

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

Kızılıbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Kızılıbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	
Borsa Kodu	KZBGY
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Kurumsal Yatırımcılar : %40
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	4-5-6 Ağustos 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	240.000.000 TL
Sermaye Artırımı	
Ortak Satışı	60.000.000 TL
Ek Satış	12.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	240.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%
Talep Toplama Fiyatı	15,80 TL
Halka Arz Büyüklüğü	948.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	1.137.600.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.792.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.792.000.000 TL
Halka Arz Teşvikleri	- Şirket paylarını 180 gün boyunca hesaplarında tutan yatırımcılara %15 bedelsiz ek hisse, - Şirket paylarını alan yatırımcılara Sinpaş GYO & Kızılıbük GYO projelerinde konut ve devre mülk alımlarında geçerli olmak üzere %20 indirim çeki, - Şirket paylarını 90 gün boyunca hesaplarında tutan yatırımcılara ise Sinpaş Kızılıbük Wellness Thermal Resort Otel konaklamalarında geçerli olmak üzere %40 indirim çeki verilecektir.

Özet Bilgi

- Şirket, Sinpaş GYO'nun kısmi bölünmesi suretiyle kurulmuştur. Bu bölünme ile "Marmaris Kızılbük Thermal Wellness Resort" isimli Kızılbük Projesi'nin geliştirildiği Muğla İli, Marmaris İlçesi, İçmeler Mahallesi'nde bulunan 1598 ve 2518 numaralı parseller, ilgili diğer varlık ve yükümlülüklerle birlikte Sinpaş GYO tarafından Kızılbük GYO'ya devredilmiştir. Kısmi bölünme suretiyle devredilen varlık ve yükümlülüklerin net kayıtlı değeri 230.498.169 TL olup, Sinpaş GYO ayrıca Kızılbük GYO'ya 9.501.830,68 TL tutarında da nakit sermaye koymuş ve böylece Kızılbük GYO 240.000.000 TL sermayeli olarak kurulmuştur.
- Bahse konu bölünme işlemine ve Şirket'in 1.200.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 240.000.000 TL başlangıç sermayeli, Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanlı bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak kurulmasına, Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 25.02.2021 tarihli ve 11/312 sayılı kararıyla onay verilmiştir. Bölünme işlemi Sinpaş GYO'nun 22.03.2021 tarihli genel kurul toplantısında onaylanmış, kısmi bölünme işlemi ve Kızılbük GYO'nun kuruluşu 30.03.2021 tarihinde ticaret siciline tescil edilmiştir.

Kızılbük Projesi

- Kızılbük Projesi 2 yıllık bir araştırma ve geliştirme çalışmasına bağlı olarak, güncel müşteri ihtiyaçlarının tanımlanması ve bu tanımlamaya uygun olarak ürün geliştirme sürecinin sonunda doğmuştur.
- Markalı gayrimenkul projeleri içinde var olan tüm ürün tiplerinden farklı bir ürün olarak Kızılbük Projesi, tüketicinin yılın on iki ayı iklime uygun tatil ihtiyacını giderebileceği ve devre mülkler sayesinde tüketici tarafından kolay ulaşılabilir nitelikte bir projedir.
- Proje içeriğinde bulundurduğu birbirinden farklı çeşitli donatılarla; ayrı ayrı kullanım amaçlarına sahip plaj ve koylar, Termal SPA, açık ve kapalı Aqua Park, macera parkı, Shop & Joy çarşı alanı, su sporları tesisi, yürüyüş yolları gibi birçok donatıyla sektörde yer alan birçok projeden ayrılmaktadır.
- Resort otel, bulunduğu doğa ve içinde yer alan kapsamlı Termal SPA ile hem sağlık turizminin hem de sahip olduğu konferans ve toplantı odalarıyla kurumsal firma ve fuarların önemli bir durağı olarak değerlendirilebilecektir. Proje sadece yerli tüketici nezdinde değil bulunduğu lokasyonun sunduğu önemli avantajla Türkiye çevresinde bulunan birçok ülkenin (Körfez Ülkeleri, Türki Cumhuriyetler, Balkanlar, Rusya ve Kuzey Afrika'da yer alan ülkeler) vatandaşına sağlık turizmi kapsamında hizmet verebilecektir.
- Proje yukarıda sayılan özellikleri ile sağlık turizmi ve konferans turizmi alanında hizmet talep eden tüm tüketici gruplarına da hizmet verebilecek niteliktedir.
- Kızılbük Proje'sine ait büyüklüğü gösterir rakamsal veriler, 1. Etap ve 2. Etap rakamları için 16.04.2021 tarihli ruhsat baz alınarak, 3. Etap ve 4. Etap rakamları ise, Şirket'in fizibilitesi baz alınarak aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Etap	Kullanım Amacı	Blok (Adet)	Bağımsız B. Adet	Satılabilir Alan	Emsal Alan	Toplam İnşaat Alanı
1	Devre mülk	1	555	57.409 m ²	86.570 m ²	117.513 m ²
	Otel	1	205	34.253 m ²		
	AVM	1		9.870 m ²		
2	Devre mülk	15	852	59.666 m ²	52.711 m ²	84.627 m ²
3	On The Hill Villa	80	80	24.768 m ²	15.652 m ²	32.017 m ²
4	Secret Valley Villa	18	180	34.299 m ²	22.891 m ²	42.913 m ²
	TOPLAM			220.265 m²	177.824 m²	277.070 m²

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Projenin İlerleme Durumu

- **1. Etap inşaatın durumu, ruhsatlar, satış ve tahsilat**

1. Etaptaki 555 adet bağımsız bölüme isabet eden 26.640 adet Devre mülk, yaklaşık %18,5'i için Devre mülk satışı gerçekleşmiş ve Şirket tarafından 76.822.514 TL avans ödemesi tahsil edilmiştir.

Proje'nin 1. Etabında yer alan 555 adet ünite (26.640 Devre mülk), 205 odalı otel, Termal SPA ve 9.870 m2 büyüklüğündeki AVM alanının 16.04.2021 tarihinde yapı ruhsatları alınmıştır.

Proje'nin ilk etabında yer alan 26.640 adet Devre mülk yaklaşık %18,5'inin satış gerçekleşmiş ve bu satış işleminin karşılığında 402.995.609 TL (KDV Hariç) satış cirosu elde edilmiştir. Proje'nin ilk etabında yer alan Devre mülkler, otel, Termal SPA, AVM ve donatı alanlarının Haziran 2023 tarihinde faaliyete geçmesi planlanmaktadır.

- **2. Etap inşaatın durumu, ruhsatlar, satış ve tahsilat**

Proje'nin 2. Etabında yer alan 852 adet bağımsız bölüm ve buna bağlı olarak 40.896 adet Devre mülk yapı ruhsatları 16.04.2021 tarihinde alınmış olup; ilgili Devre mülkler henüz satışa açılmamıştır. 2.etapta yer alan Devre mülklerin Ocak 2022 tarihinde satışa sunulması ve 2025 yılında sonlandırılması planlanmaktadır.

- **3. Etap inşaatın durumu, ruhsatlar, satış ve tahsilat**

3.Etap'ta (On the Hill) yapılması planlanan 80 villa tipi Devre mülk Ünitesi bulunmaktadır. Proje'nin 3. Etabı, müşteri kitlesinden gelen yoğun talebe karşılık vermek adına villa olarak tasarlanmış ve mimari projeleri hazırlanmıştır. İlgili etapta yer alan 80 adet villa ve buna bağlı olarak 3.840 adet Devre mülk yapı ruhsat süreci 27.05.2021 itibarıyla tamamlanmıştır. İlgili etabın Ocak 2024 tarihi itibarıyla satışa sunulması ve 2025 yılı içinde tamamlanması hedeflenmektedir.

- **4. Etap inşaatın durumu, ruhsatlar, satış ve tahsilat**

4.Etap'ta (Secret Valley) yapılması planlanan 180 adet villa tipi Devre mülk Ünitesi bulunmaktadır. Proje'nin 4. Etabı, müşteri kitlesinden gelen yoğun talebe karşılık vermek adına 3. Etapta planlanan Villalara ek olarak Town House konseptinde tasarlanmış ve mimari projeleri hazırlanmıştır. İlgili etapta yer alan 180 adet az katlı konseptte tasarlanmış Town House ve buna bağlı olarak 8.640 adet Devre mülk yapı ruhsat süreci 27.05.2021 itibarıyla tamamlanmıştır. İlgili etabın Ocak 2025 tarihi itibarıyla satışa sunulması ve 2027 yılı içinde tamamlanması hedeflenmektedir.

- **Yapı kullanım ruhsatının alınması/ kat mülkiyetinin kurulması**

1. Etap, 2. Etap, 3. Etap ve 4. Etapların projelendirilmesi ve ruhsatlandırılması süreçleri İmar Kanunu uyarınca gerekli mimari, istatistiksel, mekanik ve elektrik planların temin edilerek ruhsatlandırılması akabinde başlatılmış ve yürütülmektedir. Şirket yönetimi inşaat işlerinin Ruhsat süreleri içerisinde ve yukarıdaki projeksiyonlara uygun olarak tamamlanmasını beklemektedir.

Yapı ruhsatları kapsamında yürütülen inşaat işlerinin tamamlanması üzerine, yapıların ruhsatlara ve imar Kanunu ve projelendirilen kullanım amaçlarına uygun olarak inşa edildiğini tasdik eden yapı kullanma izinleri temin edilecek ve kat mülkiyetleri tesis edilecektir.

Halka Arz Teşvikleri

- Şirket paylarını 180 gün boyunca hesaplarında tutan yatırımcılara %15 bedelsiz ek hisse,
 - Şirket paylarını alan yatırımcılara Sinpaş GYO & Kızılıbük GYO projelerinde konut ve devre mülk alımlarında geçerli olmak üzere %20 indirim çeki,
 - Şirket paylarını 90 gün boyunca hesaplarında tutan yatırımcılara ise Sinpaş Kızılıbük Wellness Thermal Resort Otel konaklamalarında geçerli olmak üzere %40 indirim çeki,
- verilecektir.

Ortaklık Yapısı

Kızılıbük GYO Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Sinpaş GYO	A	1.000.000	0,42%	1.000.000	0,42%	1.000.000	0,42%
	B	239.000.000	99,58%	179.000.000	74,58%	167.000.000	69,58%
Halka Açık Kısım	B			60.000.000	25,00%	72.000.000	30,00%
Toplam		240.000.000	100,0%	240.000.000	100,0%	240.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Kızılıbük GYO Bilanço (TL)		
VARLIKLAR	30.Mar.21	31.Mar.21
Dönen Varlıklar	66.142.263	66.661.788
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.501.831	9.501.831
Diğer Alacaklar	56.597.224	56.597.224
İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	56.597.224	56.597.224
Peşin Ödenmiş Giderler	43.208	43.208
İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	43.208	43.208
Diğer Dönen Varlıklar		519.525
Duran Varlıklar	2.099.107.535	2.101.973.553
Stoklar	25.799.282	28.665.300
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.073.308.253	2.073.308.253
Toplam Varlıklar	2.165.249.798	2.168.635.341
KAYNAKLAR	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	76.822.514	3.223.298
Ticari Borçlar	76.822.514	3.015.898
İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar		3.015.898
İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	76.822.514	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		207.400
Uzun Vadeli Yükümlülükler		77.006.052
Diğer Borçlar		183.538
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar		183.538
İlişkili Taraplara Diğer Borçlar		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		
İlişkili Taraplara Ertelenmiş Gelirler		76.822.514
Özkaynaklar	2.088.427.284	2.088.405.991
Ödenmiş Sermaye	240.000.000	240.000.000
Ortak Kontrol Altındaki İşletmeler Arasındaki İşlemlerin Etkileri		1.857.496.784
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	1.857.496.784	-9.069.500
Net Dönem Karı / (Zararı)	-9.069.500	-21.293
Toplam Kaynaklar	2.165.249.798	2.168.635.341

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kızılıbük GYO Gelir Tablosu	
TL	31.03.2021
Hasılat	
Satışların Maliyeti (-)	
Brüt Kar	
Genel Yönetim Giderleri (-)	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-21.293
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	
Faaliyet Karı	-21.293
Amortisman	
FAVÖK1	-21.293
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	
Esas Faaliyet Karı	-21.293
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	-21.293
Finansman Gelirler	
Finansman Giderleri (-)	
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	-21.293
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri</i>	
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	-21.293
Net Dönem Karı	-21.293

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Halk Yatırım, Kızılıbük GYO'nun halka arz fiyatının tespitinde Net Aktif Değer (NAD) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak da tanımlanabilir.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Halk Yatırım tarafından Kızılıbük'ün halka arz fiyatının belirlenmesinde Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa değeri bulunabilmesi için piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemi, değerlendirme analizi yapılan şirket ile benzer faaliyet alanına sahip olan şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Çarpan analizinde Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)

ve Piyasa Değeri / Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları, GYO değerlendirilmesinde en çok kullanılan çarpanlar olup tarafımızca makuldür.

- Piyasa çarpanları analizinde BİST'te işlem görmekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları incelenmiş, Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EKGYO) sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı ve yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştirilmesi nedenleriyle nihai değerlemeye dahil edilmemiş olup, kalan 33 GYO'nun tamamı değerlemeye dahil edilmiştir.
- 30.03.2021 - 31.03.2021 tarihleri arasında hesaplanan döneme ait PD / DD çarpan analizinde kullanılan özkaynaklar değeri ile PD /NAD çarpan analizinde kullanılan net aktif değer aşağıda yer almaktadır.

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler	
30.03.2021-31.03.2021 Dönemi	TL
Özkaynaklar	2.088.405.991
Net Aktif Değer	5.516.432.438

PD / DD Çarpan Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.
- Yurt içi benzer şirketler olarak BİST şirketlerine bakıldığında Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu şirketler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.
- Bu doğrultuda, yurt içi çarpan analizinde, BİST'te işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (EKGYO hariç) 31.03.2021 verileri dikkate alınmıştır.
- Çarpan analizinin tamamında PD / DD çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.
- BİST'te işlem görmekte olan GYO'lara ilişkin PD/DD çarpan verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

BİST'te İşlem Görmekte Olan GYO'ların PD/DD Çarpan Değerleri		
Şirket Adı	Borsa Kodu	PD/DD
Atakule G.M.Y.O.	AGYO	1,15
Akfen G.M.Y.O.	AKFGY	1,80
Akmerkez G.M.Y.O.	AKMGY	5,92
Akiş G.M.Y.O.	AKSGY	0,43
Alarko G.M.Y.O.	ALGYO	0,75
Ata G.M.Y.O.	ATAGY	2,94
Avrasya G.M.Y.O.	AVGYO	1,21
Doğuş G.M.Y.O.	DGGYO	5,33
Deniz G.M.Y.O.	DZGYO	1,40
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	0,57
Halk G.M.Y.O.	HLGYO	0,97
İdealist G.M.Y.O.	IDGYO	3,29
İş G.M.Y.O.	ISGYO	0,45
Kiler G.M.Y.O.	KLGYO	0,93
Körfez G.M.Y.O.	KRGYO	2,80
Martı G.M.Y.O.	MRGYO	0,69

Mistral G.M.Y.O	MSGYO	2,31
Nurol G.M.Y.O.	NUGYO	11,91
Özderici G.M.Y.O.	OZGYO	0,98
Özak G.M.Y.O.	OZKGY	0,39
Panora G.M.Y.O.	PAGYO	0,58
Pera G.M.Y.O.	PEGYO	1,63
Peker G.M.Y.O.	PEKGY	2,90
Reysaş G.M.Y.O.	RYGYO	0,45
Sinpaş G.M.Y.O.	SNGYO	1,88
Servet G.M.Y.O.	SRVGY	11,13
Trend G.M.Y.O.	TDGYO	4,20
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	0,38
T.S.K.B. G.M.Y.O.	TSGYO	3,90
Vakıf G.M.Y.O.	VKGYO	1,06
Yeni Gimat G.M.Y.O	YGGYO	1,07
Yeşil G.M.Y.O.	YGYO	-1,15
Koray Gmyo	KGYO	2,90
Ziraat G.Y.O.	ZRGYO	1,50
Medyan		1,40

Benzer şirketlerin PD / DD çarpanı medyanı 1,40* olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Kızılıbük GYO'nun özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

PD/DD Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı (TL)

Özkaynaklar	2.088.405.991
Benzer Şirketler PD/DD Çarpan Medyanı (x)	1,40
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye	2.933.121.734

PD/NAD Çarpan Analizi

- PD/NAD çarpanı duran varlık ağırlıklı portföyü bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir.
- Bu doğrultuda, yurt içi çarpan analizinde, BİST'te işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (EKGYO hariç) 31.03.2021 verileri dikkate alınmıştır.
- Çarpan analizinin tamamında PD/NAD çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.
- BİST'te işlem görmekte olan GYO'lara ilişkin PD/NAD çarpan verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

BİST'te İşlem Görmekte Olan GYO'ların PD/NAD Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Borsa Kodu	PD/DD
Atakule G.M.Y.O.	AGYO	1,09
Akfen G.M.Y.O.	AKFGY	1,75
Akmerkez G.M.Y.O.	AKMGY	0,87
Akiş G.M.Y.O.	AKSGY	0,43
Alarko G.M.Y.O.	ALGYO	0,75
Ata G.M.Y.O.	ATAGY	1,13

