

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. (Yatırım Finansman) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyattan Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Sermaye	3.520.215.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	4.693.620.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	1.173.405.000 TL
Halka Arz Fiyatı	1,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.877.448.000 TL
Halka Arz Tarihi	28-22-30 Nisan 2021
BİST İşlem Kodu	ZRGYO

Türkiye Gayrimenkul Sektörü

Sektör özelinde hem arzı hem talebi etkileyen pek çok unsur bulunmaktadır. Bunlar arasında en önemlileri 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 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 sahiptir. 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 sıkışan para politikasının etkisiyle kira getirili mülk arayaşındaki yatırımcı adaylarının özellikle yaz aylarında bekle-gör stratejisini benimsediği görülmüştür.

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 ilk tebliğ ile 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 69,6 milyar TL seviyesindeyken, piyasa değerleri 9 Nisan 2021 itibarıyla 55.1 milyar TL dolayındadır. Mevcut durum itibarıyla BIST'teki GYO'lar, ağırlıklandırılmış net aktif değerlerine göre %21 seviyesinde iskonto ile işlem görmektedir, sektörün toplam net aktif değerinin yaklaşık %33'ünü oluşturan Emlak Konut GYO hariç bırakıldığında ise GYO hisseleri ortalama %3 prim ile işlem görmektedir. 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.

Halka açık Gyo'lar ve iskonto/prim seviyeleri (9 Nisan 2021 kapanışı itibarıyla)

mn TL	Hisse Kodu	Piyasa Değeri	NAD	NAD Primi/İskontosu
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	1,29	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	-4%
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%
Ara 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: Şirket verileri, Rasyonet

Şirket Hakkında

Şirket 1 Kasım 2016 tarihinde T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ("Ziraat Bankası") tarafından 1.300.000.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuştur. Kurulmuşta 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 160,6 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.

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 değeri 4,6 milyar TL civarındadır. Toplam değerlerin %46'sini projeler, %36'sını kira getirili varlıklar ve %18'ini arsalar oluşturmaktadır. Şirket'in yurtdışındaki varlıkları Frankfurt ve Saraybosna şehirlerinde bulunurken, diğer varlıkları Türkiye'nin 9 farklı şehrinde yer almaktadır. Şirket'in toplam portföy değerinin %64'ünü İstanbul'da bulunan gayrimenkuller oluşturmaktadır.

Gayrimenkullerin Ekspertiz Değerlerinin Coğrafi Dağılımı (TL)

TL	Arsa	Bina	Proje	Toplam	Portföydeki Payı
Yurt içi	867.005.000	1.407.468.250	2.113.799.675	4.388.272.925	93,7%
İstanbul	301.650.000	692.538.750	1.998.599.675	2.992.788.425	63,9%
İzmir	565.355.000	39.505.000	60.600.000	665.460.000	14,2%
Ankara	-	572.475.000	12.960.000	585.435.000	12,5%
Kocaeli	-	4.000.000	30.500.000	34.500.000	0,7%
Şanlıurfa	-	40.330.000	-	40.330.000	0,9%
Muğla	-	22.939.500	-	22.939.500	0,5%
Erzurum	-	17.300.000	-	17.300.000	0,4%
Antalya	-	18.380.000	-	18.380.000	0,4%
K.Maraş	-	-	11.140.000	11.140.000	0,2%
Yurt dışı	-	293.209.177	-	293.209.177	6,3%
Almanya	-	131.494.000	-	131.494.000	2,8%
Bosna Hersek	-	161.715.177	-	161.715.177	3,5%
Portföy	867.005.000	1.700.677.427	2.113.799.675	4.681.482.102	100,0%

