesi	-	484.240	989.732	1.088.705
İstanbul - Levent Arsası	-	-	376.690	
İstanbul - Erenköy Konut Projesi	-	96.783		
Kocaeli - Kartepe Otel Projesi	32.500			
Ankara - Yenimahalle Konut Projesi	19.000	20.900		
İstanbul - Burhaniye Konut Projesi	-	8.300		
İstanbul - Bayrampaşa Konut Projesi	4.500			
İstanbul - Altunizade Projesi	-	-	44.617	
Kahramanmaraş Ofis Projesi	-	3.645		
İstanbul Pırlanta Sitesi (Satışta)	28.500	31.179		
İstanbul Rota Mavi Sitesi (Satışta)	54.500			
İstanbul - Sifirli HerDem Projesi	67.200	28.800		
İstanbul - Maslak Binaları	-	169.800		
İstanbul - Bahçekapı Binası	-	76.500		
İstanbul - Aksaray Binası (Turgut Özal Millet Cd.)	-	43.900		
İstanbul - Mecidiyeköy Binası	-	29.200		
Toplam Tahmini Satış Gelirleri	206.200	993.247	1.411.039	1.088.705

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

İzmir Bayraklı Projesi konut, ofis ve ticari dükkânlardan oluşmaktadır. Tahmini maliyet 1 milyar TL olarak, proje takvimi ise Mayıs 2022 - Mayıs 2024 olarak öngörülmektedir. 2 milyar TL olarak tahmin edilen toplam proje gelirinin %20'sinin 2022 yılında elde edileceği varsayılmıştır. Enflasyon artışına paralel satış geliri artışı varsayımı da hesaba dâhil edilerek kalan ünitelerin de 2022 ve 2023 yıllarında satılması öngörülmüştür.

2023'te satışa çıkarılması planlanan İstanbul Levent arsası için gayrimenkul değer artış oranının enflasyon oranı tahmininin 4 puan üzerinde olacağı varsayılmıştır.

Satış Maliyeti Projeksiyonları

2021-2031 yılları arasındaki satışların maliyeti projeksiyonları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Satışların Maliyeti											
Kiralanılan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.462	7.219	7.127	8.373	8.955	9.543	10.145	10.782	11.444	12.136	12.830
Tamamlandığında Kiralanacak Gayrimenkul Projeleri	168	856	1.252	1.861	2.116	2.243	2.378	2.520	2.672	2.832	3.002
Tamamlandığında Satılması Planlanan & Halen Satışta olan Proje ve Gayrimenkuller	163.492	403.258	469.000	204.000	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Maliyet	170.121	411.333	477.379	214.234	11.071	11.786	12.523	13.303	14.116	14.968	15.832

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

Kiralanılan yatırım amaçlı gayrimenkullerin maliyetleri gayrimenkullerin vergi, resim ve harç giderleri, bakım ve onarım giderleri, sigorta giderlerinden oluşmaktadır. Maliyet projeksiyonları yapılırken yıllık tahmini kira gelirlerinin 2021 ve 2022 için %8'i, daha sonrası için ise %7'si baz alınmıştır.

Tamamlandığında kiralanacak gayrimenkul projelerinin maliyeti için ise tamamlandığında elde edilecek yıllık gelirlerin %7'si baz alınmıştır. İUFM Ziraat Kuleleri Projesi, Fethiye Otel ve Ticari Alan Projesi ve Palladium AVM projeksiyonları brüt kardan giderlerin düşülmesi yöntemiyle net kar üzerinden yapıldığı için tabloya dâhil edilmemiştir.


YF YATIRIM FİNANSMAN
GAYRİMENKUL DEĞERLENDİRME A.Ş.
32

Ziraat GYO

Fiyat Tespit Raporu

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T
Tamamlandığında Satılması Planlanan & Halen				
Satışta olan Proje ve Gayrimenkuller				
İzmir - Bayraklı Projesi	-	102.000	204.000	204.000
İstanbul - Levent Projesi	-	-	265.000	
İstanbul - Erenköy Konut Projesi	-	40.970		
Kocaeli - Kartepe Otel Projesi	30.000			
Ankara - Yenimahalle Konut Projesi	12.960			
İstanbul - Burhaniye Konut Projesi	-	6.205		
İstanbul - Bayrampaşa Konut Projesi	4.325			
İstanbul - Altunizade Projesi	-	13.100		
Kahramanmaraş Ofis Projesi	11.140			
İstanbul Pırlanta Sitesi (Satışta)	25.955	25.955		
İstanbul Rota Mavi Sitesi (Satışta)	43.205			
İstanbul - Silivri HerDem Projesi	35.906	15.388		
İstanbul - Maslak Binaları	-	126.300		
İstanbul - Bahçekapı Binası	-	26.350		
İstanbul - Aksaray Binası (Turgut Özal Millet Cd.)		25.380		
İstanbul - Mecidiyeköy Binası	-	21.610		
Toplam Maliyet	163.492	403.258	469.000	204.000

