

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

20.08.2024

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR")'ndan alınmıştır.

1. AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("AHES" veya "Şirket")

"Süleyman Ekşi Yapı İnşaat Taahhüt Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti." unvanıyla kurulan Şirket, 05.12.2023 tarihli SPK iznini takiben 29.12.2023 tarihinde tescil edilen Genel Kurul kararı ile AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye dönüşmüştür. Şirket'in faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK'ca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmektir.

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Dönen Varlıklar	332.857.709	264.290.811	254.860.076	251.000.713
Nakit ve Nakit Benzerleri	81.609.084	14.908.440	1.777.823	1.607.192
Ticari Alacaklar	8.791.249	11.659.364	5.507.906	4.484.515
Diğer Alacaklar	0	1.709.705	0	0
Stoklar	226.691.709	226.691.709	234.873.193	234.873.193
Peşin Ödenmiş Giderler	2.088.424	71.511	1.077.319	791.254
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	7.074	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	13.677.243	9.243.008	11.623.835	9.244.559
Duran Varlıklar	2.022.302.829	2.394.813.181	3.413.372.342	3.429.001.226
Diğer Alacaklar	16.677	10.153	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	33.818.695	49.931.234
Kullanım Hakkı Varlıkları	121.027	303.221	241.548	226.130
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.983.452.040	2.376.355.940	3.149.595.139	3.149.150.000
Maddi Duran Varlıklar	2.330.410	1.441.813	993.912	980.563
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.977	66.392	27.400	17.651
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	228.695.648	228.695.648

Diğer Duran Varlıklar	36.271.698	16.635.662	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.939

Kaynaklar - TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Kısa Vadeli Yükümlülükler	182.228.037	151.092.446	259.939.598	234.076.510
Kısa Vadeli Borçlanmalar	39.200.693	5.972.740	182.400.002	165.772.251
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	88.808.569	55.259.445	3.071.266	32.527
Ticari Borçlar	1.223.156	2.317.586	2.432.733	1.278.830
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	185.316	137.232	246.557	794.158
Diğer Borçlar	782.087	39.607.247	51.045.729	45.385.899
Ertelenmiş Gelirler	51.470.671	47.414.821	20.320.312	20.346.928
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	108.420	0	62.445	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	449.125	383.375	360.554	465.917
Uzun Vadeli Yükümlülükler	410.532.166	451.062.105	261.382	282.879
Uzun Vadeli Borçlanmalar	77.981.867	4.243.482	109.168	93.617
Uzun Vadeli Karşılıklar	100.836	84.092	152.214	189.262
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	332.449.463	446.734.531	0	0
Özkaynaklar	1.762.400.335	2.056.949.441	3.408.031.438	3.445.642.550
TOPLAM KAYNAKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.939

2.2. Kar/Zarar Tablosu

Kar veya Zarar Tablosu - TL	2021	2022	2023	2023/03	2024/03
Hasılat	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
Satışların Maliyeti	0	0	0	0	0
Brüt Kâr/(Zarar)	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
Genel Yönetim Giderleri	-6.447.633	-5.479.494	-10.319.169	-2.038.484	-6.464.493
Pazarlama,Satış ve Dağıtım Giderleri	-686.540	-591.346	-47.053	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.	304.898.404	432.574.949	773.760.625	416.416	41.583.875
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid.	-996.660	-60.300.286	-598.217	-286.097	-42.111.618
Faaliyet Kârı / (Zararı)	333.371.615	407.074.025	792.612.899	5.552.190	-4.077
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	7.058.886	1.077.207	800.220	800.220	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gid.	-108.006	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	0	0	33.762.314	0	16.112.539
Finansman Gelirleri	504.018	2.770.586	703.745	502.189	103.207
Finansman Giderleri	-32.381.138	-31.875.438	-27.124.791	-3.476.717	-7.749.447
Parasal Kazanç/ (Kayıp),net	27.807.338	30.044.171	103.878.003	14.426.909	29.154.864
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	336.252.713	409.090.551	904.632.390	17.804.791	37.617.086
Vergi Gelir/(Gideri)	-99.808.818	-114.555.637	446.454.355	-9.312.662	0
Dönem Net Kârı/(Zararı)	236.443.895	294.534.914	1.351.086.745	8.492.129	37.617.086

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halk Yatırım AHES GYO Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı
Çıkarılmış Sermaye	145
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	50
<i>Sermaye Artırımı</i>	50
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	195
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,64%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	25,20 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	1.260
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (<i>İskonto Öncesi</i>)	4.654,8
<i>Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskonto Oranı</i>	1,94%
<i>Halka Arz İskontosu</i>	19,94%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.654,32
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.914,00

4. Değerleme Yöntemleri

Halk Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de, AHES paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Çarpan Analizi
- 2) Net Aktif Değer Analizi

Nihai değer hesaplamasında Net Aktif Değer ve Çarpan Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

AHES’ in şirket değerinin hesaplamasında; Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (“PD/NAD”) çarpan yaklaşımına yer verilmiştir. Şirket, Borsa İstanbul’da işlem gören benzer şirketler ile karşılaştırılmış olup, gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetleri gösteren şirketlerin çarpan verileri 16.07.2024 tarihi itibarıyla dikkate alınmıştır.