Kaynak: Değerleme raporları

Kira Getirili Gayrimenkuller

Kira Getirili Gayrimenkuller	Şehir	Kiralanan 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	3.170	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 Cad.)	İstanbul	5.640	39,40
Bahçekapı Postane Cad. Binası	İstanbul	1.998	39,10
Beşiktaş Binası	İstanbul	1.408	36,50
Kadıköy Rıhtım Binası	İstanbul	2.887	36,10
Cağaloğlu Binası	İstanbul	1.480	31,30
Galatasaray Binası	İstanbul	1.302	29,30
Yenişehir Binası	Ankara	3.361	27,20
Mecidiyeköy Binası	İstanbul	2.230	26,10
Çınarlı Binası	İzmir	7.904	20,50
Aksaray Binası (Cerrahpaşa Cad.)	İstanbul	2.168	20,20
Göztepe Binası	İstanbul	1.950	20,00
Kızılay Binası	Ankara	2.450	19,80
Bornova Binası	İzmir	3.351	19,00
Antalya Binası	Antalya	2.527	18,40
Erzurum Binası	Erzurum	7.045	17,30
Adakale Binaları	Ankara	2.610	16,90
Cebeci Binası	Ankara	2.358	14,10
Şehremini Binası	İstanbul	1.770	12,60
Yenişehir İhlamur Sokak Binası	Ankara	2.498	12,00
Tünel Binası	İstanbul	418	4,60
Bayrampaşa	İstanbul	862	4,30
Karamürsel Binası	Kocaeli	679	4,00
Çankaya Binası	Ankara	528	3,80
Toplam		149.930	1677,90

Kaynak: Şirket verisi, Değerleme raporları

Ortaklık Yapısı

Ortaklığın Unvanı	Sınıfı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Toplam Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Toplam Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
TC. Ziraat Bankası A.Ş.	A	714.219.129	20,29%	714.219.129	15,22%
TC. 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%
TOPLAM		3.520.215.000	100,00%	4.693.620.000	100,00%

Halka Arzın Kullanımı:

Halka arzdan gelen fonların %65'i İstanbul Uluslararası Finans Merkezi projesi, Karaköy İstanbul projesi, Cağaloğlu İstanbul projesi, Erenköy İstanbul Projesi, Alsancak İzmir projesi, Efes-Konak İzmir projesi, Yenimahalle Ankara projesi, Kahramanmaraş projesi, Kadıköy Osmanağa İstanbul projelerinde kullanılmak üzere; %20'si İzmir Bayraklı arsasının geliştirilmesi için ve %15'i 201,4 milyon TL kısa vadeli borcun kapatılması ve işletme sermayesinin güçlendirilmesi için kullanılmayı hedeflemektedir.

Finansal Bilgiler

Gelir tablosu

Şirket'in cirosu 2020 yılında yıllık %229 büyümeyle 145 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık büyümedeki temel etken, 74 milyon TL olarak gerçekleşen konut satış gelirleridir. Yıllık %47 büyümeyle 63 milyon TL'ye ulaşan kira gelirleri ve 7 milyon TL'ye yükselen AVM yönetim gelirleri de hasılatla olumlu katkı yapan diğer faktörlerdir. Brüt kar yıllık %54 büyümeyle 64 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirler ise yıllık bazda %204 artarak 321 milyon TL'ye ulaşmıştır. Yıllık artıştaki ana etken ise yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz raporlarına göre değerlendirme güncellemesidir.

Şirket'in net dönem karı 2020 yılında yıllık bazda %197 artışla 377,7 milyon TL'ye yükselmiştir.

Gelir Tablosu, TL	2018*	2019	2020
Hasılat	46.446.011	44.020.684	144.637.286
Konut Satış Gelirleri	0	0	74.243.709
Kira Gelirleri	32.303.745	43.168.479	63.425.701
Faiz Gelirleri	14.142.266	436.056	0
İşletme Yönetim Giderleri	0	416.149	6.967.876
Satışların Maliyeti	-1.541.351	-2.332.608	-80.445.693
Brüt Kar	44.904.660	61.688.076	64.191.593
Faaliyet Giderleri	-4.737.283	-9.595.174	-20.241.559
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.683.835	-9.581.882	-16.713.189
Pazarlama Giderleri (-)	-53.448	-13.292	-3.528.370
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	92.575.234	105.556.754	320.547.373
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	0	8.700.500	-10.660.560
Esas Faaliyet Karı	132.742.611	128.949.156	353.836.847
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	1.881.702
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarındaki Payla	-37.221	0	310.120
Net Finansman Gelirler/Giderleri	484.401	-3.725.762	22.008.000
Vergi Öncesi Kar	133.189.791	125.223.394	378.039.669
Dönem Vergi Gideri	0	-105.694	-153.210
Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	0	4.895.421	-122.794
Dönem Karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665

Kaynak: Şirket Denetim Raporları

* Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

Şirket'in toplam varlıkları, yeni varlık edinimi ve gayrimenkullerindeki değer artışları ile 2020'de yıllık bazda %108 oranında büyüyerek 5,4 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in dönen

varlıklarının önemli bir kısmı stoklardan oluşmaktadır. Duran varlıkların önemli bir kısmını ise Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri oluşturmaktadır.

