

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Ziraat 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.

Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	
Borsa Kodu	ZRGO
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %73 Ziraat Finans Grubu Çalışanları : %7 Yurt İçi Kurumsal : %20
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	28-29-30 Nisan 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	3.520.215.000 TL
Sermaye Artırımı	1.173.405.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	4.693.620.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Talep Toplama Fiyatı	1,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.877.448.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	5.632.344.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	7.509.792.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	14,91
FD/FAVÖK 2020	131,54
PD/DD 2020	1,11

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	19,88
FD/FAVÖK 2020	131,54
PD/DD 2020	1,08

Özet Bilgi

- Şirket, T.C. Ziraat Bankası A.Ş. tarafından 1 Kasım 2016 tarihinde 1.036.242.000 TL aynı ve 263.758.000 TL de nakdi olmak üzere toplam 1.300.000.000 TL sermaye ile kurulmuştur.
- 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.
- 27.195,50 m²'lik İstanbul Uluslararası Finans Merkezi arsası ile İstanbul'da yer alan 10 adet ofis binası kuruluştaki şirket portföyü içinde yer almıştır.
- 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.
- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM) Ziraat Kuleleri Projesi İçin Kalyon İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile 28.05.2018 tarihinde yüklenici firma olarak anahtar teslim götürü bedel inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Ziraat Kuleleri Projesinin, İUFM'nin tümü için belirlenen takvime uygun olarak tamamlanması ve 2022 yılı içerisinde faaliyete geçmesi planlanmaktadır.
- İlk yurt dışı gayrimenkul yatırımı 23 Nisan 2018 tarihinde Frankfurt Mylius Caddesi 14'de kayıtlı binanın 10,2 milyon Euro bedelle satın alınması ile gerçekleştirilmiştir. Binanın dördüncü katı hariç tadilat ve onarım işi 2019 yılı Eylül ayında tamamlanmış ve Ziraat Bank A.G'ye kiraya verilmiştir. Binanın 4. katı ise yerel bir avukatlık bürosu ve notere kiraya verilmiştir.
- Ziraat GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkullerin işletilmesi başta olmak üzere, proje geliştirme, yatırım ve kiralama yönetimi faaliyetleri göstermek amacıyla %100 hissesi Ziraat GYO'ya ait 5.000.000 TL sermayeli Ziraat İşletme Yönetimi ve Gayrimenkul Geliştirme A.Ş. 27.06.2019 tarihinde kurulmuştur.
- 2020 yılında 1.886.279.500 TL aynı (30 adette toplam 119 bağımsız bölümden oluşan gayrimenkul) ve 1.000.000.000 TL nakdi olmak üzere toplam 2.886.279.500 TL büyüklüğünde varlık karşılığında toplam 2.220.215.000 TL sermaye artışı yapılarak Şirketin çıkarılmış sermayesi 3.520.215.000 TL'ye yükselmiştir.
- Yurt dışında gayrimenkul yatırımı yapılmasına devam edilmesi projeksiyonuna yönelik olarak, Bosna'da ZiraatBank BH d.d. ve 3. şahıslara kiralama işlemi yapmak amacıyla %100 ortaklık payı ve 34.931.112 KM sermaye ile Ziraat GYO d.o.o Sarajevo şirketi 22.06.2020 tarihinde kurulmuştur. Bu kapsamda Saraybosna'da bulunan ZiraatBank BH d.d. Genel Müdürlük binası satın alınmıştır. Zemin ve ilk 7 kat Ziraat Bank BH d.d.'ye kiralanmıştır. Diğer katların kiralama işlemi devam etmektedir.
- Şirket'in hâlihazırda 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 değerlerin %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.

Ortaklık Yapısı

Ziraat GYO Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu*	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	A	714.219.129	20,29%	714.219.129	15,22%
	B	2.805.995.871	79,71%	2.805.995.871	59,78%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	1.173.405.000	25,00%
Toplam		3.520.215.000	100,0%	4.693.620.000	100,0%

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

Mali Tablolar

Ziraat GYO Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
Dönen varlıklar	74.505.261	244.634.231	138.414.105
Nakit ve nakit benzerleri	1.260.199	128.264.013	30.497.497
Ticari alacaklar	56.068		2.356.900
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	56.068		
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar			2.356.900
Diğer alacaklar		145.826	582.592
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar		145.826	582.592
Stoklar			91.339.193
Peşin ödenmiş giderler	62.773.162	62.807.371	1.908.667
İlişkili taraflardan peşin ödenmiş giderler	72.245	72.523	
İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler	62.700.917	62.734.848	1.908.667
Diğer dönen varlıklar	10.415.832	53.417.021	11.729.256
İlişkili olmayan taraflardan diğer dönen varlıklar	10.415.832	53.417.021	11.729.256
Duran varlıklar	1.840.644.950	2.368.775.007	5.297.489.248
Diğer alacaklar			2.232.263
İlişkili taraflardan diğer alacaklar			2.232.263
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen 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
İlişkili olmayan taraflardan peşin ödenmiş giderler		367.797.866	385.548.733
Ertelenmiş vergi varlığı		1.895.421	1.772.627
Diğer duran varlıklar			110.365.854
TOPLAM VARLIKLAR	1.915.150.211	2.613.409.238	5.435.903.353

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
Kısa vadeli 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
İlişkili taraflara ticari borçlar		20.363	69.579
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	50.905	15.993.874	61.413.779
Diğer borçlar			13.684
Ertelenmiş gelirler		25.234.922	29.651.955
İlişkili taraflara ertelenmiş gelirler		25.234.922	24.809.041
İlişkili olmayan taraflara ertelenmiş gelirler			4.842.914
Dönem karı vergi yükümlülüğü		94.088	171.207
Kısa vadeli karşılıklar	24.973	7.631.843	10.233.590
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	24.973	50.159	99.702
Diğer kısa vadeli karşılıklar		7.581.684	10.133.888
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	4.848.643	176.241.092	36.140.111
İlişkili taraflara diğer kısa vadeli yükümlülükler		160.000.000	
İlişkili olmayan taraflara diğer kısa vadeli yükümlülükler	4.848.643	16.241.092	36.140.111
Uzun vadeli 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
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	32.136	60.742	72.995
Toplam yükümlülükler	230.965.273	802.163.927	345.345.738
Özkaynaklar	1.684.184.938	1.811.245.311	5.090.557.615
Ana ortaklığa ait 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 yen. sınıflandırılmayacak bir. diğ.kap.gel.(gid)	698.216	851.257	3.012
Yeniden değ. ve sınıf. kazanç (kayıpları)	698.216	851.257	
<i>Maddi duran varlık yeniden değ.artışları (azalışları)</i>	<i>718.360</i>	<i>869.288</i>	
<i>Tan. fayda planları yen. ölç. kaz. (kayıpları)</i>	<i>-20.144</i>	<i>-18.031</i>	<i>3.012</i>
Kar veya zararda yen. sınıf. bir. diğer kap. gelirler(giderler)		-105.789	23.070.823
Yabancı para çevrim farkları		-105.789	
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara ilişkin primler (iskontolar)			658.135.984
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: Bağımsız Denetim Raporu

Ziraat GYO Gelir Tablosu			
TL	2018	2019	2020
Hasılat	46.446.011	44.020.684	144.637.286
Yıllık Değişim		-5,2%	228,6%
Satışların maliyeti	-1.541.351	-2.332.608	-80.445.693
Yıllık Değişim		51,3%	3348,7%
Brüt kar	44.904.660	41.688.076	64.191.593
Yıllık Değişim		-7,2%	54,0%
Brüt Kar Marjı	96,7%	94,7%	44,4%
Genel yönetim giderleri	-4.683.835	-9.581.882	-16.713.189
Pazarlama giderleri	-53.448	-13.292	-3.528.370
Faaliyet Karı	40.167.377	32.092.902	43.950.034
Yıllık Değişim		-20,1%	36,9%
Faaliyet Kar Marjı	86,5%	72,9%	30,4%
Amortisman	115.554	151.047	168.862
FAVÖK1	40.282.931	32.243.949	44.118.896
Yıllık Değişim		-20,0%	36,8%
FAVÖK1 Marjı	86,7%	73,2%	30,5%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	92.575.234	105.556.754	320.547.373
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)		-8.700.500	-10.660.560
Esas faaliyet karı	132.742.611	128.949.156	353.836.847
Yıllık Değişim		-2,9%	174,4%
FAVÖK2	132.858.165	129.100.203	354.005.709
Yıllık Değişim		-2,8%	174,2%
FAVÖK2 Marjı	286,0%	293,3%	244,8%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler			1.884.702
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	-37.221		310.120
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	132.705.390	128.949.156	356.031.669
Finansman gelirleri	572.079	167.052	25.121.551
Finansman giderleri (-)	-87.678	-3.892.814	-3.113.551
Sürdürülen faal.vergi öncesi karı (zararı)	133.189.791	125.223.394	378.039.669
Dönem vergi gideri		-105.694	-153.210
Ertelenmiş vergi geliri(gideri)		1.895.421	-122.794
Dönem karı	133.189.791	127.013.121	377.763.665

