



Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme
Raporu- II**

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

21.08.2024

İÇİNDEKİLER

1. Değerlendirme Raporunun Amacı.....	3
2. Fiyat Tespit Raporu Özeti	3
3. Halka Arz Sonuçları	6
4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans	7
5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	7
6. Sonuç	8

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

İşbu rapor; Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ile ilgili (“Kuzugrup GYO” veya “Şirket”) 31.07.2023 tarihinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan ve 17.08.2023 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda belirlenen halka arz fiyatı ile payların borsada işlem görmesinin ardından geçen sürede oluşan pay fiyatıyla arasındaki farkın VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası kapsamında değerlendirilmesi amacı ile hazırlanmıştır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca; payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

Değerleme esnasında Kuzugrup GYO’nun bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihli bilanço ve gelir tabloları ve 2023REV355 nolu, rapor tarihi 24.07.2023 ve değer tarihi 23.06.2023 olan Gayrimenkul Değerleme Raporu yararlanılmıştır.

Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım’ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

Kuzugrup GYO’nun sermaye artırımları ve ortak satışı yolu ile halka arz edilmiş paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve firmanın spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

2. Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer (“NAD”) Analizi

Çarpan Analizinde, yurt içi benzer şirketler olarak BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO) endeksi şirketleri verileri dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında 30.06.2023 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul’da işlem gören 39 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı incelenmiş olup Şirket ile benzer faaliyetlere sahip olan ve portföyünde turistik tesis, otel, ofis, iş yeri ve AVM bulunan 26 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı seçilmiştir. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları için seçilmiş şirketlere

ait ortanca değer kullanılmıştır.

Bu bölümde yer alan açıklamalar TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan rapor tarihi 24.07.2023 ve değer tarihi 23.06.2023 olan 2023REV355 nolu gayrimenkul değerleme raporuna dayanmaktadır.

GYO'ların değerlemesinde kullanılan Net Aktif Değer (NAD) Analizi, şirketlerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerine; hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenilmesi ve yükümlülüklerinin düşülmesi ile hesaplanmaktadır. Kuzugrup GYO'nun değerlemesinde 23.06.2023 değer tarihli sahip olduğu gayrimenkullerin ekspertiz değerleri kullanılarak portföy değeri hesaplanmıştır. NAD hesaplaması yapılırken kullanılan girdiler, finansal tablolarda yer alan bilgiler ile Kuzugrup GYO'nun internet sitesinde yayınladığı açıklanan gayrimenkul değerleme raporlarında yer alan kamuya açıklanmış bilgilere dayanmaktadır.

2.1. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan analizine konu özet finansallar aşağıdaki gibidir:

Kuzugrup GYO	31.03.2023
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (31.03.2023 itibarıyla)	3.888.707.732

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1. Yurtiçi Benzer Şirketler

Tarih	30.06.2023
Çarpan	PD/DD
Atakule G.M.Y.O.	0,70
Akfen G.M.Y.O.	0,73
Akmerkez G.M.Y.O.	0,94
Akiş G.M.Y.O.	0,46
Alarko G.M.Y.O.	0,72
Ata G.M.Y.O.	1,43
Avrasya G.M.Y.O.	1,27
Başkent Doğalgaz Dağıtım G.Y.O.	-3,82
Doğuş G.M.Y.O.	2,90
Deniz G.M.Y.O.	0,86
Emlak G.M.Y.O.	-1,53
Eyg G.M.Y.O.	-3,31
Halk G.M.Y.O.	0,58
İdealist G.M.Y.O.	1,81
İş G.M.Y.O.	0,73
Koray G.M.Y.O.	83,38
Kiler G.M.Y.O.	-0,66
Körfez G.M.Y.O.	-4,45
Kızılbük G.M.Y.O.	-1,00
Martı G.M.Y.O.	0,61
Mistral G.M.Y.O.	0,77
Nurol G.M.Y.O.	1,60
Özderici G.M.Y.O.	-0,43
Özak G.M.Y.O.	0,54
Panora G.M.Y.O.	0,80
Pera G.M.Y.O.	1,71

