

# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

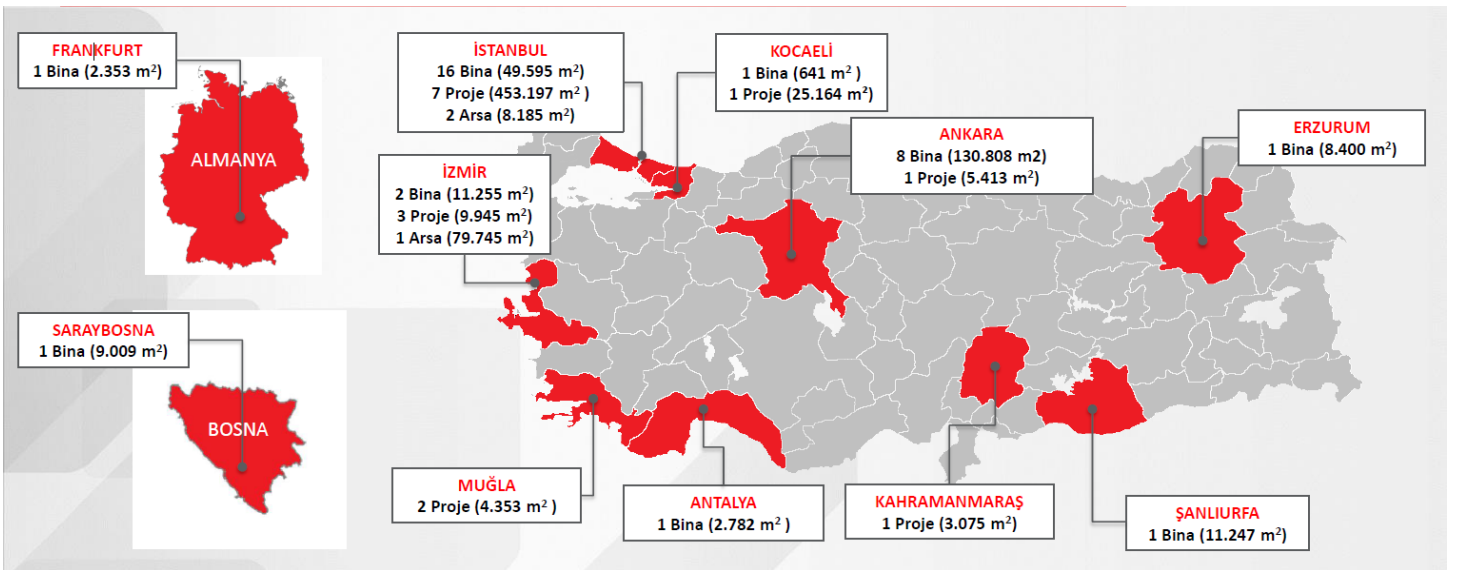
## Raporun Amacı

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, Dinamik Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yatırım Finansman") Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Ziraat GYO" ve/veya Şirket) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Şirket Hakkında Özet Bilgi

