

ZİRAAT

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

A.Ş.

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

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 No'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 5. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermektedir.

Raporun Konusu ve Gerekçesi:

Bu rapor, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Ziraat GYO” ya da “Şirket”) hisselerinin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermekte olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrası gereğince Ziraat GYO Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler:

Ziraat GYO paylarının halka arzı öncesinde halka arz fiyatı, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından 9 Nisan 2021 tarihinde hazırlanan fiyat tespit raporunda ‘Net Aktif Değer Analizi’, ‘İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi’ ve ‘Benzer Şirket Çarpanı Analizi’ yöntemleri kullanılarak belirlenmiştir.

Bu üç yöntemin ağırlıklandırılması suretiyle hedef şirket değeri 7.530.847.582-TL, hedef pay başına değer ise 2,14 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hedef pay başına değere %25 halka arz iskontosu uygulanarak 1,60 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hedef Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
Net Aktif Değer yöntemi	7.133.109.911	40%	2.853.243.964
İNA yöntemi	8.955.313.915	40%	3.582.125.566
Piyasa Çarpanı yöntemi	5.477.390.256	20%	1.095.478.051
Ziraat GYO Hedef Piyasa Değeri		100%	7.530.847.582
Halka Arz Öncesi Sermaye			3.520.215.000
Pay Başına Hedef Değer			2,14
İskonto Oranı			25%
Halka Arz Piyasa Değeri			5.648.135.686
Halka Arz Fiyatı			1,60

Kaynak: Şirket Verisi, YF Araştırma

Şirketin mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilirken, bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

1.Net Aktif Değer Analizi:

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılan Net Aktif Değer (NAD), şirketlerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerlerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenip, yükümlülüklerinin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

2021 yılsonu net aktif değeri 7.133.109.911,-TL olarak tahmin edilmiş, ilk altı ayın sonunda net aktif değer 7.039.737.000,-TL'ye ulaşarak yılsonu hedefi %98,7 oranında gerçekleştirilmiştir.

(mn TL)				
Net Aktif Değer Tablosu	2020 Yılsonu (Gerçekleşme)	2021 I.Yarı (Gerçekleşme)	2021 Yılsonu Hedef (Tahmin)	2021 I.Yarı Gerçekleşme%
Arsalar	867,1	867,1	966,7	89,7%
Bayraklı Arsaları	565,4	565,4	630,4	
Levent Arsası	287,6	287,6	320,7	
Altunizade Arsası	14,1	14,1	15,7	
Kira Getirili Varlıklar	1.917,40	1.938,20	2.270,90	85,3%
Ankara Next Level AVM	433,7	433,7	509,9	
Palladium AVM	239,5	239,5	373,9	
Sarajevo Ofis Binası	161,7	188,1	180,3	
İstanbul Maslak Binası	152,2	152,2	169,7	
Frankfurt Ofis Binası	131,5	131,5	146,6	
İstanbul Beyoğlu Binası	116,7	116,7	130,1	
Diğer kira getirili varlıklar	682,1	676,5	760,4	
Projeler	2.136,80	2.494,60	4.963,30	50,3%
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	1.752,60	2.089,60	4.535,00	
Karaköy/İstanbul Projesi	78,1	82,3	87	
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54,5	54,5	60,7	
Diğer Projeler	251,6	268,2	280,5	
Toplam Gayrimenkuller	4.921,30	5.299,90	8.200,90	64,6%
Nakit	30,5	1311,6	0,5	
Diğer Varlıklar	484,2	547,4	244,6	
Borç	263	67,4	1.206,60	
Diğer Yükümlülükler	82,3	51,8	106,3	
Net Aktif Değer	5.090,70	7.039,74	7.133,11	98,7%

2.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

Fiyat tespit raporunda kullanılan bir diğer yöntem de indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizidir. Bu yöntemde, Şirketin gelecek dönemlere ilişkin gelir ve giderleri tahmin edilmek suretiyle hesaplanan nakit akımları bugünkü değere indirgenmiştir. İNA analizinde 2021 yılı için %15 risksiz getiri oranı, %5 sektör risk primi, 0,90 beta ve %19,5 özsermaye maliyeti varsayımlarıyla ulaşılan %18,7 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır. İNA analizinde kullanılan makro varsayımlar aşağıda sunulmuştur.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2030
Dolar/TL	8,04	8,71	9,39	10,00	10,52	11,05	11,60	12,18	12,79	13,43	14,10
Avro/TL	9,64	10,45	11,26	12,00	12,63	13,26	13,92	14,62	15,35	16,11	16,92
TÜFE (%)	11,50%	9,40%	8,75%	7,50%	6,25%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

Kaynak: YF Araştırma

Fiyat tespit raporunda varsayımlar yıl bazında yapılmış olup, ara dönemler için ayrı ayrı varsayım yapılmamıştır. 2020 yılsonu rakamları ile 2021'e ait tahmin ve gerçekleşme rakamları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

	2020 Yılsonu (mn TL)	2021 I.Yarı Gerçekleşme (mn TL)	2021 Yılsonu Tahmin (mn TL)
Kira Gelirleri	63,4	42,3	79,0
Satış Gelirleri	74,2	40,2	206,0
Satışların Maliyeti	-80,4	-37,3	-170,0
Brüt Kar	57,2	45,2	116,0
FAVÖK	26,3	26,8	92,0
Yatırım Harcamaları	-668,8	-394,5	-1347,0
Serbest Nakit Akımları	-642,5	-367,7	-1255,0

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'yla birlikte, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkulleri Gerçeğe Uygun Değerle muhasebeleştiren GYO'lardan Vakıf ve Halk GYO'nun çıkarılmasıyla ulaşılan ortalama sektör çarpanı baz alınmıştır.

