

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	
Borsa Kodu	SEGYO
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	1-2 Haziran 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	610.166.462 TL
Sermaye Artırımı	203.388.821 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	813.555.283 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Talep Toplama Fiyatı	1,10 TL
Halka Arz Büyüklüğü	223.727.703 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	671.183.108 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	894.910.811 TL
Satmama Taahhüdü	Şekerbank T.A.Ş. Şirket paylarını 1 yıl satmama
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından sonra, Şirket'in halka arzdan elde edeceği brüt fon tutarının %20'si ile 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021	5,35
FD/FAVÖK1 2021	61,79
FD/FAVÖK2* 2021	62,07
PD/DD 2021	0,83

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021	7,13
FD/FAVÖK1 2021	61,79
FD/FAVÖK2* 2021	62,07
PD/DD 2021	0,87

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

- Şirket, İstanbul Ticaret Sicili 'ne "Şeker Proje Geliştirme ve Gayrimenkul Yatırım A.Ş." unvanı ile 19 Nisan 2017 tarihinde tescil edilmiş ve süresiz olarak kurulmuştur. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu 'nun 12 Aralık 2019 tarih ve 72/1600 sayılı iznini takiben, 6 Ocak 2020 tarihinde Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.
- Şeker GYO hali hazırda 80786-5 sicil numarası ile İstanbul Ticaret Odası'na 8010706815 vergi kimlik numarası ile de Zincirlikuyu Vergi Dairesi vergi mükellefi olarak faaliyetine devam etmektedir. Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 3.000.000.000 TL olup çıkarılmış sermayesi 610.166.462 TL'dir.
- Şirket'in mevcut durumda tamamına sahip olduğu Şeker Dönüşüm ve Danışmanlık A.Ş. adına bir iştiraki bulunmaktadır. Bu iştirakin sermayesi 25.000.000 TL'dir.
- Şirket'in amacı ve faaliyet konusu "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 kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli halka açık anonim ortaklıktır." Şeklinde tanımlanmıştır.
- Şirket'in gayrimenkul portföyü, Türkiye genelinde 20 ilde, 36 lokasyonda konumlu olan toplam 163 adet gayrimenkulden oluşmaktadır.
- Şirket Portföyünün büyük kısmını il ve ilçe merkezlerinde, ticari akslar üzerinde bulunan, Şekerbank'ın kiracısı olduğu ticari gayrimenkuller oluşturmaktadır. Bu gayrimenkullere ilaveten İstanbul'un ticari akslarında konumlu olan ofisler, organize sanayi bölgelerinde konumlu fabrikalar ve farklı şehirlerde bulunan ticari gayrimenkuller de şirket portföyünde yer almaktadır. Ayrıca, 25 Aralık 2020 tarihinde tescil edilen Promesa ile kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemi sonucunda, Promesa'nın portföyünde yer alan, halihazırda Şirket merkezi ve Şekerbank Genel Müdürlük Binası'nın da bulunduğu ofis kompleksi olan Şeker Kule'nin Promesa'ya ait 74 adet ofis ve bir dükkan niteliğindeki bağımsız bölümleri de Şirket portföyüne dahil edilmiştir. Ayrıca, Promesa'ya ait ve İstanbul, Sarıyer ilçesinde bulunan bir adet taşınmaz da Şirket portföyüne dahil edilmiş olup, söz konusu taşınmaz GYO mevzuatına uygun olmaması sebebiyle 11 Şubat 2021 tarihinde Şirket'in bağlı ortaklığı Şeker Kentsel Dönüşüm ve Danışmanlık AŞ'ye devredilmiştir.
- 07 Ocak 2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporları uyarınca, gayrimenkullerin toplam değeri 1.132.792.616 TL'dir.
- Şirket'in yurt dışı gayrimenkulü Kazakistan, Almatı şehrinde, Alatau bölgesinde bulunan, 60.047 m2 yüzölçümüne ve ticari yapılaşma hakkına sahip, geliştirme amacı ile Şirket portföyünde yer alan bir adet arsadan oluşmaktadır. Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 07.01.2021 tarih ve SKR-2021-00005 sayılı gayrimenkul değerlendirme raporuna göre; yurt dışı gayrimenkulünün gerçeğe uygun değeri (5.099.000 USD) 67.965.000 TL'dir.
- Şirket'in portföyündeki gayrimenkullerden 98'i Şekerbank ve iştiraklerine, 9'u diğer kişilere kiralanmıştır. Diğer gayrimenkuller ise şu anda boş durumdadır. Buna paralel olarak, yıllık kira gelirinin yaklaşık %88'i Şekerbank ve iştiraklerinden elde edilmektedir.
- Şirket'in Türkiye'de ekspertiz değeri 1 milyar TL'ye yaklaşan, kısmen ya da tamamen kiralanmış olan sekiz adet gayrimenkulü bulunmaktadır. Bu gayrimenkuller toplam portföy

