

## Ziraat GYO Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

### 1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ZRGYO", "Ziraat GYO" veya "Şirket") için Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. ("Yatırım Finansman") tarafından hazırlanarak 23.04.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Ziraat GYO'nun halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

### 2- Halka Arz Bilgileri

<b>Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)</b>	- Ödenmiş Sermaye : <b>3.520.215.000 TL</b> - Halka Arz Şekli : <b>Sermaye Artırımı</b> - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : <b>1.173.405.000 TL</b> - Halka Arz Miktarı - Toplam : <b>1.173.405.000 TL</b> - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : <b>25,00%</b>												
<b>Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü</b>	- Halka Arz Fiyatı : <b>5,06 TL</b> - Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : <b>5,6 milyar TL</b> - Halka Arz Büyüklüğü : <b>1,9 Milyar TL</b> - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : <b>7,5 Milyar TL</b>												
<b>Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)</b>	<table><thead><tr><th>- Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr></thead><tbody><tr><td>- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>73%</td><td>: 856.585.650</td></tr><tr><td>- Ziraat Finans Grubu Çalışanları</td><td>7%</td><td>: 82.138.350</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>20%</td><td>: 234.681.000</td></tr></tbody></table>	- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	73%	: 856.585.650	- Ziraat Finans Grubu Çalışanları	7%	: 82.138.350	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	: 234.681.000
- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı											
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	73%	: 856.585.650											
- Ziraat Finans Grubu Çalışanları	7%	: 82.138.350											
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	: 234.681.000											
<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama												
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	- Oransal Dağıtım												
<b>Aracılık Yöntemi</b>	- En İyi Gayret Aracılığı												
<b>Konsorsiyum Lideri</b>	- Ziraat Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 38 üyeli konsorsiyum												
<b>Fiyat İstikrarı</b>	- Planlanmamaktadır.												
<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	- Şirket 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama, Ziraat Bankası da 1 yıl boyunca pay satışı yapmama taahhüdü vermiştir.												
<b>Geri Alım Taahhüdü</b>	- Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 33 gün süre ile şirket paylarını aralıksız ellerinde tutan yatırımcılar, bu payların tamamını Ziraat Bankası'na 1,63 TL fiyat üzerinden geri satma hakkına sahip olacaktır.												
<b>BİST İşlem Kodu</b>	- <b>ZRGYO</b>												
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	- <b>28 - 29 - 30 Nisan 2021</b>												

### 3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Şirket, 1 Kasım 2016 tarihinde T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ("Ziraat Bankası") tarafından kurulmuştur. Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 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. Şirket kendi kullanımı dışındaki tüm gayrimenkul portföyünü "yatırım amaçlı gayrimenkuller" ve "stoklar" altında takip etmektedir. Şirket'in 31.12.2020 itibarıyla konsolide verilere göre 4.681.482.102 TL seviyesindeki yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünün içinde; %36 payla 32 adet kira getirili gayrimenkul, %18 payla 3 arsa ve %46 payla 15 proje yer almaktadır. Ayrıca Şirket'in stoklarında izlediği işyeri ve konut niteliğinde bağımsız bölümlerden oluşan İstanbul'da iki ayrı sitede gayrimenkulü de bulunmaktadır.

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul (YAG) portföyünün içinde yer alan ve İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Projesi kapsamında sürdürdüğü Ziraat Kuleleri projesi YAG portföyü içinde %37,44 oranında bir pay almaktadır. Projenin 31.12.2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değeri 1.752.640.000 TL (KDV hariç) seviyesinde olup, 2021 yılı sonunda tamamlanması ve 2022 yılı içerisinde faaliyete geçmesi planlanmaktadır.

Şirket'in konsolide finansal tablolarına göre toplam değeri 1 milyar 677,7 milyon TL seviyesindeki kira getirili gayrimenkulleri ağırlıklı olarak ofis niteliğinde olup, bu kapsamdaki taşınmazlardan elde edilen kira gelirinin yaklaşık %84'ü Ziraat Finans Grubu şirketlerinin kiracı olduğu gayrimenkullerden edinilmektedir. Kira getirili gayrimenkuller kategorisi içinde YAG portföydeki payı %9,26 olan Ankara'daki Next Level AVM de yer almaktadır. Bu gayrimenkulü %3,25 ile halihazırda Ziraat Bankası'nın İstanbul'daki genel müdürlük ofislerinin kiracı olduğu Maslak Binası ve %2,81 oranındaki payı ile Şirket'in ilk yurtdışı yatırımı olan Frankfurt Binası takip etmektedir. Next Level Alışveriş Merkezi, 9 Temmuz 2020 tarihinde 421.715.000 TL değerle, Ziraat Bankası tarafından aynı sermaye olarak Ziraat GYO'ya devredilmiştir. Söz konusu AVM'nin kiralama dahil her türlü işlemlerinin yöntemi Şirket'in bağlı ortaklığı Ziraat İşletme Yönetimi tarafından gerçekleştirilmektedir.

Ziraat GYO'nun arsa portföyü içinde; ilk sırada YAG portföy payı %12,08 olan ve İzmir'de yer alan Bayraklı Arsaları yer almakta olup, bunu %6,14 oranındaki payı ile Levent arsası takip etmektedir

Şirketin satışlarının ana kategoriler itibarıyla detayı 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	%	31.12.2019	%	31.12.2020	%
Konut Satış Gelirleri	0	0,00	0	0,00	74.243.709	51,33
Yurtiçi Kira Gelirleri	32.303.745	69,55	41.773.511	94,90	55.505.189	38,38
Yurtdışı Kira Gelirleri	0	0,00	1.394.968	3,17	7.920.512	5,48
İşletme Yönetim Gelirleri	0	0,00	416.149	0,95	6.967.876	4,82
Mevduat Faiz Geliri	14.142.266	30,45	436.056	0,99	0	0,00
<b>Toplam</b>	<b>46.446.011</b>	<b>100</b>	<b>44.020.684</b>	<b>100</b>	<b>144.637.286</b>	<b>100</b>

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
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	0,00%	1.173.405.000	25,00%
<b>Toplam</b>	<b>A+B</b>	<b>3.520.215.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.693.620.000</b>	<b>100,00%</b>

**4- Finansal Tablolar**

<b>Bilanço (TL)</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>74.505.261</b>	<b>244.634.231</b>	<b>138.414.105</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.260.199	128.264.013	30.497.497
Ticari Alacaklar	56.068	0	2.356.900
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	56.068	0	2.356.900
Diğer Alacaklar	0	145.826	582.592
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	145.826	582.592
Stoklar	0	0	91.339.193
Peşin Ödenmiş Giderler	62.773.162	62.807.371	1.908.667
İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	72.245	72.523	0
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
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>1.840.644.950</b>	<b>2.368.775.007</b>	<b>5.297.489.248</b>
Diğer Alacaklar	0	0	2.232.263
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	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
İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	329.160.470	367.797.866	385.548.733
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	1.895.421	1.772.627
Diğer Duran Varlıklar	0	0	110.365.854
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.915.150.211</b>	<b>2.613.409.238</b>	<b>5.435.903.353</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>230.933.137</b>	<b>773.292.784</b>	<b>339.174.748</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	226.008.616	548.076.602	201.480.849
İlişkili Taraflara 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	0	20.363	69.579
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	50.905	15.993.874	61.413.779
Diğer Borçlar	0	0	13.684
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0	0	13.684
Ertelenmiş Gelirler	0	25.234.922	29.651.955
İlişkili Taraflara Ertelenmiş Gelirler	0	25.234.922	24.809.041
İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler	0	0	4.842.914
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	94.088	171.201
Kısa Vadeli Karşılıklar	24.973	7.631.843	10.233.590
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	24.973	50.159	99.702
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0	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	0	160.000.000	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.848.643	16.241.092	36.140.111
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>32.136</b>	<b>28.871.143</b>	<b>6.170.990</b>
Ertelenmiş Gelirler	0	28.810.401	6.097.995
İlişkili Taraflara Ertelenmiş Gelirler	0	28.810.401	6.097.995
Uzun Vadeli Karşılıklar	32.136	60.742	72.995
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	32.136	60.742	72.995
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.684.184.938</b>	<b>1.811.245.311</b>	<b>5.090.557.615</b>
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

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç (Kayıpları)	698.216	851.257	3.012
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	718.360	869.288	0
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-20.144	-18.031	3.012
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	0	-105.789	23.070.823
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	-105.789	23.070.823
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.815.868	4.403.076	5.585.646
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0	0	658.135.984
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	247.481.063	379.083.646	505.783.485
Net Dönem Karı veya Zararı	133.189.791	127.013.121	377.763.665
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>1.915.150.211</b>	<b>2.613.409.238</b>	<b>5.435.903.353</b>

<b>Kar veya Zarar Kısmı (TL)</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>
Hasılat	46.446.011	44.020.684	144.637.286
Satışların Maliyeti	-1.541.351	-2.332.608	-80.445.693
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>44.904.660</b>	<b>41.688.076</b>	<b>64.191.593</b>
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
<b>Esas Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>132.742.611</b>	<b>128.949.156</b>	<b>353.836.847</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	1.884.702
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarındaki Paylar	-37.221	0	310.120
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>132.705.390</b>	<b>128.949.156</b>	<b>356.031.669</b>
Finansman Gelirleri	572.079	167.052	25.121.551
Finansman Giderleri	-87.678	-3.892.814	-3.113.551
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>133.189.791</b>	<b>125.223.394</b>	<b>378.039.669</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri</b>	<b>0</b>	<b>1.789.727</b>	<b>-276.004</b>
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	0	-105.694	-153.210
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	0	1.895.421	-122.794
<b>Net Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>133.189.791</b>	<b>127.013.121</b>	<b>377.763.665</b>

##### 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz kapsamında sermaye artırımından 1.856.384.171,98 TL'lik net kaynak elde edilecektir.

Halka arz gelirinin %65'i aşağıda belirtilen ve halen devam etmekte olan projelerde kullanılacaktır.

- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Ziraat Kuleleri Projesi,
- Karaköy / İstanbul Projesi,
- Cağaloğlu / İstanbul Projesi,
- Erenköy / İstanbul Projesi,
- Alsancak / İzmir Projesi,
- Efes – Konak / İzmir Projesi,
- Yeni Mahalle / Ankara Projesi,
- Kahramanmaraş Projesi,
- Kadıköy – Osmanağa / İstanbul Projesi

Halka arz gelirinin %20'si Bayraklı / İzmir Arsası projesinin geliştirilmesi için kullanılacaktır.

Halka arz gelirinin %15'i ise halka arz tarihine kadar oluşacak kredi borçlarının tamamının kapatılması ve işletme sermayesinin güçlendirilmesi için kullanılacaktır.

## 6- Halka Arz Teşviki

Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 33 gün süre ile şirket paylarını aralıksız ellerinde tutan yatırımcılar, bu payların tamamını Ziraat Bankası'na 1,63 TL fiyat üzerinden geri satma hakkına sahip olacaktır.

## 7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 09.04.2021 tarihli fiyat tespit raporunda, Ziraat GYO'nun son üç yıl verileri kullanılmış olup, Net Aktif Değer, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanı yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

## Net Aktif Değer Analizi

GYO'ların değerlendirilmesinde kullanılan Net Aktif Değer (NAD), şirketlerin sahip oldukları gayrimenkullerin değerlerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklenip, yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. Ziraat GYO'nun değerlemesinde 2021 yılsonu tahmini NAD hesaplaması kullanılmıştır. NAD hesaplama tablosu aşağıda gösterilmiştir.

Net Aktif Değer Tablosu (TL)	Güncel (2020)	Hedef (2021T)
<b>Arsalar</b>	<b>867.005.000</b>	<b>966.710.575</b>
Bayraklı Arsası	565.355.000	630.370.825
Levent Arsası	287.600.000	320.674.000
Altunizade Arsası	14.050.000	15.665.750
<b>Kira Getirili Varlıklar</b>	<b>1.677.737.927</b>	<b>2.270.947.191</b>
Ankara Next Level AVM	433.660.000	509.852.662
Palladium AVM	0	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
<b>Projeler</b>	<b>2.136.739.175</b>	<b>4.963.270.580</b>
İstanbul Uluslararası Finans Merkezi	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
<b>Toplam Gayrimenkuller</b>	<b>4.681.482.102</b>	<b>8.200.928.346</b>
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
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>5.090.557.487</b>	<b>7.133.109.911</b>

## 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

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. Ziraat GYO'nun kira gelirlerinin %83,9'unun Grup Şirketlerinden elde ettiği de düşünüldüğünde, kiracı riskinin düşük olması şirket iskontosunu olumlu yönde etkileyen bir faktördür.



### İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi çalışmasında 2021 yılı için;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %18,70 olarak hesaplamasında risksiz getiri oranının %15,00, sektör risk priminin %5,00, beta 0,90 olarak ve özsermaye maliyeti %19,50 ve borçluluk oranı %20,00 olmak üzere borçlanma maliyeti %15,50 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2031 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirketin 2021 yılında 79 milyon TL olması öngörülen kira gelirleri yıllara göre artışla 2031 yılına kadar 1 milyar TL'ye yükseleceği,

-Şirketin 2021 yılında 206 milyon TL olması öngörülen satış gelirleri 2022 yılında 993 milyon TL, 2023 yılında 1,4 milyar TL ve 2024 yılında 1,1 milyar TL olması öngörülmekte olup sonraki yıllarda satış geliri olmayacağı,

-Şirketin 2021 yılında 92 milyon TL olması öngörülen FAVÖK'ünün 2022 yılında 777 milyon TL, 2023 yılında 1,35 milyar TL, 2024 yılında 1,44 milyar TL, 2025 yılında 608 milyon TL, akabinde ise yıllara göre kademeli artarak 2031 yılında 941 milyon TL olacağı,

- Yatırım harcamalarının 2021 yılında 1,35 milyar TL, 2022 yılında 298 milyon TL, 2023 yılında 656 milyon TL ve 2024 yılında 722 milyon TL olması öngörülmekte olup sonraki yıllarda yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmektedir.