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Yatırım Finansman, Ziraat GYO'nun halka arz fiyatının tespitinde Net Aktif Değer(NAD), İndirgenmiş Nakit Akımı(İNA) ve Çarpan metodu kullanmıştır.
- 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. Ziraat GYO özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Net Aktif Değer

- 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 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Hedef Değerler hesaplanırken, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi (İUFM), Ankara Next Level AVM ve Palladium AVM haricindeki varlıkların 2020 yılsonu ekspertiz değerlerinin Yatırım Finansman enflasyon tahminlerine paralel artış göstereceği 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	1.677.737.927	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 Merkezi	1.752.640.000	4.535.000.000
Karaköy/İstanbul Projesi	78.065.000	87.042.475
Cağatoğlu/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: 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 olarak hesaplanmıştır. GYO sektörü şirketleri toplam NAD'ı 69,4 milyar TL olup, sektör NAD'ının %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.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Yatırım Finansman tarafından Ziraat GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönemsellik etkisi rakamlarda oynaklığa yol açtığından yurt içinde benzer faaliyet gösteren şirketlerin Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı kullanılmıştır. Benzer şirketler için ise Şirketin en değerli taşınmazı olan Ziraat Kuleleri'nin yer aldığı IUFM Projesi'nde yüksek paya sahip olan Vakıf GYO ve Halk GYO çarpanları ile birlikte, Vakıf GYO ve Halk GYO hariç sektör ortalama çarpanı baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı için Emlak Konut GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştiren GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun değerle muhasebeleştiren GYO'lar dahil edilmiştir.

Benzer Şirketler, mn TL		Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
TRGYO	Torunlar GMYO	8.770	3.190	0,36
ISGYO	İş GMYO	4.131	1.802	0,44
AKSGY	Akiş GMYO	3.607	1.578	0,44
OZKGY	Özak GMYO	3.494	1.751	0,50
HLGYO	Halk GMYO	2.926	3.220	1,10
YGGYO	Yeni Gimat GMYO	2.203	2.032	0,92
RYGYO	Reysaş GMYO	2.108	1.134	0,54
ALGYO	Ala rko GMYO	1.810	1.587	0,88
SRVGY	Servet GMYO	1.687	4.885	2,90
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	Aklen GMYO	718	1.292	1,80
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	Mstral GMYO	257	648	2,52
AVGYO	Avrasya GMYO	263	450	1,71
KRGYO	Körfez GMYO	120	396	3,30
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	ad.
Sektör (HLGYO ve VKGYO hariç)		34.920	40.710	1,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- HLGYO, VKGYO ve 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.

TL	Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
HLGYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
VKGYO	1.444.475.244	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: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Ankara Next Level AVM için kira gelirleri, pandemi sürecinin 2022'de normalleşeceği ve AVM doluluk oranının %70'e yükseleceği varsayımıyla, m² başına kira gelirinin de Yatırım Finansman'ın enflasyon tahminlerinin 1 puan üzerinde artacağı tahminiyle projekte edilmiştir. Frankfurt Ofis Binası için yıllık kira bedeli sabit tutulurken Yatırım Finansman Avro/TL kur tahmini kira geliri üzerine yansıtılmıştır. Ancak, 5 yılda bir değerlendirme zorunluluğu nedeniyle 2024'te bina ekspertiz değerinin %23 artacağı öngörülüp Avro/TL kuruna göre projekte edilmiştir.
- Ziraat Bankası ve Ziraat Finans Grubu şirketlerinin İUFM Ziraat Kulelerine taşınmaları ile boşalacak olan Ziraat Bankası genel müdürlük binası olarak kiralanacak İstanbul Maslak binası ve Ziraat Katılım Bankası'nın kiracı olduğu İstanbul Bahçekapı binası, Ziraat GSYO ve Ziraat Portföy'ün kiracı olduğu Mecidiyeköy Binası ve Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş.'nin kiracı olduğu Aksaray Binalarının satışının planlanması sebebiyle bu binalarda 2023'ten itibaren gelir projeksiyonu yapılmamıştır. Kiralanan diğer gayrimenkuller için ise yıllık kira gelirleri projeksiyonu Yatırım Finansman enflasyon varsayımlarına paralel projekte edilmiştir.
- Tamamlandığında kiralanacak gayrimenkullerinden elde edilecek kira geliri projeksiyonlarında İUFM değerlemesinde, m² başına 209 TL aylık kira değeri baz alınmıştır. Hâlihazırda Ziraat Bankası ile imzalanan iyi Niyet Protokolü ile %60 doluluk oranıyla faaliyete başlayacağı varsayılan Kulelerin, vergi teşvik düzenlemeleriyle 2023 yılında %78 ve sonrasında da %95 sabit yıllık doluluk oranına ulaşması öngörülmüştür. İstanbul Karaköy Tarihi Bina yenileme projesinin 20.07.2022 tarihi itibarı ile tamamlanması planlanmaktadır. Kasım 2022'de kiralanacağı öngörülmüştür. 8,4 milyon TL yıllık kira geliri varsayılmıştır. Tamamlandığında kiralanacak diğer gayrimenkuller için ise yıllık kira gelirleri projeksiyonu enflasyon varsayımlarına paralel projekte edilmiştir.
- Tamamlandığında satılması planlanan ve halen satışta olan proje ve gayrimenkullerinden elde edilecek satış geliri projeksiyonlarında İzmir Bayraklı Projesi konut, ofis ve ticari dükkânlardan oluşmaktadır. 2 milyar TL olarak tahmin edilen toplam proje gelirinin %20'sinin 2022 yılında elde edileceği varsayılmıştır. Enflasyon artışına paralel satış geliri artışı varsayımı da hesaba dâhil edilerek kalan ünitelerin de 2022 ve 2023 yıllarında satılması öngörülmüştür. 2023'te satışa çıkarılması planlanan İstanbul Levent arsası için gayrimenkul değer artış oranının enflasyon oranı tahmininin 4 puan üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Satışların Maliyeti:** Kiralanan yatırım amaçlı gayrimenkullerin maliyetleri gayrimenkullerin vergi, resim ve harç giderleri, bakım ve onarım giderleri, sigorta giderlerinden oluşmaktadır. Maliyet

