



Ziraat GYO

Ortaklıktan daha fazlası

Ziraat GYO A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



28 Nisan 2021

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi	3
3.2. Şirket Portföyü Hakkında Bilgiler	3
3.3. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Net Aktif Değer Analizi	4
4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	5
4.3. Piyasa Çarpanları Analizi	6
5. SONUÇ	6
6. GÖRÜŞ	7

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından hazırlanmıştır. Konsorsiyum üyesi aracı kurum Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. ("Yatırım Finansman") tarafından, Ziraat GYO A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Ziraat GYO" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye :	3.520.215.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye:	4.693.620.000 TL
Halka Arz Tarihleri:	28-29-30 Nisan 2021
Halka Arz Toplamı (Nominal):	1.173.405.000 TL
Halka Arz Fiyat Aralığı:	1,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	1.877.448.000 TL
Halka Açıklık oranı:	%25,00
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar

Kaynak: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

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.

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.

3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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 arsalardan oluşmaktadır.

3.2. Şirket Portföyü Hakkında Bilgiler

Şirket'in halihazırda 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 değer %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.

3.3. Ortaklık Yapısı

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 sermaye ve ortaklık yapısında rapor tarihi itibarıyla bir değişiklik olmayıp, güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortağın Ticaret Unvanı	Pay Grubu*	Pay Oranı(%)	Nominal Değer (TL)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	A	20,29%	714.219.129	714.219.129	15,22
	B	79,71%	2.805.995.871	2.805.995.871	59,78
Halka Açık	B	--	--	1.173.405.000	25,00
TOPLAM	A+B	100	3.520.215.000	4.693.620.000	100

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

Kaynak: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Net Aktif Değer Analizi, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

4.1. 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.

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun NAD Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Hedef Değerler hesaplanırken, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM), Ankara Next Level AVM ve Palladium AVM haricindeki varlıkların 2020 yılsonu ekspertiz değerlerinin enflasyon tahminimize paralel artış göstereceği öngörülmüştür.
- İUFM 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'in %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 (TL)	Güncel (2020)	Hedef (2021T)
Arsalar	867.005.000	966.710.575
Kira Getirili Varlıklar	1.677.737.929	2.270.947.191
Projeler	2.136.739.175	4.963.270.580
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: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu

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: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu

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 TL olarak hesaplanmıştır. GYO sektörü şirketleri toplam NAD 69,4 milyar TL olup, sektör NAD'nin %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.

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 2021 yılı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
 - Risksiz Faiz Oranı olarak %15,00 kullanılmıştır.
 - Risk Primi olarak; %5 oranı kullanılmıştır.
 - Beta katsayısı 0,9 olarak kullanılmıştır.
- AOSM'nin 2021 ve 2022 yılları için %18,7 , 2023 yılı için %17,7 , 2024 yılı için %15,7 , 2025 yılı için %13,7, 2026-2029 dönemi için %12,7, 2030 yılı için %11,3 ve 2031 yılı için %10,5 olacağı değerlendirilmiştir.
- Şirket'in Uç Değer hesaplamalarında 2031 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5, AOSM %10,5 olarak değerlendirilmiştir.

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri 8.955.313.915 TL'dir. Bu doğrultuda 3.520.215.000 TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 2,54 TL'dir.

4.3. Piyasa Çarpanları Analizi

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; 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. Benzer şirketler için ise Şirket'in en değerli taşınmazı olan Ziraat Kuleleri'nin yer aldığı İUFM 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 muhasebeleştirilen GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun değerle muhasebeleştirilen GYO'lar dahil edilmiştir.

TL		Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
HLGYO	Halk GYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	Vakıf GYO	1.444.758.244	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: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu

HLGYO, VKGYO ve Gerçeğe Uygun Değerle muhasebeleştirilen GYO'lardan Vakıf ve Halk GYO'nun çıkarılmasıyla ulaşılan 9 Nisan 2021 tarihli 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.

5. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	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: Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu

Yatırım Finansman tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

6. GÖRÜŞ

- Ziraat GYO için Yatırım Finansman tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Net Aktif Değer Analizi Yöntemi için;
 - NAD analizi 2021 yılı tahminlerine göre yapılmış olup, kırılımlardaki değer artışlarının sebepleri detaylı olarak açıklanmıştır. Analizdeki güncel NAD ile 2021 tahmini NAD arasındaki farkın önemli bir kısmı İUFM projesinden kaynaklanmaktadır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Analizi Yöntemi için;
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarına ilişkin açıklamaların detaylı ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşünde olmakla birlikte kullanılan risksiz faiz oranının rapor tarihi itibarıyla hazine tahvili getirilerine göre düşük kaldığı görüşündeyiz. Bu doğrultuda, farklı risksiz faiz oranları uygulanması halinde hesaplamada farklı sonuçlar elde edilebileceğini düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Ulaşılan çarpanın; sektörde yer alan şirketlerin özkaynakları ile piyasa değerleri toplamalarının oranı olarak hesaplanmasının, sektör özelinde konsolide bir değerlendirme yapılmasına fırsat sağlayacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda hesaplanan çarpanın makul olduğu görüşündeyiz.
- Uygulanan yöntemlerin değerlendirme üzerindeki ağırlıklarının eşit olmasının daha makul olacağı görüşündeyiz.

Net Aktif Değer Analizi, İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanı Analizi yöntemleri kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre birim pay değerine uygulanan %25 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 1,60 TL halka arz fiyatının yukarıda belirtilen çekincelerimiz haricinde makul olduğu görüşündeyiz.