- \* Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve bağlı ortaklığının temel amaç ve faaliyet konusu; gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak faaliyetlerinde bulunmaktadır.
- \* Şirket 1 Kasım 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in sermayesi 1.300.000.000 TL olup tamamı kurucular tarafından taahhüt edilmiş ve 263.758.000 TL'lik kısmı nakden, kalan 1.036.242.000 TL'lik kısmı aynı (arsa ve gayrimenkul) olarak ödenmiştir.
- \* Şirket, 25 Aralık 2019 tarihinde aynı ve nakdi sermaye artırmak suretiyle 8 Temmuz 2020 tarihinde aynı sermayeye ilişkin tapu devir işlemleri gerçekleştirmiştir. Şirket'in sermaye artışı sonrasında çıkarılmış sermayesi 2.487.226.231 TL aynı, 1.032.988.769 TL nakdi sermayeye ulaşmıştır.
- \* Hakim ortağı T.C Ziraat Bankası A.Ş. olup, Ziraat İşletme Yönetimi ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. Ve Ziraat GYO D.O.O Sarajevo şirketlerinin %100'üne sahiptir. Ayrıca Şirket, Konkur İnşaat Yatırım ve Pazarlama A.Ş'nin %50'sine sahiptir.
- \* Konkur İnşaat Yatırım ve Pazarlama A.Ş'nin ana faaliyet konusu gayrimenkul geliştirme, yatırım ve inşaatıdır. Konkur İnşaat'ın herhangi bir projesi bulunmamakla beraber ileride geliştirilmek amacıyla arsa yatırımları yapmıştır. Şirket, Konkur İnşaat'ın %50 oranındaki hisselerini 31 Ekim 2019 tarihinde 82.160.535 TL bedelle devralmıştır.
- \* Şirket'in arsa ve bina bazında yatırımları toplamda 4,3 milyar TL'dir. Bunun dağılımına baktığımızda ilk 3 sırayı; İstanbul 2,9 milyar TL, İzmir 665,4 milyon TL ve Ankara 585,4 milyon TL ile oluşturmaktadır.
- \* Şirket'in kira getirili gayrimenkulleri toplamda 149,930 metrekare ve 2020 yılı sonu ekspertiz değeri toplamda 1,6 milyar TL'dir. Bu gayrimenkullere ekspertiz değerlerine göre bakıldığında 433,70 milyon TL ile Next Level AVM (Ankara), 161,70 milyon TL ile Sarajevo Binası ve 152,20 milyon TL ile Maslak binası ilk 3 sırada yer almaktadır.
- \* Şirket'in devam eden projeler bazında en büyük projesi 431.041 metrekare ve yaklaşık 1,7 milyar TL ekspertiz değeri ile İstanbul Uluslararası Finans Merkezi projesidir. Şirketin toplam proje alanı 501.147 metrekare olup 2020 yıl sonu ekspertiz değeri toplamda 1,7 milyar TL'dir.

## Yatırım Portföyünün Coğrafi Dağılımı

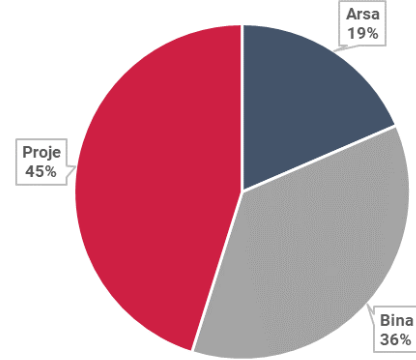


# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

## Gayrimenkul Portföyü

- \* Şirket'in bilançosunda yer alan toplam 4,6 milyar TL tutarındaki gayrimenkul portföyünün %36'sı bir çoğu Ziraat Finans Grubuna kiralanmış kira getirili gayrimenkullerden oluşmaktadır.
- \* Portföyün %45'ini oluşturan projeler arasında İstanbul Uluslararası Finans Merkezi 1,7 milyar TL ekspertiz değeri ile projelerin %82'sini oluşturmaktadır.
- \* Kira getirili gayrimenkuller arasında, Ankara'da yer alan Next Level AVM, en büyük kiralanabilir alana sahip olan gayrimenkul olarak öne çıkmaktadır.

## Portföyün Niteliklerine Göre Dağılımı



Kira Getirili Gayrimenkuller	Şehir	Kiralanabilir Alan (m2)	2020 Yıl Sonu Ekspertiz Değeri (mln TL)
Next Level AVM	Ankara	32.188	433,70
Sarajevo Binası	Bosna/Sarajevo	9.009	161,70
Maslak Binası	İstanbul	15.027	152,20
Frankfurt Ofis Binası	Almanya / Frankfurt	2.353	131,50
Beyoğlu Binası	İstanbul	4.304	116,70
Diğer Kira Getirili Gayrimenkuller		87.049	682
<b>TOPLAM</b>		<b>149.930</b>	<b>1.678</b>

PROJELER	Şehir	Proje Alanı (m2)	2020 Yıl Sonu Ekspertiz Değeri (mln TL)
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	İstanbul	431.041	1.752,50
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
<b>TOPLAM</b>		<b>501.147</b>	<b>2.136,70</b>

ARSALAR	Şehir	Arsa Alanı (m2)	2020 Yıl Sonu Ekspertiz Değeri (mln TL)
Bayraklı	İzmir	79.745	565,40
Levent	İstanbul	6.298	267,60
Altunizade	İstanbul	1.887	14,10
<b>Toplam</b>		<b>87.930</b>	<b>847,10</b>

# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

## Halka Arz Hakkında Bilgi

- \* Şirket 3.520.215.000 TL nominal değerli sermayesini 5.397.663.000 TL'ye çıkartmakta ve 1.173.405.000 TL nominal değerli hisseler sermaye artırımını yoluyla halka arz edilmektedir.
- \* Halka arzın sabit fiyatla talep toplama şeklinde yapılması planlanmıştır.
- \* Halka arz sonrasında halka açıklık oranının %25 olması planlanmakta olup ek satış olmayacaktır.
- \* Şirket'in hakim ortağı olan Ziraat Bankası, Şirket paylarını Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca;
  - Herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapmayacağına ve dolaşımdaki pay miktarlarının bu suretle artırmayacağına,
  - Bedelsiz sermaye artırımları hariç, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satış veya halka arz yapılmayacağına, bu doğrultuda bir karar alınmamasına ve/veya SPK dışındaki herhangi bir kuruma başvuruda bulunulmayacağına
  - Bedelsiz sermaye artırımını hariç, bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair ya da dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi bir açıklama yapılmayacağına,
- \* Yönetim kontrolüne sahip olduğu herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık ya da bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasının sağlanacağına,
- \* Ziraat Bankası ayrıca, hisseleri 33 takvim günü süre ile elde tutanlara 1,63 TL'den geri alma taahhüdü de sunmaktadır.
- \* Şirket, halka arzdan elde edeceği gelire öncelikle "İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Ziraat Kuleleri" projesini planlanan takvime uygun olarak gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Ziraat Kuleleri projesi başta olmak üzere devam eden diğer projelerle birlikte yoğun bir yatırım döneminden geçen Ziraat GYO, sermaye artırımından elde edilecek fonun yaklaşık %65'ini halen devam etmekte olan projelerinde kullanmayı hedeflemektedir.
- \* Halka arz tahsisatları, %73 Yurt içi Bireysel Yatırımcı, %20 Yurt içi Kurumsal Yatırımcı ve %7 de Ziraat Finans Grubu çalışanları olarak belirlenmiştir.
- \* Şirket'in yönetim kurulu kararınca da temettü politikası; finans merkezi projesi tamamlanana kadar %10 sonraki dönemlerde asgari %30 verilmesi yönünde olduğu bildirilmiştir.

## İhraç Bilgileri

İhraççı	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı		
Borsa Kodu	ZRGYO	<b>Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal) - sermaye artırımını</b>	1.173.405.000
Halka Arz Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama	<b>Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı (%)</b>	%25
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı	<b>Halka Arz Büyüklüğü (TL)</b>	1.877.488.000
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı	<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	3.520.215.000
Talep Toplama Tarihleri	28-30 Nisan 2021	<b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>	4.693.620.000
Halka Arz Fiyatı (TL)	1,6 TL		

## Halk Arz Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye(TL)	Halka Arz Öncesi Pay (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı(%)
T.C Ziraat Bankası A.Ş	A	714.219.129	20,29%	714.219.129	15,22%
T.C Ziraat Bankası A.Ş	B	2.805.995.871	79,71%	2.805.995.871	59,78%
Halka Arz	B	-	-	1.173.405.000	25,00%
<b>TOPLAM</b>		<b>3.520.215.000</b>	<b>100%</b>	<b>4.693.620.000</b>	<b>100%</b>

# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

### Finansal Analiz

- \* Şirket'in cirosu 2020 yılında yıllık %229 büyümeyle 145 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık büyümedeki temel etken, 74 milyon TL olarak gerçekleşen konut satışlarıdır. Yıllık %47 büyümeyle 63 milyon TL'ye ulaşan kira gelirleri ve 7 milyon TL'ye yükselen AVM yönetim gelirleri de hasıllara olumlu katkı yapan diğer faktörlerdir. 70 milyon TL olan satılan konut maliyetleri etkisiyle, satışların maliyeti 2019 yılında 2 milyon TL'den 80 milyon TL'ye yükselmiştir. Böylelikle, brüt kar yıllık %54 büyümeyle 64 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- \* Faaliyet giderleri, Şirket portföyünde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkullere ödenen emlak vergisinden dolayı 2019 yılında 10 milyon TL'den 2020 yılında 20 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- \* Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirler kalemi ise yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz raporlarının güncellenmesinden kaynaklı olarak yıllık bazda %204 artarak 321 milyon TL'ye yükselmiştir.
- \* Net finansman gelirleri kaleminin 2019 yılındaki 4 milyon TL zarar ve 2020 yılında 22 milyon TL kar olarak gerçekleşmesinin temel etkeni Türk Lirasındaki değer kaybıdır.
- \* Şirket'in net dönem karı 2020 yılında yıllık bazda %197 artışla 377,76 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu veri 2019 yılında 127 milyon TL ve 2018 yılında ise 133 milyon TL olarak kaydedilmiştir.
- \* Şirket'in toplam varlıkları, yeni varlık edinimi ve gayrimenkuldeki değer artışları ile 2020 yılında yıllık bazda %108 büyüterek 5,4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in dönen varlıklarının önemli bir kısmı stoklardan oluşmaktadır. Duran varlıkların büyük bir kısmı ise Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri meydana getirmektedir.
- \* Şirket 24.08.2020 tarihli yönetim kurulu kararına istinaden İstanbul, Kozyatağı'nda bulunan merkezinin satışının yapılmasıyla, maddi duran varlık kaleminde izlenmekte olan defter değeri tasfiye edilmiştir.
- \* Şirket, 2018 yılında Emlak Konut GMYO ipe Tahincioğlu Kayaşahı Ortak Girişimi ile Nidapark Kayaşehir projesine ilişkin gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi imzalanmıştır. Ayrıca 2019 yılında Makro İnşaat ile Herdem Sağlıklı Yaşam Köyleri Projesine ilişkin satış vaadi sözleşmesi imzalanmıştır. Söz konusu projeler için toplamda 372.524.680 TL harcanmış olup avanslar kaleminin yaklaşık %96'sını oluşturmaktadır.

### Finansal Tablo Özeti

#### Gelir Tablosu

	2018	2019	2020
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>46.446.011</b>	<b>43.525.247</b>	<b>144.637.286</b>
Satışların Maliyeti (-)	1.541.351	2.332.608	80.445.693
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>44.904.660</b>	<b>41.192.639</b>	<b>64.191.593</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	4.683.835	9.566.873	16.713.189
Pazarlama Giderleri(-)	53.448	13.292	3.528.370
Diğer Faaliyet Gelirleri	92.575.234	105.556.754	320.547.373
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	0	8.700.500	10.660.560
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>132.742.611</b>	<b>128.468.728</b>	<b>353.836.847</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	1.884.702
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarındaki Paylar	37.221	0	310.120
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>132.705.390</b>	<b>128.468.728</b>	<b>356.031.669</b>
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	572.079	167.052	25.121.551
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	87.678	3.892.814	3.113.551
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>133.189.791</b>	<b>124.742.966</b>	<b>378.039.669</b>
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	0	1.895.421	-289.200
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>133.189.791</b>	<b>124.742.966</b>	<b>377.750.469</b>

**Finansal Tablo Özeti**

**Bilanço**

	2018	2019	2020
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>74.505.261</b>	<b>244.634.231</b>	<b>138.414.105</b>
Nakit ve Nakit Benzeri	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
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>1.840.644.950</b>	<b>2.368.775.007</b>	<b>5.297.489.248</b>
Diğer Alacaklar	0	0	2.232.263
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen 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
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>1.915.150.211</b>	<b>2.613.409.238</b>	<b>5.435.903.353</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>230.933.137</b>	<b>773.292.784</b>	<b>339.174.748</b>
Kısa Vadeli Borçlar	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
Kısa Vadeli Karşılıklar	24.973	7.725.931	10.404.791
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.848.643	176.241.092	36.140.111
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>32.136</b>	<b>28.871.143</b>	<b>6.170.990</b>
Ertelenmiş Gelirler	0	28.810.401	6.097.995
Uzun Vadeli Karşılıklar	32.136	60.742	72.995
<b>Özsermaye</b>	<b>1.684.184.938</b>	<b>1.811.245.311</b>	<b>5.090.557.615</b>
Ödenmiş Sermaye	1.300.000.000	1.300.000.000	3.520.215.000
Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	698.216	851.257	3.012
Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelir / (Gider)		-105.789	23.070.823
Yedekler	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara İlişkin Primler / (İskontolar)			658.135.984
Geçmiş Yıl Kar / Zararları	247.481.063	379.083.646	505.783.485
Net Dönem Karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665
<b>TOPLAM SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.915.150.211</b>	<b>2.613.409.238</b>	<b>5.435.903.353</b>