Şirket'in devam etmekte olan proje yatırımlarının finansmanı için 31 Aralık 2019 itibariyle kullanmış olduğu kredi toplamı 548.076.602 TL'dir. Söz konusu kredi bakiyesi 2020 yılı içerisinde kullanılan sermaye avansları ile kapatılmıştır.

2020 yılında konut satışlarından elde ettikleri gelirle kısa vadeli borçlanmalar 548 milyon TL'den 201 milyon TL'ye gerilemiştir. Toplam yükümlülükler de 2019'da 02 milyon TL iken 2020 yılında 345 milyon TL'ye gerilemiştir.

Özkaynaklar ise ödenmiş sermayedeki artışla 2020 itibariyle yaklaşık 5,1 milyar TL'dir. 2019 yılında 1,3 milyar TL olan ödenmiş sermaye, Grup Genel Kurulu'nun 19 Haziran 2020'de aldığı karar ile 1,5 milyar TL aynı 769 milyon TL nakdi olmak üzere 2,2 milyar TL sermaye artışıyla 2020 yılında 3,5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Bilanço, TL	2018*	2019	2020
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR	74.505.261	244.634.231	138.414.105
Nakit ve Benzerleri	1.260.199	128.264.013	30.497.497
Ticari Alacaklar	56.068	-	2.356.900
Diğer Alacaklar	-	145.826	582.592
Stoklar	-	-	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
DURAN VARLIKLAR	1.840.644.950	2.368.775.007	5.297.489.248
Diğer Alacaklar	-	-	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	-	1.895.421	1.772.627
Diğer Duran Varlıkları	-	-	110.365.854
TOPLAM VARLIKLARI	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	230.933.137	773.292.784	339.174.748
Kısa Vadeli Borçlanmalar	226.008.616	548.076.602	201.480.849
Ticari Borçlar	50.905	16.014.237	61.483.358
Diğer Borçlar	-	-	13.684
Ertelenmiş Gelirler	-	25.234.922	29.651.955
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	94.088	171.201
Kısa Vadeli Karşılıklar	24.973	7.631.843	10.233.590
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.848.643	176.241.092	36.140.111
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	32.136	28.871.143	6.170.990
Ertelenmiş Gelirler	-	28.810.401	6.097.995
Uzun Vadeli Karşılıklar	32.136	60.742	72.995
ÖZKAYNAKLAR	1.684.184.938	1.811.245.311	5.090.557.615
Ödenmiş Sermaye	1.300.000.000	1.300.000.000	3.520.215.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	698.216	851.257	3.012
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-	105.789	23.070.823
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	-	-	658135984
Geçmiş Yıllar Karları	247.481.063	379.083.646	505.783.485
Dönem Net Karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665
TOPLAM KAYNAKLAR	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353

Kaynak: Şirket Denetim Raporları

* Şirket 2019 yılından itibaren konsolide mali tablo hazırlamaya başlamıştır. Bu nedenle 2018 yılı finansal tablolarında konsolide-konsolide olmayan finansal tablo ayrımı bulunmamaktadır.

Değerleme

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.

Hedef değerler hesaplanırken, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM), Ankara Next level AVM ve Palladium AVM haricindeki varlıkların 2020 yılsonu ekspertiz değerlerinin enflasyon tahminleriyle paralel artış göstereceği öngörülmüştür.

NAD tablosundaki toplam gayrimenkullerin hedef değerindeki %75'lik artışın sebebi, 2022'de faaliyete geçmesi planlanan İUFM güncel değerinin maliyet değeriyle sınıflandırılırken, hedef değer 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, satış vaadi sözleşmesi bulunan ve 2022 başında bitmesi planlanan Palladium AVM'nin de verilen avanslar kaleminden yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemine alınmasıyla NAD hesaplamasında diğer varlıklar kaleminde %66 düşüş öngörülmüştür.