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

Yatırım Harcamaları

Şirket'in 2021-2024 yılları arasındaki yatırım harcamaları projeksiyonları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

Bin TL	2021T	2022T	2023T	2024T
Yatırım Harcamaları				
IUFM Ziraat Kuleleri Projesi	1.207.350			
İzmir Bayraklı Arsası		298.304	656.269	721.896
Diğer Devam eden Projeler	117.652			
Yeni Yatırımlar	21.678			
Toplam Tahmini Yatırım Harcamaları	1.346.679	298.304	656.269	721.896

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

Şirket'in yatırım harcamalarının büyük bir kısmı 2021 yılsonunda bitmesi planlanan IUFM Ziraat Kuleleri Projesi'nden kaynaklanacağı öngörülmüştür.

Tahmini nakit akışlarının bugüne indirgenmesiyle ulaşılan değer aşağıdaki tabloda verilmiştir.

mın TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Kira Gelirleri	79	221	447	600	651	699	752	806	863	925	1.002
Satış Gelirleri	206	993	1.411	1.089	0	0	0	0	0	0	0
Satışların Maliyeti	170	411	477	214	11	11	12	13	14	14	15
Brüt Kar	116	803	1.381	1.475	640	688	740	793	850	911	987
Faaliyet Giderleri	-24	-26	-28	-30	-32	-34	-36	-38	-41	-43	-46
FAVÖK	92	777	1.353	1.444	608	654	704	755	809	868	941
Yatırım Harcamaları	-1347	-298	-656	-722	0	0	0	0	0	0	0
SERBEST NAKİT AKIMLARI	-1255	479	696	723	608	654	704	755	809	868	941
İskonto Faktörü	1,00	0,84	0,72	0,65	0,58	0,53	0,49	0,43	0,38	0,38	0,37
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	-1255	403	503	467	351	344	343	327	311	330	347
İNA Toplamı	2.472										
Uç Değer - %5 Büyüme	6.655										
Firma Değeri	9.126										
Net Borç	171										
Toplam Özsermaye Değeri	8.955										
Pay Adedi	3.520										
Pay Başına Değer	2,54										

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Ziraat GYO

Fiyat Tespit Raporu

Kira ve satış gelirlerinden maliyetler ve yatırım harcamalarının düşülmesiyle hesaplanan nakit akışlarının bugüne indirgenmesiyle elde edilen şirket değeri 8.955.313.915 TL olup pay başına 2,54TL değer hesaplanmıştır.

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksız Faiz Oranı	15,0%	15,0%	14,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,5%
Sektör Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%	4,0%
Sektör Betası	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Özsermaye Maliyeti	19,5%	19,5%	18,5%	16,5%	15,5%	14,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,1%	11,1%
Borç Maliyeti	15,5%	15,5%	14,5%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	9,5%	9,5%	8,5%	8,0%
Özsermaye/Toplam Varlıklar	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
AOSM	18,7%	18,7%	17,7%	15,7%	14,7%	13,7%	12,7%	12,7%	12,7%	11,3%	10,5%

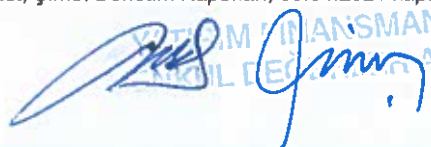
Kaynak: YF Araştırma

5.3 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 çarpanları ile birlikte, Vakıf GYO ve Halk GYO hariç sektör ortalama çarpanı baz alınmıştır. Sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı için Emlak Konut GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştiren GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun değerle muhasebeleştiren GYO'lar dahil edilmiştir.