### Değerleme Çalışması Özeti

- \* Yatırım Finansman tarafından yapılan Fiyat Tespit Raporu'nda gayrimenkul şirketlerini değerlendirme sırasında sıklıkla kullanılan **Net Aktif Değer Analizi** ile diğer uluslararası kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden olan **İndirgenmiş Nakit Akım Analizi ve Benzer Şirketler Çarpan Analizi** olmak üzere 3 temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır.
- \* **Net Aktif Değer çalışmasında;** Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkuller bilançoda yer alan değerleri üzerine enflasyon oranında eklemeye yapılarak 2021 yılı Hedef Portföy değerleri belirlenmiş ve 2021 yılı sonu itibarıyla tahmin edilen nakit ve diğer varlıklar eklenmiş, borçlar ve yükümlülükler çıkarılmış ve 2021 sonu itibarıyla bir NAD'e ulaşılmıştır. Yandaki tabloda bu hesaplamaların detaylarını bulabilirsiniz.
- \* Söz konusu NAD hesaplamalarında Hedef Portföy Değeri 2020 yıl sonuna göre %75 oranında bir değerlendirme içermektedir. Bu değerlemenin en büyük kısmı İstanbul Uluslararası Finans Merkezindeki değerlemeden kaynaklanmaktadır. 2020 yılı sonu itibarıyla söz konusu proje bilançoda maliyet değeri ile yer alırken, 2021 yılında inşaatın tamamlanacağı varsayımı ile proje geliştirme değeri üzerinden değerlendirilmiştir.
- \* Belirlenen NAD için sektördeki diğer GYO'ların iskonto içermediği varsayılarak herhangi bir iskonto uygulanmamıştır.

- \* **İndirgenmiş Nakit Akım Çalışması** çerçevesinde; Şirket'in portföyünde bulunan tüm gayrimenkullerin ileride getirecekleri kira geliri veya satılması planlanan varlıkların satış bedelleri dahil edilerek oluşturulan nakit akımlarının, iskonto oranı ile bugüne indirilmesi ile oluşturulan değer hesaplanmıştır.
- \* İskonto olarak AOSM kullanılmış ve Şirket'in projeksiyon döneminde mevcut borç/özsermaye oranının %80-20 olarak kalacağı varsayılmıştır. Risksiz faiz oranı ilk iki yıl %15 olarak alınmış, sonraki yıllarda kademeli olarak düşerek 2031 yılında %7,5'a geleceği varsayılmıştır.
- \* Buna bağlı olarak Özsermaye Maliyetinin de %19,5 seviyelerinden %11 seviyelerine ve Borçlanma maliyetinin de %15,5 seviyelerinden %8 seviyelerine ineceği varsayılmıştır.
- \* Şirket'in projeksiyon dönemindeki ilk dört yıl gerek kira gelirleri yanında portföyde satılması hedeflenen Maslak binası gibi gayrimenkullerin satış gelirleri de yer almaktadır. Bu tarihten sonra herhangi bir satış geliri projekte edilmemiştir.

### Net Aktif Değer Analizi

	Bilanço Değeri (2020)	Hedef 2021
<b>Arsalar</b>	<b>867.005.000</b>	<b>966.710.575</b>
<b>Kira Getirili Gayrimenkuller</b>	<b>1.677.737.927</b>	<b>2.270.947.190</b>
Next Level	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 Ofist Binası	131.494.000	146.615.810
Beyoğlu Binası	116.675.000	130.092.625
Diğer Kira Getirili Gayrimenkuller	681.968.750	760.395.156
<b>Projeler</b>	<b>2.136.739.175</b>	<b>4.963.270.580</b>
İUFM	1.752.640.000	4.535.000.000
Karaköy	78.065.000	87.042.475
Cağaloğlu	54.450.000	60.711.750
Diğer	251.584.175	280.516.355
<b>Toplam Gayrimenkuller</b>	<b>4.681.482.102</b>	<b>8.200.928.345</b>
Nakit	30.497.497	500.000
Diğer Varlıklar	723.923.325	244.575.042
Borçlar	201.477.442	1.206.600.748
Diğer Yükümlülükler	143.867.995	106.292.729
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>5.090.557.487</b>	<b>7.133.109.910</b>