	Özkaynaklar (TL)	Piyasa Değeri (TL)	PD/DD
HLGYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0,96
Sektör (HLGYO ve VKGYO hariç)	34.919.906.686	40.709.844.838	1,17
Ziraat GYO	5.090.557.206	5.477.390.256	1,08

Kaynak: Rasyonet, YF tahminleri, 09.04.2021 kapanışlarıyla

Vakıf GYO ve Halk GYO'nun verileri ile anılan GYO'lar hariç tutulduğunda ulaşılan sektör çarpanı ortalaması sonucu Ziraat GYO için 1,08 şeklinde gerçekleşmektedir. PD/DD çarpanından Ziraat GYO değeri 5.477.390.256,-TL ve pay başına değer 1,56 TL olarak hesaplanmıştır.

30 Haziran 2021 itibariyle Şirket'in PD/DD değeri 1.07 seviyesindedir.

	Özkaynaklar (mn TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD
Fiyat Tespit Raporu	5.091	5.477	1,08
30.06.2021	7.040	7.510	1,07

Değerlendirme ve Sonuç:

Şirketin geçen yılın aynı döneminde 15,2 milyon TL olan konsolide net dönem karı, 2021 yılının ilk altı ayında 72,6 milyon TL'ye ulaşmış, ağırlıklı ortalama hisse adedine göre pay başına kazancı 0,0187 olarak hesaplanmıştır.

İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM) Ziraat Kuleleri Projesi başta olmak üzere devam eden projelere yapılan hakediş ödemelerine bağlı olarak toplam portföy değeri ilk altı ayda yılsonuna göre 379 milyon TL artmıştır. Şirket'in yatırım portföyünde bulunan tüm gayrimenkuller için ekspertiz raporlarının 2020 yılsonu itibarıyla yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda, 2021 yılı sonunda yapılacak değerlendirme güncellemesi ile fiyat tespit raporunda tahmin edilen portföy değerine ulaşılabileceği öngörülmektedir.

2021'in ilk yarısında kira getirili gayrimenkullerden 42,3 milyon TL kira geliri elde edilmiş olup, söz konusu kalem 23,2 milyon TL olan geçen yılın aynı dönemine göre %82 oranında artmıştır. Covid 19 sürecine rağmen kira tahsilatlarında gecikmeler yaşanmamış, daha yılın ilk altı ayında yılsonu tahmini olan 79 milyon TL'nin yarından fazlası gerçekleşmiştir.

Şirket hisse senedinin işlem görmeye başladığı 06.05.2021 tarihi ile 30.06.2021 tarihleri arasındaki dönemde BİST 100 endeksi %5,04, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi %3,64 oranında değer kaybederken, Ziraat GYO hisse senedi yatay bir seyir izlemiştir. Dönem içinde en düşük değeri 1,59; en yüksek değeri 1,67 olarak gerçekleşmiştir.

	06.05.2021	30.06.2021	Değişim
XU100	1.428	1.356	-5,04%
XGMYO	571	551	-3,64%
ZRGYO	1,60	1,60	0,00%

2021 yılının ilk yarısında ülkelerin yavaş yavaş normalleşme sürecine geçişleri ve dünya genelinde aşılama hızının artması ile küresel ekonomide canlanma başlamıştır. Delta varyantının yayılımına bağlı olarak yeniden kısıtlamalar uygulamaya konulsa da, küresel ekonomik aktiviteye etkileri 2020 yılına kıyasla çok daha sınırlı olmaktadır.

Ülkemizde ise ilk altı aylık dönem boyunca oldukça karışık bir görünüm izlenmiş ancak Mayıs ayının başındaki tam kapanmanın ardından toparlanma eğilimi hız kazanmıştır.

Bu dönemde fiyat tespit raporunda kullanılan makro varsayımlardan sapmalar olmuştur. Haziran ayında yıllık TÜFE artışı %17,53, yıllık ÜFE artışı %42,89 olarak gerçekleşmiştir. 2020 sonu itibarı ile 7,5 TL civarı olan dolar kuru 2021 yılı Mart ayı ortalarından itibaren artışa geçerek Haziran ayında 8,5 TL'yi geride bırakmıştır. Merkez Bankası, ilk çeyrekte %19'a yükselttiği faiz oranını sabit tutmuştur. Finansman maliyetlerindeki artış ve reel gelirdeki düşüş başta ipotekli satışlar olmak üzere konut talebini baskılasa da, pandemi kısıtlamalarının gevşetilmesiyle beraber Haziran ayında konut satışları hız kazanmıştır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre yılın ilk yarısında gerçekleşen 552 bin 810 adet konut satışı ile uzun vadeli ortalama satış adetlerine ulaşılmıştır.

Aşılama programı sayesinde azalan vaka sayıları, son günlerde yeniden yükseliyor olsa da dünyada olduğu gibi ülkemizde de ekonomik aktiviteyi önceki gibi tümüyle etkileyecek kısıtlamalar beklenmemektedir. Makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla uygulanan dezenflasyonist politikalar ile orta vadede enflasyonun hedeflenen noktaya çekilmesi durumunda, ekonomik canlanma inşaat ve gayrimenkul sektörüne de yansımacaktır. Bu kapsamda fiyat tespit raporunda belirtilen 2021 hedeflerine ulaşılabileceği öngörülmektedir.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,