Peker G.M.Y.O.	-3,78
Pasifik G.M.Y.O.	-1,37
Reysaş G.M.Y.O.	-0,58
Şeker G.M.Y.O.	0,78
Sinpaş G.M.Y.O.	-0,51
Servet G.M.Y.O.	1,52
Trend G.M.Y.O.	-2,47
Torunlar G.M.Y.O.	0,53
T.S.K.B. G.M.Y.O.	2,05
Vakıf G.M.Y.O.	0,89
Yeni Gimat G.M.Y.O.	1,40
Yeşil G.M.Y.O.	-0,25
Ziraat G.M.Y.O.	1,07
Seçilmiş Şirketlere Ait Medyan	0,88

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 30.06.2023 tarihli verilerle

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

(Yurt İçi Benzer Şirketler)	30.06.2023	
Çarpan Analizi	Ağırlık	Değer
PD/DD	100,00%	3.403.852.943
Çarpan Piyasa Değeri	3.403.852.943	

Kuzugrup GYO ile benzer özellikler gösteren payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa çarpanları analiz edilerek değerlemeye tabi tutulmuştur. Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri **3.403.852.943 TL** olarak bulunmuştur.

2.1.2. Net Aktif Değer Analizi

Net Aktif Değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir.

Kuzugrup GYO'nun Net Aktif Değer'i hesaplanırken otel taşınmazı değeri yukarıda belirtilen TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 24.07.2023 tarihli 2023REV355 nolu rapordan alınmış olup otel taşınmazı hariç kalemler **31.03.2023** tarihli bilanço baz alınarak 5.678.554.269 TL olarak hesaplanmıştır.

Kuzugrup GYO A.Ş. Net Aktif Değer Hesaplaması (TL)	
Taşınmaz	7.160.000.000
<i>Otel Taşınmazı</i>	<i>7.160.000.000</i>
Nakit	49.424.416
Diğer Varlıklar	52.373.921
Toplam Aktifler	7.261.798.337
Finansal Borç	1.003.413.117
Diğer Yükümlülükler	579.830.951
NET AKTİF DEĞER	5.678.554.269

2.2. Değerleme Yöntemi Sonucu

Sonuç olarak Şirket'in değerlemesinde Net Aktif Değeri Analizi ve Çarpan Analizi kullanılmış

olup her iki yöntem eşit ağırlıklandırılmıştır. Yapılan bu değerlendirmeler sonucunda **4.541.203.606 TL** şirket değerine ulaşmıştır.

DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Çarpan Analizi	3.403.852.943	%50	1.701.926.471
Net Aktif Değer	5.678.554.269	%50	2.839.277.135
		TOPLAM	4.541.203.606

Kuzugrup GYO / Halka Arz Özeti (TL)	
Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye	175.000.000
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	50.000.000
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>25.000.000</i>
<i>Ortak Satışı</i>	<i>25.000.000</i>
Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Edilecek Nominal Tutar	25.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	200.000.000
Halka Açıklık Oranı	%25
Şirket Değeri	4.541.203.606
Halka Arz İskontosu	%20
İskontolu Şirket Değeri	3.632.962.885
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	20,76
Halka Arz Büyüklüğü	1.038.000.000

Şirket'in hisse değeri ve hisse halka arz fiyatının üzerindeki iskonto oranı belirlenirken birkaç faktör göz önünde bulundurulmuştur. Şirket, her ne kadar gayrimenkul sektöründe faaliyet gösterip, sektör dinamiklerine göre değerlendirilmiş olsa da aynı zamanda portföyündeki gayrimenkullerin değerlendirilmesinden daha fazla, bağlı ortaklığı sayesinde öngörülebilir ve düzenli nakit akışı sağlayan turizm geliri elde etmektedir.

Lüks segmentte hizmet veren bir turizm tesisini bağlı ortaklığı vasıtası ile işleten Şirket'in gelirinin yabancı para cinsinden olması dolayısıyla uygulanan iskonto oranının gayrimenkul sektör ortalamasının altında olması doğaldır. Şirket sadece gayrimenkul sektörüne bağlı kalmamakta, aynı zamanda kur riski ve enflasyon etkisinden bağımsız gelir ve nakit akışı elde etmektedir. Bu nedenle halka arz iskonto oranı %20 olarak değerlendirilmiştir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı bulunan birim pay değerine **%20** oranında halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri **3.632.962.885 TL** ve halka arz pay başına değer **20,76 TL** olarak hesaplanmıştır. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğu görüşündeyiz.

Sermaye arttırımı yoluyla gerçekleşen halka arzın büyüklüğü **1.038.000.000 TL**, halka açıklık oranı ise **%25** olmuştur.

3. Halka Arz Sonuçları

Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("KZGYO") paylarının halka arzına ilişkin talep toplama işlemleri, 21.08.2023, 22.08.2023 ve 23.08.2023 tarihlerinde, Tera Yatırım Konsorsiyum Liderliğinde "Sabit Fiyatla Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi

ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 175.000.000 TL'den 200.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 25.000.000 TL nominal değerli 25.000.000 adet B grubu pay ile ortak satışı kapsamında 25.000.000 TL nominal değerli 25.000.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 50.000.000 TL nominal değerli 50.000.000 adet B grubu pay halka arz edilmiştir.

Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 20,76 TL olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 1.038.000.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Halka arzda; halka arz edilen 50.000.000 TL nominal değerli payların 5,6 katına denk gelen 280.244.019 TL nominal değerli talep gelmiştir. Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 5,7 katı, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 9,1 katı ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 2,6 katı talep gelmiştir.

Halka arz fiyatı üzerinden gelen talep ve dağıtım tutarları yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Pay Adedi	Oranı	Başvuru Sayısı	Talep Edilen Nominal Tutar (TL)	Oranı	Talebi Karşılamanın Başvuru Sayısı	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Tutar Oranı
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	27.500.000	55,0%	2.114.770	156.880.563	56,0%	2.085.606	27.500.000	55,0%
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	10.000.000	20,0%	139	90.855.856	32,4%	80	10.000.000	20,0%
Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	12.500.000	25,0%	13	32.507.600	11,6%	9	12.500.000	25,0%
TOPLAM	50.000.000	100,0%	2.114.922	280.244.019	100,0%	2.085.695	50.000.000	100,0%

Kaynak: www.kap.org.tr

4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

Şirket, paylarının 29.08.2023 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından işbu rapor tarihi itibarıyla en son 2024 1. çeyrek finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan Bağımsız Denetim Raporlarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır. Öte yandan, Şirket, 03.01.2024 tarihinde KAP'ta TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. firması tarafından hazırlanan 29.12.2023 tarihli, 2023REV355 nolu değerleme raporunu, 04.07.2024 tarihinde KAP'ta TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 28.06.2024 tarihli, 2024REV544 nolu değerleme raporunu yayınlamıştır.

Finansal Kalemler (TL)	01.01.-31.12.2022*	01.01.-31.12.2023*	01.01.-31.03.2023**	01.01.-31.03.2024**
Net Satışlar	338.424.567	582.801.716	98.920.043	122.076.399
Brüt Kâr/(Zarar)	160.919.230	319.574.782	29.341.855	48.786.294
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	5.690.638	78.006.876	(1.735.452)	(730.598)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	170.508.431	108.567.981	124.717.102	17.330.570
Özkaynak (Ana Ortaklığa Ait)	6.490.716.607	9.043.769.742**	-	9.060.969.178

*31.12.2023 tarihi satın alma gücü esas alınmıştır.