Net Aktif Değer Tablosu, TL	Güncel(2020)	Hedef (2021T)
Arsalar	867.005.000	966.710.575
Bayraklı Arsaları	565.355.000	630.370.825
Levent Arsası	287.600.000	320.674.000
Altunizade Arsası	14.050.000	15.665.750
Kira Getirili Varlıklar	1.677.735.927	2.270.947.191
Ankara Next Level AVM	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 Ofis Binası	131.494.000	146.615.810
İstanbul Beyoğlu Binası	116.675.000	130.092.625
Diğer Kira Getirili Varlıklar	681.968.750	760.395.156,25
Projeler	2.136.739.175	4.963.270.580
İstanbul Uluslararası Finans Merkez	1.752.640.000	4.535.000.000
Karaköy/İstanbul Projesi	78.065.000	87.042.475
Cağaloğlu/İstanbul Projesi	54.450.000	60.711.750
Diğer Projeler	251.584.175	280.516.355
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: Şirket Verisi, Değerleme YF Tahminleri

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'dir

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: Şirket verisi, YF Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde Şirket'in sahip olduğu yatırım amaçlı gayrimenkuller ve devam eden projeler, proje geliştirmesi planlanan arsalar ve binaların değeri, yaratacakları potansiyel nakit akımları projeksiyonu hesaplanmıştır. Paranın zaman değeri, sektörel ve şirkete özgü riskleri yansıtan bir indirgeme oranıyla da net bugünkü değere ulaşılmaktadır. İndirgene oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır.

mın TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Kira Gelirleri	79	221	447	600	651	699	752	806	863	925	1002
Satış Gelirleri	206	993	1411	1089	0	0	0	0	0	0	0
Satışların Maliyeti	170	411	477	214	11	11	12	13	14	14	15
Brüt Kar	116	803	1381	1475	640	688	740	793	850	911	987
Faaliyet Giderleri	-24	-26	-28	-30	-32	-34	-36	-38	-41	-43	-46
FAVÖK	92	777	1353	1444	608	654	704	755	809	868	941
Yatırım Harcamaları	-1347	-298	-656	-722	0	0	0	0	0	0	0
SERBEST NAKİT AKIMLARI	-1255	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 (İNA)	-1255	403	503	467	351	344	343	327	311	330	347
İNA Toplamı	2472										
Uç Değer -%5 Büyüme	6655										
Firma Değeri	9126										
Net Borç	171										
Toplam Özsermaye Değeri	8955										
Pay Adedi	3520										
Pay Başına Değer	2,54										

Kaynak: Şirket verisi, YF Araştırma

İNA analizinde 2021 yılı için %15 risksiz faiz oranı, %5 sektör risk primi, 0,9 beta ve %19,5 özsermaye maliyeti varsayımlarıyla ulaşılan %18,7 AOSM kullanılmıştır.

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Faiz Oranı	15,0%	15,0%	14,0%	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,5%
Sektör Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,5%	4,0%
Sektör Betası	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Özsermaye Maliyeti	19,5%	19,5%	18,5%	16,5%	14,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,1%	11,1%
Borç Maliyeti	15,5%	15,5%	14,5%	12,5%	11,5%	10,5%	9,5%	9,5%	9,5%	8,5%	8,0%
Özsermaye/Toplam Varlıklar	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
AOSM	18,7%	18,7%	17,7%	15,7%	14,7%	13,7%	12,7%	12,7%	12,7%	11,3%	10,5%

Kaynak: YF Araştırma

Benzer Şirket Çarpanı Analizi

Ziraat GYO'nun çarpan analizinde PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Benzer şirketler için ise Şirket'in en değerli taşınmazı olan Ziraat Kulelerinin 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. Emlak Konut GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştiren GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun muhasebeleştiren GYO'lar dahil edilmiştir.

mn TL	Özkaynaklar Piyasa Değer PD/DD			
TRGYO Torunlar GMYO	8.770	3.190	0,36	
ISGYO İş GYO	4.131	1.802	0,44	
AKSGY Akış GMYO	3.607	1.578	0,44	
OZKGY Özak GMYO	3.494	1.751	0,5	
HLGYO Halk GMYO	2.926	3.220	1,1	
YGGYO Yeni Gimat GMYO	2.203	2.032	0,92	
RYGYO Reysaş GMYO	2.108	1.134	0,54	
ALGYO Alarko GMYO	1.810	1.587	0,88	
SRVGY Servet GMYO	1.687	4.885	2,9	
VKGYO Vakıf GMYO	1.444	1.389	0,96	
KLGYO Kiler GMYO	1.215	1.290	1,06	
PAGYO Panora GMYO	933	606	0,65	
AKFGY Akfen GMYO	718	1.292	1,8	
SNGYO Sinpaş GMYO	712	3.641	5,11	
DGGYO Doğuş GMYO	623	3.835	6,16	
AGYO Atakule GMYO	493	658	1,34	
TSGYO TSKB GMYO	465	2.635	5,67	
OZGYO Özderici GMYO	415	473	1,14	
MRGYO Martı GMYO	404	263	0,65	
DZGYO Deniz GMYO	371	660	1,78	
NUGYO Nurol GMYO	330	4.960	15,03	
MSGYO Mistral GMYO	257	648	2,52	
AVGYO Avrasya GMYO	263	450	1,71	
KRGYO Körfez GMYO	120	396	3,3	
YKGYO Yapı Kredi Koray GMYO	84	292	3,49	
PEGYO Pera GMYO	74	244	3,28	
ATAGY Ata GMYO	35	109	3,11	
YGYO Yeşil GMYO	-402	299	a.d.	
Sektör (HLGYO ve VKGYO ha	34.920	40.710	1,17	

