

Ziraat GYO A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	28-30 Nisan 2021
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	3.520.215.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25.00%
Halka Arz Metodu	1.173.405.000 TL Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	1.173.405.000
Fiyat	1.60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.877.488.000TL

Kaynak: Yatırım Finansman Fiyat Tespit Raporu

Ortak	Grubu	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
		Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	A	20.29	714.219.129	15.22	714.219.129
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	B	79.71	2.805.995.871	59.78	2.805.995.871
Halka Açık Kısım	-	0.00	-	25.00	1.173.405.000
TOPLAM		100,00	3.520.215.000	100,00	4.693.620.000

Kaynak: Yatırım Finansman Fiyat Tespit Raporu

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.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Şirket 1 Kasım 2016 tarihinde T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ("Ziraat Bankası") tarafından 1.300.000.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Kuruluşta 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 160.6mn TL'dir. %100 iştirak olunan gayrimenkul işletme ve kiralama, proje geliştirme faaliyetlerinde bulunan Ziraat İşletme Yönetimi ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş'nin sermayesi 5 mn TL'dir. %50 iştirak olunan gayrimenkul proje geliştirme ve yatırım faaliyetlerinde bulunan Konkur İnşaat Yatırım ve Pazarlama A.Ş'nin sermayesi 32mn TL'dir.

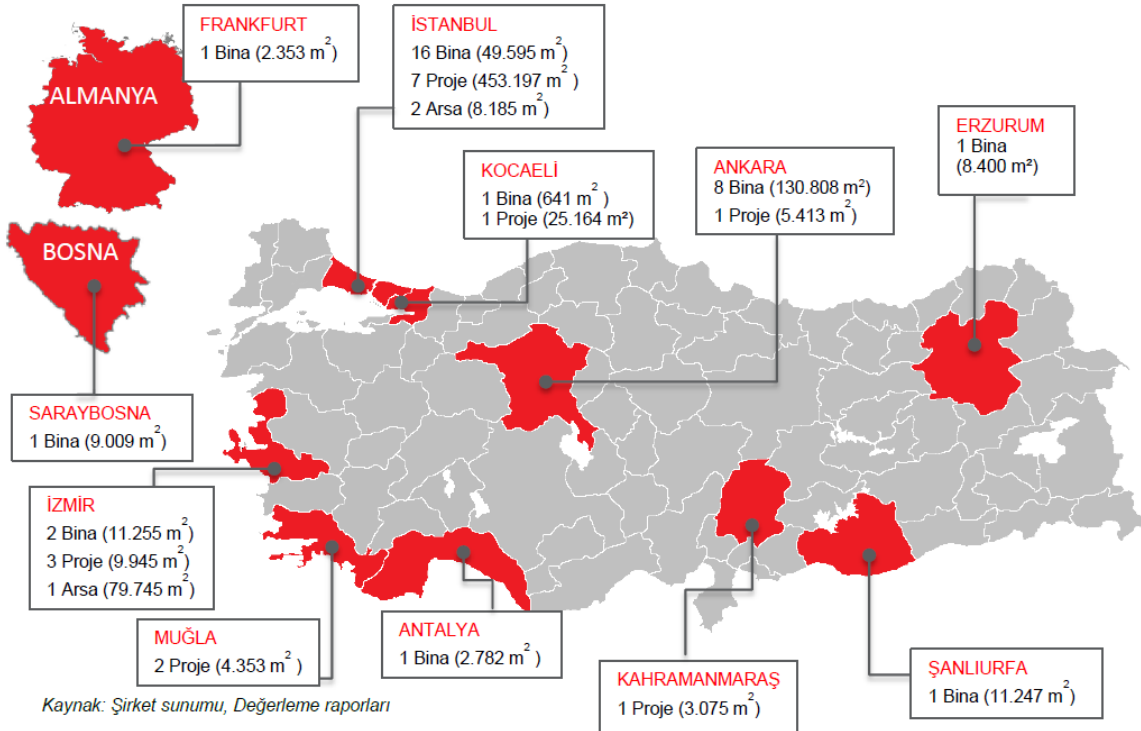
Ziraat GYO, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde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

Şirketin portföyü 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.