Avrasya G.M.Y.O.	AVGYO	1,21
Doğuş G.M.Y.O.	DGGYO	4,89
Deniz G.M.Y.O.	DZGYO	0,82
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	0,36
Halk G.M.Y.O.	HLGYO	0,94
İdealist G.M.Y.O.	IDGYO	3,17
İş G.M.Y.O.	ISGYO	0,44
Kiler G.M.Y.O.	KLGYO	0,60
Körfez G.M.Y.O.	KRGYO	2,04
Martı G.M.Y.O.	MRGYO	0,62
Mistral G.M.Y.O.	MSGYO	2,23
Nurol G.M.Y.O.	NUGYO	8,01
Özderici G.M.Y.O.	OZGYO	0,90
Özak G.M.Y.O.	OZKGY	0,39
Panora G.M.Y.O.	PAGYO	0,57
Pera G.M.Y.O.	PEGYO	1,59
Peker G.M.Y.O.	PEKGY	2,76
Reysaş G.M.Y.O.	RYGYO	0,44
Sinpaş G.M.Y.O.	SNGYO	1,15
Servet G.M.Y.O.	SRVGY	5,96
Trend G.M.Y.O.	TDGYO	1,51
Torunlar G.M.Y.O.	TRGYO	0,36
T.S.K.B. G.M.Y.O.	TSGYO	8,87
Vakıf G.M.Y.O.	VKGYO	0,60
Yeni Gimat G.M.Y.O.	YGGYO	1,05
Yeşil G.M.Y.O.	YGYO	0,19
Koray Gmyo	KGYO	2,67
Ziraat G.Y.O.	ZRGYO	1,48
Medyan		1,09

Benzer şirketlerin PD/NAD çarpanı medyanı 1,19x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Kızılıbük GYO'nun özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

PD/NAD Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

Net Aktif Değeri	5.516.432.438
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı Medyanı (x)	1,09
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye	5.992.572.724

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. Net aktif değer hesaplamasında Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Lotus")'nin 27.05.2021 tarihli ve 2021/580 sayılı raporu ile Şirket'in 2021/3 solo UFRS mali tabloları dikkate alınmıştır.
- Kızılbük GYO'nun net aktif değer hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Kızılbük GYO NAD Sonuçları	(Bin TL)
Dönen Varlıklar	66.662
Hazır Değerler ve Menkul Kıymetler	9.502
Sinpaş GYO'dan Alacaklar	56.597
Diğer Alacaklar ve Dönen Varlıklar	563
Duran Varlıklar	5.530.000
Gayrimenkul Portföy Değeri	5.530.000
Diğer Duran Varlıklar	-
Toplam Aktifler	5.596.662
Kısa Vadeli Borçlar	3.223
Ticari Borçlar	3.016
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	207
Uzun Vadeli Borçlar	77.006
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	76.823
Diğer	184
Net Aktif Değer Sonucu	5.516.432

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Değer
NAD	50%	5.516.432.438
Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı Yöntemi	25%	2.933.121.734
Benzer Şirketler PD/ NAD Yöntemi	25%	5.992.572.724
Ağırlıklandırılmış Değer	100%	4.989.639.834
Ödenmiş Sermaye		240.000.000
Pay Başı Değer (TL)		20,79
Halka Arz İskontosu		24,00%
Halka Arz Fiyatı (TL)		15,80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken NAD ve Çarpan Analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %24 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 20,79 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %24'lük 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.
- Halk Yatırım, Kızılbük GYO'nun halka arz fiyatının tespitinde maliyet yaklaşımında Net Aktif Değer (NAD) ve Pazar yaklaşımında Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir. Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak da tanımlanabilir. Kızılbük GYO özelinde yönetimin beklentilerini, projenin ihtiyaç duyacağı fon miktarını, yıllara sari üreteceği nakit miktarını yansıtmaya açısından İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Bu bağlamda İNA'nın kullanılmamış olmasını değerlendirme üzerinde bir eksiklik olarak addediyoruz.
- Halk Yatırım tarafından Kızılbük'ün halka arz fiyatının belirlenmesinde Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa değeri bulunabilmesi için piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yöntemi, değerlendirme analizi yapılan şirket ile benzer faaliyet alanına sahip olan şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Çarpan analizinde Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) ve Piyasa Değeri / Net Aktif Değer (PD/NAD) çarpanları, GYO değerlendirilmesinde en çok kullanılan çarpanlar olup tarafımızca makuldür.
- Net aktif değer, firmanın aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilmekle birlikte Kızılbük GYO'nun değerlemesinde kullanılmasını makul buluyoruz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve NAD'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Sonuç olarak Kızılbük GYO'nun halka arz fiyatının tespit edilmesinde referans alınan ekspertiz raporlarındaki projenin değerini hesaplamaya yönelik varsayımların gerçekleşebilir olması şartıyla %24 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 15,80 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.