** 31.03.2024 tarihli satın alma gücü esas alınmıştır.

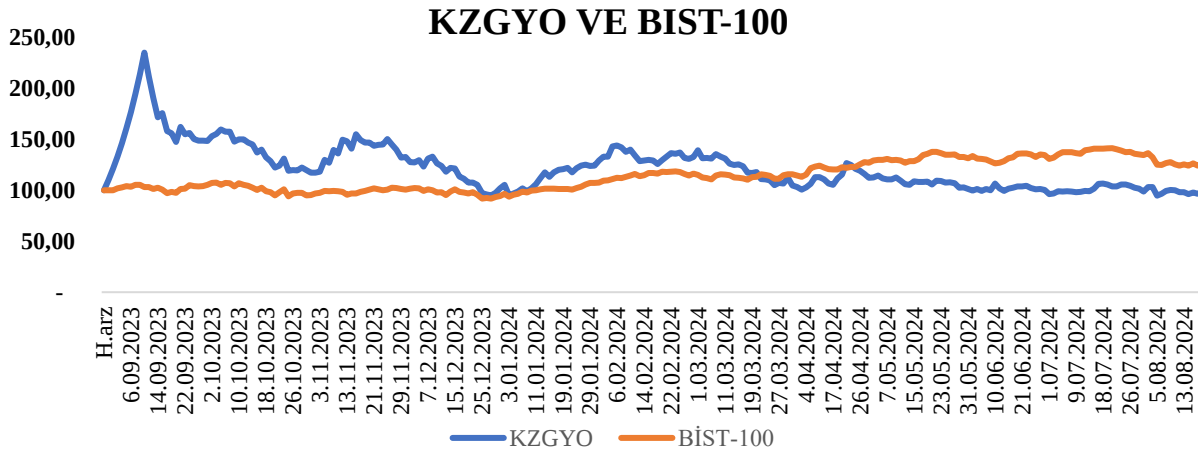
Kaynak: www.kap.org.tr

Değerleme Raporları (TL)	Pazar Değeri (KDV Hariç)	Yıllık Pazar Kira Değeri (KDV Hariç)
28.06.2024 tarihli 2024REV544 sayılı rapor	10.716.420.000	457.050.000
29.12.2023 tarihli 2023REV355 sayılı rapor	8.522.635.000	336.050.000

Kaynak: www.kap.org.tr

5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

Kuzugrup GYO payları, 29/08/2023 tarihinde KZGYO kodu ile pay başına 20,76 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 20,76 TL'den halka arz edilmiş olan Şirket'in 20.08.2024 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 20,32 TL'dir. Kuzugrup GYO payları halka arz fiyatına kıyasla %2,12 oranında değer kaybetmiştir. Payları işlem gördüğü tarihten bu yana BIST100 Endeksi ise %26,24 oranında değer kazanmıştır.



6. Sonuç

Kuzugrup GYO payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 29/08/2023 tarihinden bugüne kadar %2,12 oranında değer kaybetmiştir. Kuzugrup GYO payları, halka arz olduğu tarihten bugüne BIST 100 endeksinin %22,47 oranı altında bir performans sergilemiştir. Söz konusu performans düşüklüğü ilgili dönemde Borsa yatırımcısının GYO sektörüne olan genel ilgisinin azalması, son dönemde GYO'ların vergi istisnasında değişime yönelik beklenti oluşması ve yatırımcıların farklı sektörlere yönelmesiyle ilişkilendirilmektedir. Öte yandan Şirket'in döviz cinsinden olan finansal araçları ve Şirket portföyünde yer alan JW Marriott Marmara Sea Otel bünyesindeki odaların kira gelirlerinin Avro cinsinden olması sebebiyle Şirket gelirleri, kur değişimlerinden etkilenmekte ve dolaylı kur riskine maruz kalmaktadır. Şirket olağan faaliyetlerini kesintisiz sürdürmektedir.

Karşılaştırma	Halka Arz	20.08.2024 (12. Ay)
Kuzugrup GYO	20,76	20,32
Kuzugrup GYO (Getiri)	-%2,12	
BIST 100 (Kapanış)	7.907	9.982
BIST 100 (Getiri)	%26,24	
Rölatif Getiri	-%22,47	