değerinin %83'ünü oluşturmaktadır. Bu sekiz gayrimenkulün biri İzmir'de, diğer yedisi ise İstanbul'dadır.

- Şeker Kule, son değerlendirme raporları itibarı ile Şirket'in en değerli varlığı Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 07.01.2022 tarih ve SKR-2021-00042 sayılı gayrimenkul değerlendirme raporuna göre; Pazar değeri 691.840.000 TL'dir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket'in sermaye artırımını yolu ile halka arzından elde edilecek fonun, planlanan kullanım yerleri aşağıdaki gibidir:

- Halka arzdan elde edilecek gelirin %60-%70'lik kısmı döviz kredi borçlarının erken kapanmasına tahsis edilecektir.
- Halka arz gelirlerinin kredi borcu kapanması sonrasında kalan %20-%30'luk kısmı öncelikle proje geliştirme finansmanları kapsamında potansiyel organik ve inorganik büyüme fırsatlarının daha uygun şartlarda değerlendirilmesine olanak sağlanması amacıyla orta ölçekli konut yapımında kullanılacaktır.
- Halka arzdan kalan fon olması durumunda İzmir'de bulunan gayrimenkulün deprem güçlendirme çalışmasının tamamlanması hedeflenmektedir.

Ortaklık Yapısı

Şeker GYO Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Payı (TL)	Pay Oranı	Sermaye Payı (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Şekerbank T.A.Ş.	610.166.462	100,00	610.166.462	75,00
Halka Açık Kısım			203.388.821	25,00
Toplam	610.166.462	100,00	813.555.283	100,00

Mali Tablolar

Şeker GYO A.Ş. Gelir Tablosu (TL)			
	2019	2020	2021
Hasılat	187.961.861	47.953.560	53.020.072
Yıllık Değişim		-74%	11%
Satışların Maliyeti (-)	-152.494.000	-31.983.992	-16.131.000
Yıllık Değişim		-79%	-50%
Brüt Kârı/Zararı	35.467.861	15.969.568	36.889.072
Yıllık Değişim		-55%	131%
Brüt Kar Marjı	19%	33%	70%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.329.293	-17.758.499	-20.180.490
Amortisman	1.563	4.078	675
Faaliyet Kârı	25.138.568	-1.788.931	16.708.582
FAVÖK 1	25.140.131	-1.784.853	16.709.257
Yıllık Değişim		-107%	-1036%
FAVÖK1 Marjı	13%	-4%	32%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	54.585.719	1.707.430	942.531
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-83.411	-6.697.159	-1.017.618
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	79.640.876	-6.778.660	16.633.495
Yıllık Değişim		-109%	-345%
Esas Faaliyet Kar Marjı	42%	-14%	31%
FAVÖK 2	79.642.439	-6.774.582	16.634.170
Yıllık Değişim		-109%	-346%
FAVÖK2 Marjı	42%	-14%	31%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	701.368	60.879.492	223.235.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)			-34.126
FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/ZARARI	80.342.244	54.100.832	239.834.369
Finansman Gelirleri (+)		103.333.333	203.273.133
Finansman Giderleri (-)	-476.412	-30.811.255	-316.191.528
VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	79.865.832	126.622.910	126.915.974
Vergi Gideri	-28.138.007	-420.867	-1.447.443
Dönem Vergi Gideri	-66.641	-391.462	
Ertelenmiş Vergi Gideri	-28.071.366	-29.405	-1.447.443
DÖNEM KÂRI/ZARARI	51.727.825	126.202.043	125.468.531

Şeker GYO A.Ş. Bilanço (TL)