PD/NAD analizinde, Borsa İstanbul’da işlem gören 47 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı arasından, portföyünde ağırlıklı olarak otel ve/veya AVM bulunan ve net aktif değeri 2.000.000.000 TL – 40.000.000.000 TL arasında olan şirketlerin; 31.03.2024 finansal dönem verileri dikkate alınmıştır. Bu itibarla 22 tane benzer şirketin, 16.07.2024 tarihli piyasa değerlerine göre PD/NAD değerlerinin ortalaması 0,72 olarak hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları	PD/NAD
Yerli Benzer Şirketler	0,72

Yurt içi Benzer PD/NAD Çarpanına Göre Şirket Değer Hesaplaması	
PD/NAD (Ortalama)	0,72
AHES GYO Net Aktif Değer (Milyon TL)	5.418
Özsermaye Değeri (Milyon TL)	3.892

PD/NAD çarpanı ile **Şirket Değeri 3.891.660.510 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2. Net Aktif Değer ("NAD") Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Net Aktif Değer Analizi yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FTR' de Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 31.03.2024 dönemi Net Aktif Değer Analizi yöntemi kullanılmış, aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplanmıştır.

Milyon TL	31.03.2024
Arsalar ve Araziler	1.405
Pendik Arsa (Ticari ve Konut Nitelikli)	805
Gebze Arsa (Ticari Nitelikli)	250
Gaziosmanpaşa Arsa	285
Gazipaşa Arsa (Villa Projesi)	65
Binalar	2.950
Çamlıca Okul Binası	1.344
Gaziosmanpaşa Vadi Evleri	1.206
Gaziosmanpaşa Dükkanlar/Ticari Yapı	401
Ön İzin Süreci	788
Gazipaşa Arsa (Otel Tesisi Gerçekleştirmek Üzere Alınan Ön İzin Süreci)	788
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (KDV Hariç)	5.143
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	2
Ticari Alacaklar (+)	4
Diğer Dönen Varlıklar (+)	10
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Çağrankaya Turizm) (+)	234
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Sour Turizm) (+)	237
Diğer Duran Varlıklar (+)	1
Finansal Borçlar (-)	166
Ticari Borçlar (-)	1
Diğer Borçlar (-)	45
Diğer KV + UV Yükümlülükler (-)	1
Net Aktif Değer	5.418

Buna göre Halk Yatırım tarafından **Net Aktif Değer Analizi yöntemi ile Şirket Değeri 5.417.886.838 TL olarak hesaplanmıştır.**

5. Sonuç

Halk Yatırım tarafından Çarpan Analizi ve Net Aktif Değer Analizi yöntemleri ile hesaplanan şirket değerlerinin eşit ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri **4.654.773.674 TL** olarak tespit edilmiştir. Halk Yatırım; tespit edilen değere, 02.08.2024 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan ve 2025 yılından itibaren uygulanmaya başlayacak olan vergi düzenlemesinin Şirket’in net aktif değerine olabilecek potansiyel etkisini yansıtmak adına **%1,94 Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskonto** uygulamıştır. Bu iskonto üzerine de **%19,94 halka arz iskontosu** uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 3.654.315.000 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 25,20 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi- Milyon TL	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
NAD	5.418	50%	2.709
Çarpan Analizi	3.892	50%	1.946
Şirket Değeri	4.655		

<i>Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskontosu</i>	<i>1,94%</i>
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>19,94%</i>

Halka Arz Şirket Değeri (Milyon TL)	3.654
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)	25,20

6. Halk Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Halk Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve Net Aktif Değer Analizi yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Görüşlerimiz:

- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları değerlemesinde gösterge kabul edilen ve piyasanın takip ettiği PD/NAD çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Piyasa Değeri /Net Aktif Değer Çarpanı (PD/NAD) için, ortalama değer yerine medyan değerinin kullanılabileceğini değerlendiriyoruz.
- Şirket değeri hesaplanırken uygulanan Vergi Etkisi İskontosu'nun hesaplanma yöntemine dair daha detaylı açıklama yapılabileceği kanaatindeyiz.

Sonuç olarak;

Yukarıdaki görüşlerimiz ile birlikte; çarpan ve net aktif değerlerine eşit ağırlık verilerek tespit edilen halka arz şirket değerini makul buluyoruz.

Uyarı Notu

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 rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.