mn TL		Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
TRGYO	Torunlar GMYO	8.770	3.190	0,36
ISGYO	İş GMYO	4.131	1.802	0,44
AKSGY	Akiş GMYO	3.607	1.578	0,44
OZKGY	Özak GMYO	3.494	1.751	0,50
HLGYO	Halk GMYO	2.926	3.220	1,10
YGGYO	Yeni Gimat GMYO	2.203	2.032	0,92
RYGYO	Reysaş GMYO	2.108	1.134	0,54
ALGYO	Alarko GMYO	1.810	1.587	0,88
SRVGY	Servet GMYO	1.687	4.885	2,90
VKGYO	Vakıf GMYO	1.444	1.389	0,96
KLGYO	Kiler GMYO	1.215	1.290	1,06
PAGYO	Panora GMYO	933	606	0,65
AKFGY	Akfen GMYO	718	1.292	1,80
SNGYO	Sinpaş GMYO	712	3.641	5,11
DGGYO	Doğuş GMYO	623	3.835	6,16
AGYO	Atakule GMYO	493	658	1,34
TSGYO	TSKB GMYO	465	2.635	5,67
OZGYO	Özderici GMYO	415	473	1,14
MRGYO	Martı GMYO	404	263	0,65
DZGYO	Deniz GMYO	371	660	1,78
NUGYO	Nurol GMYO	330	4.960	15,03
MSGYO	Mistral GMYO	257	648	2,52
AVGYO	Avrasya GMYO	263	450	1,71
KRGYO	Körfez GMYO	120	396	3,30
YKGYO	Yapı Kredi Koray GMYO	84	292	3,49
PEGYO	Pera GMYO	74	244	3,28
ATAGY	Ata GMYO	35	109	3,11
YGYO	Yeşil GMYO	(402)	299	a.d.
Sektör (HLGYO ve VKGYO hariç)		34.920	40.710	1,17

Kaynak: Rasyonet, Şirket Denetim Raporları, 09.04.2021 kapanışlarıyla


YATIRIM FİNANSMAN
A.Ş.

Ziraat GYO

Fiyat Tespit Raporu

HLGYO, VKGYO ve Gerçeğe Uygun Değerle muhasebeleştirilen GYO'lardan Vakıf ve Halk GYO'nun çıkarılmasıyla ulaşılan sektör çarpanı ortalaması sonucu Ziraat GYO için ulaşılan PD/DD çarpanı 1,08'dir. PD/DD çarpanından hesaplanan Ziraat GYO değeri 5.477.390.256 TL olup, pay başına değer 1,56 TL'dir.

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

5.4 Değerleme ve Sonuç

Ziraat GYO'nun pay başına değeri tespit edilirken 'Net Aktif Değer', 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Benzer Şirket Çarpanı' yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan üç yöntemi ağırlıklandırarak hesaplanan hedef şirket değeri 7.530.847.582 TL olup, hedef pay başına değer 2,14 TL olarak bulunmuştur. Bulunan hedef pay başına değerine %25 halka arz iskontosu uygulanarak 1,60 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

Değerleme -TL	Hedef Şirket Değeri	Ağırlık	Sonuç
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

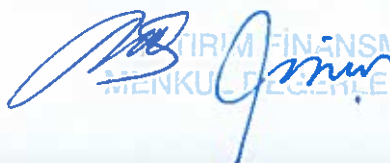
Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma

Değerlemeyi olumlu yönde etkileyecek ve iskonto oranını aşağı çekecek faktörler arasında, Ziraat Kuleleri gibi önemli gayrimenkullerdeki boşluk oranlarının azaltılması, elde edilecek nakitle net aktif değeri büyümeye yönelik yatırımlar yapılması ve kontrat yenilemelerinin daha yüksek birim kira bedelleri üzerinden yapılması sayılabilir. Diğer yandan, yukarıda bahsedildiği üzere Covid-19 salgını nedeniyle önümüzdeki dönemde ofis alanına ihtiyacın azalması değerlendirme için en önemli risk faktörü olarak durmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Grup Şirketlerinin kira gelirlerindeki %83,9'luk yüksek payı sayesinde pandemi döneminde ofis ihtiyacının azalmasına bağlı riskin Ziraat GYO için diğer GYO'lara kıyasla daha düşük olabileceğini düşünüyoruz.

6. Sorumluluk Beyanı:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

'Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. bendi' çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, halka arz için hazırlanan işbu Şirket Değerleme Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş. / 35.