Sirketin Ekspertiz Değerine Göre 10 Büyük Kira Getirili Gayrimenkulleri

• 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 mn TL değerle, Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak Ziraat GYO'ya devredilmiştir. Gayrimenkulün toplam kiralanabilir 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 şirkete 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 433.66mn 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 mn TL (34mn Bosna Hersek Markı) bedelle satın alınan binanın toplam kiralanabilir 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 1.6mn BAM (Bosna Hersek Markı) yıllık kira bedeli ZiraatBank Bosna'dan peşin olarak tahsil edilmiştir. 2020 yılsonu itibarıyla güncel ekspertiz değeri 161.7 mn TL (35.17 mn BAM)'dir.

• Maslak Binaları

Ayazağa/İstanbul'da bulunan Maslak Binaları, 9 Kasım 2016 tarihinde 126.3 mn 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 kiralanabilir alanı 15.027 m²'dir. Gayrimenkul Ziraat Bankası'na kiraya verilmiş olup 2020'de 14.8 mn TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 152.2 mn TL'dir.

• 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 mn TL (10.2 mn Euro) 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 6mn TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 131.5 mn TL (13.9 mn Euro)'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 mn TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 116.7 mn 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 mn 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 mn TL kira geliri edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 55.8 mn TL'dir.

- **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 İnovasyon Bilim ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. tarafından kiralanmış ve okul olarak kullanılmaktadır. 2020 yılında 1.4 mn TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 45 mn 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 121bin TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 40.3 mn 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 mn TL kira geliri elde edilmiştir. Güncel ekspertiz değeri 39.4 mn TL'dir.

- **Kiraya Verilen Diğer Gayrimenkuller**

Yukarıda bahsedilenler dışında, Şirket'in 6 farklı şehirde kiraya verilmiş 22 adet gayrimenkülü bulunmaktadır ve bunların güncel ekspertiz raporları üzerinden toplam değerleri 433.1mn TL'dir. Bu gayrimenkullerin toplam kiralanabilir alanları 53.784 m²'dir.

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	3.17	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	5.64	39.40
Bahçekapı Postane Cad. Binası	İstanbul	1.998	39.10
Beşiktaş Binası	İstanbul	1.408	36.50
Kadıköy Rihtim Binası	İstanbul	2.887	36.10
Cağaoğlu Binası	İstanbul	1.48	31.30
Galatasaray Binası	İstanbul	1.302	29.30
Yenişehir Binası	Ankara	3.361	27.20
Mecidiyeköy Binası	İstanbul	2.23	26.10
Çınarlı Binası	İzmir	7.904	20.50
Aksaray Binası (Cerrahpaşa Cd.)	İstanbul	2.168	20.20
Göztepe Binası	İstanbul	1.95	20.00
Kızılay Binası	Ankara	2.45	19.80
Bornova Binası	İzmir	3.351	19.00
Antalya Binası	Antalya	2.527	18.40
Erzurum Binası	Erzurum	7.045	17.30
Adakale Binası	Ankara	2.61	16.90
Cebeci Binası	Ankara	2.358	14.10
Şehremini Binası	İstanbul	1.77	12.60
Yenişehir İhlamur Sokak Binası	Ankara	2.498	12.00
Tünel binası	İstanbul	0.418	4.60
Bayrampaşa	İstanbul	0.862	4.30
Karamürsel Binası	Kocaeli	0.679	4.00
Çankaya Binası	Ankara	0.528	3.80
Toplam		149.93	1677.90

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirketin Ekspertiz Değerine Göre 5 Büyük Projesi

- **İstanbul Uluslararası Finans Merkezi**

Mülga Kalkınma Bakanlığı tarafından hazırlanan 9. ve 10. Kalkınma Planı'nda yer alan İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM) 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 1.5mn 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.

- **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 78.1mn TL'dir.

- **Erenköy /İstanbul Projesi**

Erenköy/İstanbul'da bulunan gayrimenkul 26 Nisan 2018 tarihinde 26.5mn 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 41mn TL'dir.