VARLIKLAR	2019	2020	2021
DÖNEN VARLIKLAR	210.185.741	187.515.544	470.594.863
Nakit ve Nakit Benzerleri	189.332.027	73.997.632	296.705.813
Finansal Yatırımlar		110.343.913	131.423.940
Ticari Alacaklar		2.039.251	8.991
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		1.817.373	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		221.878	8.991
Diğer Alacaklar		62.279	704.585
Türev Araçlar			36.790.000
Proje Halindeki Stoklar	20.755.000		274.846
Pesin Ödenmiş Giderler		254.871	151.440
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	27.143		
Diğer Dönen Varlıklar	71.571	817.598	4.535.248
DURAN VARLIKLAR	343.229.240	922.146.170	1.132.796.268
Diğer Alacaklar	20.545	142.672	3.652
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	20.545		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	338.989.830	898.809.000	1.105.913.000
Maddi Duran Varlıklar	2.353.596	22.811.283	26.879.616
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	44.591	60.825	
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	44.591		
Peşin Ödenmiş Giderler		269.267	
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.820.678	53.123	
TOPLAM VARLIKLAR	553.414.981	1.109.661.714	1.603.391.131

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.512.289	99.205.256	324.153.167
Kısa Vadeli Borçlanmalar	858.591		180.250.497
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları		93.695.754	139.786.172
Diğer Finansal Yükümlülükler		58.800	
Ticari Borçlar	224.275	1.998.379	342.606
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>		919.802	
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	224.275	1.078.577	342.606
Diğer Borçlar	389.423	2.043.460	1.368.755
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	389.423		
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler		991.474	2.338.350
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		188.871	
Kısa Vadeli Karşılıklar	40.000	130.000	66.787
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		98.518	
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.602.599	327.921.843	471.793.722
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.152.879	326.972.258	469.448.969
Uzun Vadeli Karşılıklar	30.000	500.460	448.185
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun</i>	30.000	131.097	107.172
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>		369.363	
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar			
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	419.720	449.125	1.896.568
ÖZKAYNAKLAR	550.300.093	682.534.615	807.444.242
Ödenmiş Sermaye	610.166.462	610.166.462	610.166.462
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		804.032	5.479.675
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		5.234.547	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.610	3.691	339.796
Gecmiş Yıllar Karı veya Zararı	-111.612.804	-59.876.160	65.989.778
Net Dönem Karı/Zararı (-)	51.727.825	126.202.043	125.468.531
TOPLAM KAYNAKLAR	553.414.981	1.109.661.714	1.603.391.131

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Tera Yatırım Şeker GYO'nun halka arz fiyatının tespitinde Net Aktif Değer (NAD), İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, NAD %33,3 İNA %33,3 ve Çarpan Analizi %33,3 her üç yöntem eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak da tanımlanabilir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Şeker GYO'nun özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Tera Yatırım tarafından Şeker GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde Şeker GYO A.Ş. ile doğrudan ilgili aynı faaliyet konusuna sahip yurt içerisinde faaliyet gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü içerisinde yer alan firmalar değerlendirilmiştir. Çarpan analizinde Şirket'in faaliyetlerine uygun olarak sadece ofis kiralama ve ticari gelir getiren faaliyetleri bulunan benzer şirketlerin çarpanları değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değeri baz alınmıştır. Çarpan değeri belirlenirken, medyan kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Benzer şirket çarpanları hesaplanmasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı tercih edilmiştir ancak değerlendirme yapılırken Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpan yöntemi kullanılmaması tarafımızca makul karşılanmamaktadır. Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları, GYO değerlendirilmesinde en çok kullanılan çarpanlar olup değerlendirilmede kullanılmamasını eksiklik olarak addediyoruz.

- **Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Çarpan değeri belirlenirken, şirketlerin medyan değeri baz alınmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları kapsamında çarpan değerleri Rasyonet Veri Terminalinden 19.04.2022 tarihli, kapanış verileri baz alınmıştır.