- \* Diğer taraftan kira gelirleri arasında en büyük pay İUFM'nin Ziraat Bankası'na kiralanması ile elde edilen gelir ile Ankara Next Level AVM'den elde edilen gelirdedir. 2031 tarihi itibarıyla İUFM'den elde edilen kira gelirlerinin toplam gelirlerin %70'ini oluşturacağı projekte edilmektedir.
- \* Yapılmakta olan projelerin 2024 tarihi itibarıyla tamamlandıktan sonra herhangi bir yatırım projekte edilmemiştir.
- \* AOSM maliyeti ile indirgenen nakit akımlarının bugünkü değeri 2,47 milyar TL olarak hesaplanmaktadır.
- \* 2031'den sonraki büyüme rakamı Türkiye'nin uzun vadeli GYSH büyüme oranı olan %5 ile paralel alınmış ve 6,6 milyar TL olarak hesaplanmıştır.
- \* Borçlar düşüldükten sonra toplam INA değeri 8,95 Milyar TL olarak hesaplanmaktadır. Aşağıda indirgenmiş nakit akımları hesaplamasının detayları verilmektedir.

# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

## Değerleme Çalışması Özeti

### İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

mİn TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kira Geliri	79	221	447	600	651	699	752	806	863	925	1002
Satış Geliri	206	993	1411	1089							
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>285</b>	<b>1214</b>	<b>1858</b>	<b>1689</b>	<b>651</b>	<b>699</b>	<b>752</b>	<b>806</b>	<b>863</b>	<b>925</b>	<b>1002</b>
SMM	170	411	477	214	11	11	12	13	14	14	15
<b>Brüt Kar</b>	<b>115</b>	<b>803</b>	<b>1381</b>	<b>1475</b>	<b>640</b>	<b>688</b>	<b>740</b>	<b>793</b>	<b>849</b>	<b>911</b>	<b>987</b>
Faaliyet Giderleri	24	26	28	30	32	34	36	38	40,8	43	46
<b>FAVOK</b>	<b>91</b>	<b>777</b>	<b>1353</b>	<b>1445</b>	<b>608</b>	<b>654</b>	<b>704</b>	<b>755</b>	<b>808</b>	<b>868</b>	<b>941</b>
	8,4%	2,1%	1,5%	1,8%	4,9%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%
FAVOK	91	777	1.353	1.445	608	654	704	755	808	868	941
Yatırım Harcamaları (-)	1.346	298	656	722	0	0	0	0	0	0	0
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>-1.255</b>	<b>479</b>	<b>697</b>	<b>723</b>	<b>608</b>	<b>654</b>	<b>704</b>	<b>755</b>	<b>808</b>	<b>868</b>	<b>941</b>
AOSM	18,7%	18,7%	17,7%	15,7%	14,7%	13,7%	12,7%	12,7%	12,7%	11,3%	10,5%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>-1.255</b>	<b>403</b>	<b>503</b>	<b>467</b>	<b>351</b>	<b>344</b>	<b>343</b>	<b>327</b>	<b>311</b>	<b>330</b>	<b>347</b>
Uç Değer Büyüme Oranı	5%										
Uç Değer (mİn TL)	6.655										
INA Toplamı	2.471										
<b>Toplam Firma Değeri (mİn TL)</b>	<b>9.126</b>										
Net Borç	171										
<b>Toplam Piyasa Değeri (mİn TL)</b>	<b>8.955</b>										

\* **Benzer Şirketler Çarpan Analizine** göre yapılan değerlendirme çalışmasında ise BIST'te Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı olarak faaliyet gösteren şirketlerin PD/DD alınarak karşılaştırılmıştır.

\* PD/DD sektör ortalamaları uc değerler ve Vakıf ve Halk GYO dahil olmak üzere 2,19x çarpan ile işlem görmektedir. Fiyat Tespit raporunda Vakıf ve Halk GYO ayrı olarak değerlendirmeye alınmış ve sektör ortalamaları ile ortalaması alınarak 1,08x değer kullanılmış. Bu PD/DD ile Ziraat GYO'nun özsermayesinin çarpılması ile Ziraat GYO'nun piyasa değeri 5,49 milyar TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere karşılık gele pay değeri de 1,56 TL olarak ortaya çıkmaktadır.

\* **Son olarak**, değerlendirme için kullanılan yöntemlerden NAD analizine %40, INA Analizine %40 ve Benzer Şirket Analizi yöntemine %20 ağırlık verilerek nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu fiyatlama sonucu Şirket için her bir payın değeri %25 oranında iskontolu olarak 1,6 TL olarak belirlenmiştir.

### Çarpan Analizi

	Çarpan Değeri	Ziraat GYO Piyasa Değeri (TL)	Pay Değeri (TL)
PD/DD (medyan)	1,18	5.997.698.063	1,70
PD/DD (ortalama)	2,19	11.152.545.070	3,17
FTR sektör PD/DD	1,08	5.477.390.256	1,56

### Fiyatlama

Değerleme Yöntemleri	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Net Aktif Değer	7.133.109.910	40%	2.853.243.964
INA	8.955.313.915	40%	3.582.125.566
Benzer Şirket Çarpan Analizi	5.477.390.256	20%	1.095.478.051
<b>TOPLAM PİYASA DEĞERİ</b>			<b>7.530.847.581</b>
Halka Arz İskontosu			25%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa Değeri</b>			<b>5.648.135.686</b>
Pay Adedi			3.520.215.000
<b>Pay Değeri</b>			<b>1,6</b>



# Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporunu Değerlendirme Raporu

## Değerlendirme ve Sonuç

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na ilişkin verilen bilgilerin, kapsamlı, detaylı, net ve anlaşılır olduğunu düşünmekteyiz. Bununla birlikte hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin olarak görüşlerimiz aşağıda sunulmaktadır.

- \* Değerleme yöntemleri olarak Net Aktif Değer analizi ile birlikte İndirgenmiş Nakit Akım Analizleri ve Benzer Şirket Çarpan Analizlerinin kullanılmasını uygun bulmaktayız.
- \* İndirgenmiş Nakit Akımları hesaplamasında kullanılan AOSM varsayımlarını makul bulmakla birlikte ilk iki yıl %15 olarak alınan risksiz faiz oranının, son dönemde artan risk primini içermediğini düşünmekteyiz.
- \* Benzer Şirket Çarpan analizinde sektör ile birlikte ağırlıklı olarak Vakıf GYO ve Halk GYO PD/DD rasyolarının kullanılmasını uygun bulmaktayız.
- \* NAD hesaplamasında mevcutta inşaat halinde olan projelerin tamamlanacağı varsayımı ile değerlemenin artırılmasını makul bulmakla birlikte varsayımlardaki değişikliklerin değere önemli ölçüde etki edebileceğini belirtmek isteriz.
- \* Son olarak nihai değer hesaplanması sırasında kullanılan ağırlıklandırmanın, gayrimenkul sektörünün mevcut fiyatlandırma dinamiklerini içermesi açısından Benzer Şirket Çarpan analizi ile hesaplanan değere daha fazla ağırlık verilebileceğini düşünmekteyiz.

Yukarıda belirtilen görüşler çerçevesinde Yatırım Finansman tarafından belirlenen 1.6TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız.

## Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma

Kültür Mah. Nispetiye Cad. Akmerkez  
No: 56/13 B3 Blok Kat: 7 34340  
Beşiktaş İSTANBUL

**Telefon:** (850) 450 36 65  
**Faks:** (212) 353 10 46

**E-posta:** [arastirma@dinamikmenkul.com.tr](mailto:arastirma@dinamikmenkul.com.tr)

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.*

*Bu raporda yer alan bilgiler Dinamik Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Dinamik Menkul Değerler A.Ş. bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir.*