Projeler	Şehir	Proje Alanı (m ²)	2020 Yıl Sonu Değeri (mn TL)
İstanbul Uluslararası Finans Merkez	İstanbul	431.041	1752.60
Karaköy	İstanbul	3.965	78.10
Cağaloğlu	İstanbul	3.748	54.50
Erenköy	İstanbul	9.961	41.00
Taksim	İstanbul	2.08	36.30
Alsancak	İzmir	2.765	30.80
Kartepe	Kocaeli	25.164	30.50
Kadıköy- Osmanağa	İstanbul	1.53	30.00
Efes-Konak	İzmir	4.921	17.80
Bodrum	Muğla	0.881	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	0.872	6.20
Toplam		501.147	2136.80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Arsalar

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 mn 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 33.7mn TL'dir. 2020 yılsonu ekspertiz raporuna göre gayrimenkulün değeri 14.1 mn 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.

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: Fiyat Tespit Raporu

Türkiye Gayrimenkul Sektörü Hakkında Bilgi

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 sıkılaştıran 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.

Sektörel Veriler

Belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatları verilerine göre, 2020 yılında bir önceki yıla göre bina sayısı %69.4, yüzölçümü %48.7, değeri %7.1, daire sayısı %68.5 artış göstermiştir. Yapı ruhsatı verilen yapıların 2020 yılında toplam yüzölçümü 111 mn m² iken; bunun 63.2mn m²'si konut, 26.2mn m²'si konut dışı ve 21.6mn m²'si ise ortak kullanım alanı olarak gerçekleşmiştir.

2020 yılında yapı ruhsatı verilen yapıların kullanma amacına bakıldığında en yüksek paya 80.5mn m² ile iki ve daha fazla dairesel ikamet amaçlı binalar sahip olurken, bunu 6.9mn m² ile sanayi binaları ve depolar izlemiştir.

2020 yılında yapı ruhsatı verilen yapıların kullanma amacına bakıldığında en yüksek paya 80.5mn m² ile iki ve daha fazla dairesel ikamet amaçlı binalar sahip olurken, bunu 6.9mn m² ile sanayi binaları ve depolar izlemiştir.

- **Konut Pazarı**

TÜİK verilerine göre Türkiye'de konut satışları, 2013-17 yılları arasında yıllık ortalama %5 büyüyerek 1.41mna ulaşmıştır. Ardından 2018'de yaşanan kur krizi ve aylık konut kredisi faizlerindeki yükselişle 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 itibariyle başlayan hızlı faiz düşüşüyle birlikte konut kredisi faiz oranlarının yeniden %1'in altına gerilemesiyle canlanan konut satışları, salgın sürecinde yaşanan görece zayıflıkla birlikte Nisan ve Mayıs aylarında sırasıyla 43 bin ve 51 bin seviyesine gerileyerek verinin tutulmaya başladığı 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.

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 1.5mn 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.

- **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 itibariyle Türkiye genelinde konaklama tesisi sayısı 13,382 olup, toplam yatak kapasitesi ise 1.75mn'dur. Yatak arzının %67'si bakanlık belgeli tesislerde karşılanmaktadır.

- **Perakende Pazarı**

Geçtiğimiz 10 yıllık süreçte Türkiye organize perakende pazarı kayda değer bir gelişim göstererek, organize perakende stoku yaklaşık 2mn m²'den 2020 yılsonu itibariyle 13.6mn 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 13.6mn 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 kiralanabilir alan bulunmaktadır. 2022 yılsonu itibarıyla tamamlanması beklenen arz ile birlikte toplam alışveriş merkezi stokunun 14.5mn m² seviyesini aşması beklenmektedir. Organize perakende yoğunluğuna bakıldığında ise ülke genelinde 1.000 kişi başına 161 m² kiralanabilir 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 itibariyle İstanbul'da konumlanan 133 alışveriş merkezinin toplam kiralanabilir alanı (TKA) yaklaşık 5mn m²'yi aşmıştır. Şehirdeki alışveriş merkezi gelişiminin 2020 ile 2023 yılları arasında güçlü bir gelişim göstereceği beklenirken, 2023 yılının sonunda 146 alışveriş merkezinin 5.5mn m² stoku aşması öngörülmektedir.

- Ofis Pazarı

İstanbul A Sınıfı ofis arzı, Avrupa yakasında Büyükdere Caddesi boyunca Levent-Etiler, Gayrettepe Şişli e 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.

4Ç20 itibariyle İstanbul'daki mevcut A Sınıfı ofis stoku 5.64mn 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 kiralari 2012'den beri 45 ABD\$/m²/ay bandında iken talep daralması nedeniyle 2016'nın son çeyreğinde birincil kira 40ABD\$/m²/ay seviyesine, 2017 sonunda ise 30ABD\$/m²/ay seviyesine gerilemiştir. İstanbul'daki birincil kira seviyesi 2018 yılı 3. çeyreğinde 25ABD\$/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 kiralamaların %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.

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.

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.

Halka açık GYO'lar ve iskonto/prim seviyeleri

mn TL	Hisse Kodu	Piyasa Değeri	NAD	NAD Primi / İkontosu
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%
Akiş 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%
Nurol 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	-3%
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.	MRGYO	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: Fiyat Tespit Raporu

Şirketin faaliyetlerine ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- Şirketin hedeflediği kira gelirini elde edebilmesi, portföyündeki gayrimenkulleri kiracılara en uygun şartlarda kiralanmasına ve söz konusu kiracılarla olan ilişkilerini doğru ve güvenilir bir şekilde dezenleyip yürütebilmesine bağlıdır. Bu bağlamda,
 - Kiracı sayısında düşüş yaşanması,
 - Kiranın ekspertiz değeri altında kalması,
 - Rekabetçi kira piyasasının şirketin kiralama ve doluluk oranlarını etkilemesi,
 - Kiracıların finansal durumlarının bozulması sonucunda kiralalarını tam ve zamanında ödeyememeleri,
 - Mevcut kiracıların kira dönemi sonlarında kira sözleşmelerini yenilememesi,
 - Kiracıların gayrimenkulü tahliyesi ve yerine yeni kiracı bulmakta gecikme veya zorluk yaşanması,
 - Kiracıların tercihlerinde değişiklik olması durumunda şirketin nakit akışında geçici düşüşler yaşanabilir.
- Şirketin gayrimenkullerine ilişkin kira gelirleri, işletme giderleri ve piyasa değerleri aşağıda sayılanlar da dahil olmak üzere birçok faktörden olumsuz olarak etkilenebilir;
 - Türkiye'nin ulusal, bölgesel ve yerel ekonomik koşulları ile genel sektörel eğilimlerde meydana gelen değişiklikler,
 - Proje geliştirme masraflarının tahmin edilenden fazla olması ve öngörülmeyen başka masrafların ortaya çıkması,
 - İlave finansman maliyetlerinden dolayı oluşacak olası gelir kaybı,
 - Gayrimenkul talebinde düşüş yaşanması,
 - Düzenleyici otoritelerin gayrimenkul veya gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörlerine ilişkin politikalarındaki değişiklikler,
 - Çevre, imar, kadastro, finansman, sigorta, vergi vb. ile ilgili konularda mevzuat ve uygulama değişiklikleri,
 - Gayrimenkul fiyatlarındaki artış ya da değer kaybı,
 - Faaliyette olan ticari gayrimenkullerde kiralanan alanın beklenenden düşük kalması,
 - Kira tutarlarının beklenenden düşük kalması,
 - Kiracıların finansal durumlarının bozulması sonucunda kiralalarını tam ve zamanında ödeyememeleri,
 - Kiracıların gayrimenkulü tahliye etmesi ve yerine yeni kiracı bulmakta gecikme veya zorluk yaşanması,
 - Kiracıların tercihlerinde yaşanacak değişiklikler
 - Sektörde faaliyet gösteren diğer şirketler tarafından sunulan gayrimenkullerin kalitesi ve şirketin gayrimenkullerinin özelliklerine benzerliği,
 - Geliştirme projelerine zarar verebilecek veya bu projelerin ilerlemesinde gecikmeye yol açabilecek doğal afetler.
- Şirketin faaliyet gösterdiği GYO sektörünün büyüme, enflasyon, işsizlik ve tüketici güveni başta olmak üzere makroekonomik gelişmelere hassasiyeti yüksektir. Ekonomik büyümede yavaşlama, kişi başına milli gelirden azalışa ve gayrimenkul talebinde düşüşe neden olarak, sektörün büyüme performansı üzerinde risk oluşturabilir.
- Gayrimenkullerin değerleri ve kiralara, genel gayrimenkul talebine, global ekonomik etkenlere, belirli bir bölgeye ilişkin oradaki rekabet uyarınca artan ya da azalan yatırım imkanlarına göre değişkenlik göstermektedir.
- Sektördeki yoğun rekabete bağlı olarak piyasadaki arz-talep dengesinin arz lehine bozulmadı şirketin gelirlerinde azalmaya sebep olabilir.
- Şirketin sürdürdüğü projelerde maliyet kalemleri içinde alan unsurlarda meydana gelebilecek olumsuz yöndeki değişiklikler (fazi oranı, kur artışı vb.) şirketin yatırım harcamalarını ve buna bağlı olarak karlılığı etkileyebilir.
- Projelerin geliştirilmesindeki ve tamamlanmasındaki gecikmeler şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gelirlerinin kullanım yeri

1. **Halka arz gelirlerinin %65'i ile** Ziraat Kuleleri başta olmak üzere halen devam etmekte olan projelerinde,
2. **Halka arz gelirlerinin %20'si** mülkiyetinde bulunan ve üzerinde proje geliştirme çalışmalarına devam eden Bayraklı/İzmir arsası projesi için,
3. **Halka arz gelirlerinin %15'i** de halka arza kadar oluşacak kredilerin tamamının kapatılması ve işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılması hedeflenmektedir. (Kaynak: İzahname)

Finansal Tablolar

(mn TL)	31.12.2018*	31.12.2019	31.12.2020
VARLIKLAR	1915.150211	2613.409238	5435.903353
Dönen Varlıklar	74.505261	244.634231	138.414105
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.260199	128.264013	30.497497
Ticari Alacaklar	0.056068	0.000000	2.356900
Diğer Alacaklar	0.000000	0.145826	0.582592
Stoklar	0.000000	0.000000	91.339193
Peşin Ödenmiş Gider	62.773162	62.807371	1.908667
Diğer Dönen Varlıklar	10.415832	53.417021	11.729256
Duran Varlıklar	1840.644950	2368.775007	5297.489248
Diğer Alacaklar	0.000000	0.000000	2.232263
Özkaynak Yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	0.087779	109.060982	115.371102
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1507.454560	1885.398445	4681.482102
Maddi Duran Varlıklar	3.919727	4.583101	0.669750
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.022414	0.039192	0.046817
Peşin Ödenmiş Giderler	329.160470	367.797866	385.548733
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0.000000	1.895421	1.772627
Diğer Duran Varlıklar	0.000000	0.000000	110.365854
KAYNAKLAR	1915.150211	2613.409238	5435.903353
Kısa Vadeli Yükümlülükler	230.933137	773.292784	339.174748
Kısa Vadeli Borçlanmalar	226.008616	548.076602	201.480849
Ticari Borçlar	0.050905	16.014237	61.483358
Diğer Borçlar	0.000000	0.000000	0.013684
Ertelenmiş Gelirler	0.000000	25.234922	29.651955
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.000000	0.094088	0.171201
Kısa Vadeli Karşılıklar	0.024973	7.631843	10.233590
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.848643	176.241092	36.140111
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0.032136	28.871143	6.170990
Ertelenmiş Gelirler	0.000000	28.810401	6.097995
Uzun Vadeli Karşılıklar	0.032136	0.060742	0.072995
Özkaynaklar	1684.184938	1811.245311	5090.557615
Ödenmiş Sermaye	1300.000000	1300.000000	3520.215000
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	0.698216	0.851257	0.003012
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	0.000000	-0.105789	23.070823
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.815868	4.403076	5.585646
Paylara ilişkin primler (iskontolar)	0.000000	0.000000	658.135984
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	247.481063	379.083646	505.783485
Net Dönem Karı	133.189791	127.013121	377.763665

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, * Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	2018*	2019	2020
Hasılat	46.446011	44.020684	144.637286
Konut Satış Gelirleri	0.000000	0.000000	74.243709
Kira Gelirleri	32.303745	43.168479	63.425701
Faiz Gelirleri	14.142266	0.436056	0.000000
İşletme Yönetim Gelirleri	0.000000	0.416149	6.967876
Satışların Maliyeti	-1.541351	-2.332608	-80.445693
Brüt Kar	44.904660	41.688076	64.191593
Faaliyet Giderleri	-4.737283	-9.595174	-20.241559
Genel Yönetim Giderleri	-4.683835	-9.581882	-16.713189
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-0.053448	-0.013292	-3.528370
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	92.575234	105.556754	320.547373
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	0.000000	-8.700500	-10.660560
Esas Faaliyet Karı	132.742611	128.949156	353.836847
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.000000	0.000000	1.884702
Özkaynak Yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarındaki paylar	-0.037221	0.000000	0.310120
Net Finansman Gelirleri / Giderleri	0.484401	-3.725762	22.008000
Vergi öncesi kar	133.189791	125.223394	378.039669
Dönem Vergi Gelir / Gider	0.000000	-0.105694	-0.153210
Ertelenmiş Vergi Gelir / Giderleri	0.000000	1.895421	-0.122794
Net Dönem Karı	133.189791	127.013121	377.763665

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, * Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Ziraat GYO A.Ş.'nin sermaye arttırımı yolu ile halka arzı için, Yatırım Finansman tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde üç temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

- 1) Net Aktif Değer Yöntemi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yöntemi
- 3) Piyasa Çarpanları Yöntemi

3 temel yöntem değerlendirilmede kullanılırken, değerlendirilmede %40 net aktif değer yöntemi, %40 indirgenmiş nakit akımı yöntemi ve %20 piyasa çarpanları yöntemi ağırlıklarıyla kullanılmıştır.

1) Net Aktif Değer Yöntemi

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 değerlendirilmesinde 2021 yılsonu tahmini NAD hesaplaması kullanılmıştır.

NAD metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM), Ankara Next Level AVM ve Palladium AVM haricindeki varlıkların 2020 yılsonu ekspertiz değerlerinin enflasyona paralel artış göstereceği öngörülmüştür.
- İUFM değerlendirilmesinde, m² başına 209 TL aylık ortalama kira değeri ve %60 doluluk oranı baz alınıp kademeli olarak artırılmış ve hesaplanan nakit akışları indirgenerek 4,5milyar 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 enflasyonun 1 puan üzerinde yükseleceği varsayımıyla hesaplanan nakit akışları indirgenerek 509,9mn TL değere ulaşılmıştır.

- Palladium AVM'de ise %65'ten başlayarak kademeli olarak artan doluluk oranlarıyla hesaplanan nakit akışları indirgenerek 373,9mn 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.

Net Aktif Değer Tablosu (mn TL)	Güncel (2020)	Hedef (2021T)
Arsalar	867.005000	966.710575
Bayraklı Arsaları	565.355000	630.370825
Levent Arsası	287.600000	320.674000
Altunizade Arsası	14.050000	15.665750
Kira Getirili Varlıklar	1677.737927	2270.946550
Ankara Next Level AVM	433.660000	509.852662
Palladium AVM	0.000000	373.947000
Sarajevo Ofis Binaları	161.715177	180.312422
İstanbul Maslak Binası	152.225000	169.730875
Frankfurt Ofis Binası	131.494000	146.615810
İstanbul Beyoğlu Binası	116.675000	130.092625
Diğer Kira Getirili Varlıklar	681.968750	760.395156
Projeler	2136.739175	4963.270580
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	1752.640000	4535.000000
Karaköy/İstanbul Projesi	78.065000	87.042475
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54.450000	60.711750
Diğer Projeler	251.584175	280.516355
Toplam Gayrimenkuller	4681.482102	8200.927705
Nakit	30.497497	0.500000
Diğer Varlıklar	723.923325	244.575042
Borç	201.477442	1206.600748
Diğer Yükümlülükler	143.867995	106.292729
Net Aktif Değer	5090.557487	7133.109270

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ziraat GYO değeri, TL	
Net Aktif Değer	7133.109270
Toplam Hisse Sayısı	3520.215000
Pay başına hedef net aktif değer	2.03

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ("İNA")

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 11 yıl olup, 2021-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz getiri oranı %15, sektör risk primi %5.0 ve beta 0.90 ve %19.5 özsermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") %18.7 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn 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 Kat	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	-1,347	-298	-656	-722	0	0	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akımları	-1,255	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	-1,255	403	503	467	351	344	343	327	311	330	347
INA 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: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 8.955 milyon TL olup, 1 adet payın değeri ise 2.54 TL olarak hesaplanmıştır.

3) Piyasa Çarpanları Yöntemi

“Piyasa Çarpanları” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, 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 muhasebeleşiren GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun değerle muhasebeleşiren GYO'lar dahil edilmiştir.

Şirketler (mn TL)	Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
TRGYO	8,770	3,190	0.36
ISGYO	4,131	1,802	0.44
AKSGY	3,607	1,578	0.44
OZKGYO	3,494	1,751	0.50
HLCGYO	2,926	3,220	1.10
YGGYO	2,203	2,032	0.92
RYGYO	2,108	1,134	0.54
ALGYO	1,810	1,587	0.88
SRVGY	1,687	4,885	2.90
VKGYO	1,444	1,389	0.96
KLGYO	1,215	1,290	1.06
PAGYO	933	606	0.65
AKFGY	718	1,292	1.80
SNGYO	712	3,641	5.11
DGGYO	623	3,835	6.16
AGYO	493	658	1.34
TSGYO	465	2,635	5.67
OZGYO	415	473	1.14
MRGYO	404	263	0.65
DZGYO	371	660	1.78
NUGYO	330	4,960	15.03
MSGYO	257	648	2.52
AVGYO	263	450	1.71
KRGYO	120	396	3.30
YKGYO	84	292	3.49
PEGYO	74	244	3.28
ATAGY	34	109	3.11
YGYO	-402	299	a.d.
Sektör (HLCGYO ve VKGYO hariç)	34,920	40,710	1.17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

TL	Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
HLGYO	2.929.488.712	3.220.400.000	1.10
VKGYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0.96
Sektör (HLGYO ve VKGYO hariç)	34.919.906.686	40.709.844.838	1.17
Ziraat GYO	5.090.557.206	5.477.390.256	1.08

Kaynak: 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 5.477mn TL olup, hisse başına değer 1.56 TL'dir.

Sonuç

Yatırım Finansman tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında net aktif değer, indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Net aktif değer yöntemi %40, İndirgenmiş nakit akımı yöntemine %40, çarpan analizine %20 ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 7.530 milyon TL hedef değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri de 2.14 TL olmuştur. **Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %25.0 iskonto uygulandığında halka arz fiyatı hisse başına 1.60 TL olarak bulunmuştur.**

Ağırlıklandırılmış Hedef Değer Sonucu ve İskonto Oranları

TL	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
NAD	7.133.109.911	40%	2.853.243.964
İNA	8.955.313.915	40%	3.582.125.566
Çarpan Analizi	5.477.390.256	20%	1.095.478.051
	Toplam	100%	7.530.847.582
	Pay Başına Değer		2.14

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

Halka Arz Öncesi Sermaye	3.520.215.000
Pay Başına Değer	2.14
İskonto Oranı	25%
Halka Arz Piyasa Değeri	5.648.135.686
Halka Arz Fiyatı	1.60

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Ziraat GYO A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme çalışmalarında net aktif değer yöntemine %40, İndirgenmiş nakit akımına %40 ve piyasa çarpanları analizine %20 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporunda açıklandığı üzere, çarpan Analizinde PD/DD çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Yatırım Finansman tarafından hesaplanan GYO sektörü şirketleri toplam NAD'ı 69.4milyar 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. Şirket bu nedenle Ziraat GYO pay başına hedef net aktif değer hesaplamasında sektör NAD iskontosu uygulanmamıştır fakat sektördeki NAD değeri en büyük 4 şirketin (EKGYO hariç) NAD'ine göre iskontolarını göz önüne aldığımızda, Net aktif değer değerlemesinde iskonto uygulanmamış olmasını şirketin değerlemesi için bir risk faktörü olarak sayabiliriz.
- Yatırım Finansman tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 1.60TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlendirilmede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları (proje tamamlanma oranları ve doluluk oranları), şirketin değerlemesi açısından risk olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yatırım Finansman") lider aracı kurum olduğu Ziraat GYO A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yatırım Finansman tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.