Yurt İçi Sektör Çarpanları	PD/DD
Atakule G.M.Y.O.	1,26
Akfen G.M.Y.O.	0,92
Akiş G.M.Y.O.	0,47
Alarko G.M.Y.O.	0,85
Ata G.M.Y.O.	1,78
Avrasya G.M.Y.O.	1,45
Deniz G.M.Y.O.	1,30
Halk G.M.Y.O.	0,98
İş G.M.Y.O.	1,94
Koray G.M.Y.O.	2,16
Mistral G.M.Y.O.	1,18
Panora G.M.Y.O.	0,96
Servet G.M.Y.O.	1,49
Torunlar G.M.Y.O.	0,49
Vakıf G.M.Y.O.	0,91
Yeni Gimat G.M.Y.O.	1,30
Medyan	1,22

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şeker GYO Değerleme (Çarpanlara Göre) (31.12.2021)	19.04.2022 tarihli
Özkaynak	807.444.242
PD/DD	1,22
Şeker GYO Çarpan Piyasa Değeri	985.081.975
Hisse Sayısı	610.166.462
Pay Başı Fiyat	1,61

Net Aktif Değer Analizi

- Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak da tanımlanabilir ve aşağıdaki gibi gösterilir:

NET AKTİF DEĞER= Firmanın Aktiflerinin Piyasa Değeri-Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri-Diğer Yükümlülükler

- Yukarıdaki eşitlikte bulunan net aktif değer firmanın özsermaye değerine eşittir.
- Şeker GYO A.Ş. net aktif değer hesaplaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Net Aktif Değer (TL)	2021
Şeker GYO Portföy Değeri	1.132.792.616
Nakit ve Nakit Benzerleri	296.705.813
Finansal Yatırımlar	131.423.940
Ticari Alacaklar	8.991
Diğer Varlıklar	42.181.273
Varlıklar Toplamı	1.603.112.633
Yükümlülükler Toplamı	789.485.638
Diğer Yükümlülükler	6.461.251
Yükümlülükler Toplamı	795.946.889
Net Aktif Değer	807.165.744
Toplam Pay Sayısı	610.166.462
Pay Başına Net Aktif Değer	1,32

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in gayrimenkul portföyü, Türkiye genelinde 20 ilde,36 lokasyonda olan toplam 163 adet gayrimenkulden oluşmaktadır. Şirket portföyünün büyük kısmını il ve ilçe merkezlerinde, ticari akslar üzerinde bulunan, Şekerbank'ın kiracısı olduğu ticari gayrimenkuller oluşturmaktadır. Şirket'in portföyündeki gayrimenkullerden 98'i Şekerbank ve iştiraklerine,9'u diğer kişilere kiralanmıştır. Diğer gayrimenkuller ise şu anda boş durumdadır. Buna paralel olarak, yıllık kira gelirinin yaklaşık %88'i Şekerbank ve iştiraklerinden elde edilmektedir. TÜİK'in açıkladığı verilere göre kira fiyatlarındaki artışta 12 aylık ortalama TÜFE baz alınmaktadır. Projeksiyon dönemleri için 2022 yılı mayıs ayı kira artış oranı da dikkate alınarak, yıllık ortalama TÜFE tahmininin de altında tahmini kira artış oranı belirlenerek muhafazakâr bir artış öngörülmüştür.

- **Faaliyet Giderleri:** Genel yönetim giderlerinden meydana gelmekte olup, personel, üst yönetim ücretleri, danışmanlık, kira giderleri, gayrimenkullere ait giderler, araç giderleri, amortisman vb. giderlerden oluşmaktadır. 2022-2031 döneminde Şirket'in büyümesi ve enflasyon ile olarak kira gelirlerine oranla yıllık %32,8 ile %27,9 arasında olacağı öngörülmüştür. Geçmiş dönemlerde görece yüksek seyreden genel yönetim giderleri, 2020 yılsonu itibarıyla edinilen şirket alımı kaynaklı Şeker Kule yatırımı sebebiyle "Gayrimenkullere İlişkin Sigorta Gideri" bir önceki yıla göre artmasından kaynaklanmıştır. Yine aynı nedenle katlanılmış olan vergi, harç ve benzeri giderler de artma eğilimi göstermiş olup, bir sefere mahsus işlem olması nedeniyle aynı oranda bir gider artışı projeksiyon dönemleri boyunca öngörülmemiştir. Bunun yanı sıra son dönemde halka arz işlemleri sebebiyle alınmış olan hukuki danışmanlık hizmetleri kaynaklı giderin de önümüzdeki dönemlerde oldukça azalması hedeflenmektedir. Ayrıca aynı nedenle hukuki danışmanlık hizmetleri gibi önümüzdeki dönemlerde ilan ve reklam giderinin de azalması beklenmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye 10 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak son dönemde faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak 2022 yılı için %25 şeklinde varsayılmıştır. Takip eden projeksiyon yılları için ise yıl sonu TÜFE oranının üzerine 200 baz puan ilave edilerek projekte edilmiştir. 2022 için kullanılan risksiz getiri oranı makul olmakla birlikte sonraki yıllar için azalan bir trendde kullanılması değerlemeyi yukarı yönlü etkilemektedir.
 - **Piyasa risk primi:** %5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Şirket Risk Primi:** Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için %1 risk primi dikkate alınmıştır.
 - **Beta:** Beta 0,78 olarak kabul edilmiş olup neden 0,78 olarak kullanıldığı raporda açıklanmamıştır. Şirketin borçluluk durumu da göz önünde bulundurulduğunda betanın düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Yıllar arasında farklı kullanılmış olup %13,4 ve üzeri oran kullanılmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Yıllar arasında farklı kullanılmış olup %13,5 ve üzeri oran kullanılmıştır.
 - **Borç Oranı:** %49,4 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM hesaplamasının yıllara sari düşecek şekilde kurgulanmış olmasını değerlemeyi artırıcı bir unsur olarak değerlendiriyoruz.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %3 olarak varsayılmış olup ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Sonuçta İNA'dan şirket için toplam değer 568,8 milyon TL hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken NAD'a 33,3, İNA'ya %33,3 ve Çarpan Analizine %33,3 ağırlık verilmiş ve %15 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 1,10 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

Değerleme Sonucu (TL)	
Halka Arz Öncesi Şirket Piyasa Değeri	786.070.692
Halka Arz İskontosu	15%
Halka Arz İskontolu Şirket Piyasa Değeri	668.160.088
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	610.166.462
Halka Arz Pay Başına Değeri	1,10
Halka Arz Büyüklüğü	223.727.703
Halka Arz Sonrası Şirket Piyasa Değeri	894.910.811
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	813.555.283
Halka Açıklık Oranı	25%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu Halka Arz Öncesi (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış	
			Şirket Değeri	Pay Başına Fiyat
İndirgenmiş Nakit Akımları	568.791.415	33,3%	189.407.541	0,93
Net Aktif Değer	807.165.744	33,3%	268.786.193	1,32
Benzer Şirket Çarpanları	982.320.106	33,3%	327.112.595	1,61
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri			786.070.692	1,29

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Şeker GYO'nun fiyat tespitinde NAD, Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Şeker GYO özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Türkiye 10 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak son dönemde faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak 2022 yılı için %25 şeklinde varsayılmıştır. Takip eden projeksiyon yılları için ise yıl sonu TÜFE oranının üzerine 200 baz puan ilave edilerek projekte edilmiştir. 2022 için kullanılan risksiz getiri oranı makul olmakla birlikte sonraki yıllar için azalan bir trendde kullanılması değerlemeyi yukarı yönlü etkilemektedir.

- Uç değer büyüme oranı %3 olarak varsayılmış olup ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilmekle birlikte Şeker GYO'nun değerlemesinde kullanılmasını makul buluyoruz.
- Tera Yatırım tarafından Şeker GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde Şeker GYO A.Ş. ile doğrudan ilgili aynı faaliyet konusuna sahip yurt içerisinde faaliyet gösteren Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü içerisinde yer alan firmalar değerlendirilmiştir. Çarpan analizinde Şirket'in faaliyetlerine uygun olarak sadece ofis kiralama ve ticari gelir getiren faaliyetleri bulunan benzer şirketlerin çarpanları değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değeri baz alınmıştır. Çarpan değeri belirlenirken, medyan kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Benzer şirket çarpanları hesaplanmasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı tercih edilmiştir ancak değerlendirme yapılırken Piyasa Değeri /Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpan yöntemi kullanılmaması tarafımızca makul karşılanmamaktadır. Piyasa Değeri/Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları, GYO değerlendirilmesinde en çok kullanılan çarpanlar olup değerlemede kullanılmamasını eksiklik olarak addediyoruz.
- Sonuç olarak Şeker GYO'nun halka arz fiyatının tespit edilmesinde %15 halka arz iskontosu sonrası 1,10 TL pay başı talep toplama fiyatı hesaplanmıştır. Yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmakla birlikte fiyatı makul bulmaktayız.