projeksiyonları yapılırken yıllık tahmini kira gelirlerinin 2021 ve 2022 için %8'i, daha sonrası için ise %7'si baz alınmıştır. Tamamlandığında kiralanacak gayrimenkul projelerinin maliyeti için ise tamamlandığında elde edilecek yıllık gelirlerin %7'si baz alınmıştır.

- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in 2021-2024 yılları arasında yatırım harcaması yapacağı varsayılmıştır. Şirket'in yatırım harcamalarının büyük bir kısmı 2021 yılsonunda bitmesi planlanan İUFM Ziraat Kuleleri Projesi'nden kaynaklanacağı öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Risksiz getiri oranı %15 olarak kabul edilmiş olup rapor tarihi olan 9 Nisan 2021 itibarıyla de yurt içi piyasalarda görülen dalgalanmalar ve Türkiye 10 yıllık tahvil faizinde yaşanan yükseliş göz önünde bulundurulduğunda düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,0 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 0,90 olarak kabul edilmiş olup değerlendirilmede muhafazakar tarafta kalmak açısından yeni halka arzlarında çoğunlukla kullanılan 1 değerinin kullanılmasının daha makul olacağı kanaatindeyiz.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %19,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin borçlanma maliyeti %15,50 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in toplam borçlarının, toplam varlıklarına oranı olarak %20 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %18,7 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, 8.955.313.915 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Şirket Değeri	Ağırlık	Sonuç
Net Aktif Değer	7.133.109.911	40%	2.853.243.964
İNA	8.955.313.915	40%	3.582.125.566
Piyasa Çarpanı	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: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken NAD'a %40, İNA'ya %40 ve çarpan analizinden piyasa değerine %20 ağırlık verilmiş olup %25 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 1,60 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %25'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Ziraat GYO'nun fiyat tespitinde Net Aktif Değer ve 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. Ziraat GYO özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Yatırım Finansman tarafından Ziraat GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönemsellik etkisi rakamlarda oynaklığa yol açtığından yurt içinde benzer faaliyet gösteren şirketlerin Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı kullanılmıştır. Benzer şirketler için ise Şirketin en değerli taşınmazı olan Ziraat Kuleleri'nin yer aldığı IUFM Projesi'nde yüksek paya sahip olan Vakıf GYO ve Halk GYO çarpanları ile birlikte, Vakıf GYO ve Halk GYO hariç sektör ortalama çarpanı baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2031 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- AOSM hesaplanırken, risksiz getiri oranı %15 olarak kabul edilmiş olup rapor tarihi olan 9 Nisan 2021 de yurt içi piyasalarda görülen dalgalanmalar ve Türkiye 10 yıllık tahvil faizinde yaşanan yükseliş göz önünde bulundurulduğunda düşük kaldığı kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken NAD'a %40, İNA'ya %40 ve çarpan analizinden piyasa değerine %20 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %25'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Ziraat GYO'nun halka arz fiyatının tespit edilmesinde %25 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 1,60 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.