- Bu doğrultuda İNA yöntemine göre şirket değeri 8.955.313.915 TL olarak hesaplanmış olup pay başına 2,54 TL değer bulunmuştur.

### Benzer Şirket Çarpanı Analizi

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarında gelir tablosu bazlı çarpanlar, dönemsellik etkisi rakamlarda oynaklığa yol açtığından Ziraat GYO için benzer şirket çarpanı değerlemesinde sadece PD/DD çarpanı baz alınmıştır. Benzer şirketler için ise Şirket'in 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 alınmıştır. Sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı için Emlak Konut GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini maliyetle muhasebeleştiiren GYO'lar dikkate alınmazken, Ziraat GYO gibi yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemini gerçeğe uygun değerle muhasebeleştiiren GYO'lar dahil edilmiştir. Rasyonet ve Şirket Denetim Raporlarından elde edilen 09.04.2021 kapanışlarına göre analize dahil edilen çarpan ve değerler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Milyon TL	Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
Torunlar GMYO	8.770	3.190	0,36
İş GMYO	4.131	1.802	0,44
Akiş GMYO	3.607	1.578	0,44
Özak GMYO	3.494	1.751	0,50
<b>Halk GMYO</b>	<b>2.926</b>	<b>3.220</b>	<b>1,10</b>
Yeni Gimat GMYO	2.203	2.032	0,92
Reysaş GMYO	2.108	1.134	0,54
Alarko GMYO	1.810	1.587	0,88
Servet GMYO	1.687	4.885	2,90
<b>Vakıf GMYO</b>	<b>1.444</b>	<b>1.389</b>	<b>0,96</b>
Kiler GMYO	1.215	1.290	1,06
Panora GMYO	933	606	0,65
Akfen GMYO	718	1.292	1,80
Sinpaş GMYO	712	3.641	5,11
Doğuş GMYO	623	3.835	6,16
Atakule GMYO	493	658	1,34
TSKB GMYO	465	2.635	5,67
Özderici GMYO	415	473	1,14
Martı GMYO	404	263	0,65

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Deniz GMYO	371	660	1,78
Nurol GMYO	330	4.960	15,03
Mistral GMYO	257	648	2,52
Avrasya GMYO	263	450	1,71
Körfez GMYO	120	396	3,30
Yapı Kredi Koray GMYO	84	292	3,49
Pera GMYO	74	244	3,28
Ata GMYO	35	109	3,11
Yeşil GMYO	-402	299	a.d.
<b>Sektör (Halk ve Vakıf GYO hariç)</b>	<b>34.920</b>	<b>40.710</b>	<b>1,17</b>

Halk ve Vakıf GYO'nun gerçeğe uygun değerle muhasebeleştirilen 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 değer 1,56 TL'dir.

TL	Özkaynaklar	Piyasa Değeri	PD/DD
Halk GYO	2.926.488.712	3.220.400.000	1,10
Vakıf GYO	1.444.475.244	1.389.200.000	0,96
Sektör (Halk ve Vakıf GYO hariç)	34.919.906.686	40.709.844.838	1,17
<b>Ziraat GYO</b>	<b>5.090.557.206</b>	<b>5.477.390.256</b>	<b>1,08</b>

### c) Sonuç

Ziraat GYO'nun pay başına değeri tespit edilirken 'Net Aktif Değer', 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Benzer Şirket Çarpanı' yöntemleri kullanılmıştır. Bu üç yöntemin aşağıdaki tabloda gösterilen oranlarda ağırlıklandırılarak hesaplanan hedef şirket değeri 7.530.847.582 TL olup, hedef pay başına değer 2,14 TL olarak bulunmuştur. Bulunan hedef pay başına değerine %25 halka arz iskontosu uygulanarak 1,60 TL 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 Çarpanı Yöntemi	5.477.390.256	20%	1.095.478.051
<b>Ziraat GYO Hedef Piyasa Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>7.530.847.582</b>
Halka Arz Öncesi Sermaye			3.520.215.000
<b>Pay Başına Hedef Değer</b>			<b>2,14</b>
İskonto Oranı			25%
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>			<b>5.648.135.686</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>1,60</b>

### 8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Ziraat GYO, fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak net aktif değer yöntemi, indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ve piyasa çarpanı yönteminin kullanılmasının uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Hesaplanan şirket değerine %25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 1,60 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.