Kaynak: Rasyonet, Şirket Denetim Raporları, 09.04.2021 kapanışlarıyla

HLGYO, VKGYO ve Gerçeğe Uygun Değerle muhasebeleştiren 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 5.477.390.256 TL olup pay başına değeri 1,56 TL'dir.

TL		Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
HLGYO	Halk GMYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,1
VKGYO	Vakıf GMYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0,63
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

Değerleme

Ziraat GYO'nun pay başına değeri tespit edilirken Net Aktif Değer, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanı yöntemleri kullanılmıştır. Bu üç yöntem ağırlıklandırılarak hesaplanan hedef şirket değeri 7.530.847.582 TL olup, hedef pay başına değer 2,14 olarak bulunmuştur. Şirket için %25 halka arz iskontosu uygulanmış ve 1,60TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

Değerleme-TL	Hedef Şirket Değeri	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 Çarpanları 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

Yatırım Finansman Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Ziraat GYO'nun fiyat tespit raporunda kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtmaları açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin özsermaye değerinin hesaplanmasında Net Aktif Değeri (NAD), İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Bunlara sırasıyla %40, %40 ve %30 ağırlık verilmiştir. Fakat NAD hesaplamalarında İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM), Ankara Next level AVM ve Palladium AVM'deki 2021 hedef değerleri gelecekteki nakit akışları 2021'e indirgenerek bulunmuştur. Bu da hedef değeri yukarı çekici bir yöntem olmuştur. Zaten İNA yönteminde bu nakit akımları değerlendirilmiştir.

İNA analizinde %15 oranından başlayarak 2031'e kadar %7.5'a düşen risksiz getiri oranının çok optimistik buluyoruz. Halen risksiz getiri oranı %18,5-19 'larda bulunmaktadır. Bu şekilde uygulanan iskonto oranı AOSM'ni 2021'de %18,7 den 2031'de %10,5'e kadar düşürmektedir. Daha yüksek AOSM oranları özsermaye değerini düşürücü bir etki gösterecektir.

Şirket'in kira gelirlerinde Grup şirketlerinin %83,9'luk payı halen pandemi dolayısıyla azalan ofis ihtiyacına bağlı talebin Şirketi minimumda etkilemesine ve ileride de benzer riskler

sebebiyle gelirlerin çok fazla düşmeyeceğine işaret etmektedir. Bunu gelirlerin tahmin edilebilirliği açısından olumlu buluyoruz.

Benzer çarpanlar analizinde sektör tarafından en çok kullanılan çarpanlardan PD/DD'nin kullanılmasını ve İUFM Projesinde yüksek paya sahip olan Vakıf GYO ve Halk GYO çarpanlarını dahil etmeyerek ortalama çarpanın baz alınmasını olumlu buluyoruz.

Piyasa Çarpanları yöntemine GYO'larda en fazla kullanılan değerleme yöntemlerinden biri olması ve piyasaya göre Şirket'in durumunu yansıtmaması sebebiyle daha çok ağırlık verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. %30 ağırlıkla Şirketteki iskonto oranı %25'ten %22'ye düşmektedir.

Değerleme-TL	Hedef Şirket Değeri	Ağırlık	Sonuç
Net Aktif Değer Yöntemi	7.133.109.911	35%	2.496.588.469
İNA Yöntemi	8.955.313.915	35%	3.134.359.870
Piyasa Çarpanları Yöntemi	5.477.390.256	30%	1.643.217.077
Ziraat GYO Hedef Piyasa Değeri		100%	7.274.165.416
Halka Arz Öncesi Sermaye			3.520.215.000
Pay Başına Hedef Değer			2,066
İskonto Oranı			22%
Halka Arz Piyasa Değeri			5.648.135.686
Halka Arz Fiyatı			1,60

Yukarıdaki çekincelerimiz dışında 1,60 TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz