

**ADRA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN  
VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE  
DEĞERLENDİRME RAPORU**

**(01.01.2024 – 30.09.2024 Dönemi)**

**Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi  
Uyarınca Hazırlanmıştır.**

## 1. RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/6/2023 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Tebliği'nin (VII-128.1) 29 uncu maddesinin beşinci fıkrasında; "(5) Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü yer almakta olup, anılan Tebliğ hükmü kapsamında Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Şirket) paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği hakkında değerlendirmeleri içeren işbu Rapor Yönetim Kurulu Üyeleri tarafından hazırlanmıştır.

## 2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 220.000.000TL'den 293.700.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle arttırılacak 73.700.000 TL nominal değerli 73.700.000 adet B grubu payın halka arzına ilişkin İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nca 07/09/2023 tarihinde onaylanmıştır. Şirket'in paylarının ilk halka arzında, 1,00 TL nominal değerli beher B grubu pay için satış fiyatı 22,66 TL olarak açıklanmış olup, payların halka arz yoluyla satışı "Sabit Fiyatla Talep Toplama" yöntemi ile 14 – 15 Eylül 2023 tarihleri arasında gerçekleşmiştir.

Halka Arz Özet Bilgileri	
1 TL nominal değerli beher B grubu payın satış fiyatı (TL)	22,66
Halka Arz Edilen Pay Adedi	73.700.000
<i>Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Edilen</i>	<i>73.700.000</i>
Şirket'in Elde Ettiği Brüt Halka Arz Geliri (TL)	1.670.042.000

## 3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

### ***Maliyet Yaklaşımı***

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardının 70.1. maddesi "Maliyet yaklaşımı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2 veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde uygulanamaz. Ancak, maliyet yaklaşımı işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 maddesinde tarif edilen Toplama Yöntemi ("Net Aktif Değer") ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan bir yatırım şirketi için en uygun değerlendirme yöntemi olarak belirlenmiştir.

### **Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)**

Toplama Yöntemi uygulanırken UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.9 maddesinde yer alan "değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi" temeli üzerine, Adra GYO'nun değerine ulaşabilmesi amacıyla

aktifinde yer alan “Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller” kaleminin yanı sıra “Stoklar” kaleminde yer alan varlıklarının da gerçeğe uygun makul değerleri, ilgili değerlendirme raporları kullanarak derlenmiştir.

### ***Pazar Yaklaşımı***

İşletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde bu varlıkların genelde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20.2 veya 20.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri sağlamaları nedeniyle, pazar yaklaşımı sıklıkla uygulanır.

İşletmeleri ve işletmedeki payları pazar yaklaşımıyla değerlerken, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı Pazar Yaklaşımı bölümünün 20. Ve 30. Bölümlerinde yer verilen hükümleri uygulanmıştır. Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Adra GYO paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket’in paylarının halka arz edileceği ve Şirket’in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

### ***Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi***

Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi’nde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerlendirme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasada oluşabilecek oynaklıklara bağlı analiz sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde şirketin faaliyet ve gelirlerinin yapısı önem kazanmaktadır. Ürün ve hizmet üretim faaliyetinde bulunan şirketlerin operasyonel faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önem kazanırken, gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi ana faaliyet alanları gayrimenkul geliştirmek olan şirketler için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede Şirket için en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değerinin, Borsada işlem gören şirket ile benzer faaliyet alanına sahip Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri ile benzer şirketlerinin güncel portföy değerini ve borçluluklarını da içeren Net Aktif Değer’lerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanının değerlendirme çalışmasına dahil edilmesi uygun görülmüştür.

### ***Gelir Yaklaşımı***

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

Adra GYO gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek diğer varlık ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı statüsünde faaliyet göstermektedir. Adra GYO’nun nakit akımları mevcut portföyünde satışını gerçekleştirdiği yatırımlarından oluşmaktadır. Bu doğrultuda,

Adra GYO'nun geleceğe dönük faaliyetlerine ve bu faaliyetlerinden elde edeceği nakit akımlarına ilişkin tutarlı projeksiyonların yapılmasının mümkün olmaması nedeniyle geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş, indirgenmiş nakit akımları analizi yapılmamıştır.

### Adra GYO Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesinde aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Net Aktif Değer Analizi
- Piyasa Çarpanları Analizi

#### A) Net Aktif Değer Analizi

Net aktif değer, şirketin aktiflerinin toplam değerinden, şirketin borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir.

#### Net Aktif Değer (NAD): Firmanın Aktiflerinin Piyasa Değeri - Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri - Diğer Yükümlülükler

Bu yöntem çerçevesinde Şirket'in gayrimenkullerinin piyasa değeri, bilançoda yer alan hazır değerler, alacaklar ile diğer dönen varlıklar ve duran varlıkları toplanmış ve kısa ve uzun vadeli yükümlülükler düşülerek net aktif değer hesaplanmıştır.

Şirket'in net aktif değerinin hesaplanmasında Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 30.06.2023 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporları, Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 30.06.2023 tarihli bağımsız denetim raporu esas alınmıştır.

Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkuller ve belirtilen gayrimenkul raporlarında bu varlıklar için atfedilen değerler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

#### Arazi ve Arsalar

Nitelik	Proje Adı	Lokasyon	Ada No	Parsel No	Pazar Değeri(TL)
Mandalinlik ve Zeytinlik	1 Adet Mandalinlik ve Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	-	1835	115.050.000
Zeytinlik	Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	361	1	
Zeytinlik	Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	356	1	450.071.000
Zeytinlik	Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	492	3	
Zeytinlik	Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	493	1	
Arsa	Arsa	Manisa - Şehzadeler	931	13	1.048.000.000
Arsa	Arsa	Manisa - Şehzadeler	933	8	
Arazi	Arazi	Manisa - Turgutlu	1.323	38	148.425.000
<b>Toplam Arazi ve Arsalar</b>					<b>1.761.546.000</b>

#### Tamamlanan Konut Projeleri

Nitelik	Proje Adı	Lokasyon	Ada No	Parsel No	Pazar Değeri(TL)
Toplu Konut	Altınoluk 800 Ada 1 Parsel 16 Bina 75 Bağımsız Bölüm	Balıkesir - Edremit	800	1	646.400.000
Toplu Konut	Altınoluk 799 Ada 1 Parsel 6 Bina	Balıkesir -	799	1	1.094.245.000

Toplu Konut	234 Bağımsız Bölüm	Edremit			
	Altınoluk 798 Ada 5 Parsel 6 Bina 44 Bağımsız Bölüm	Balıkesir - Edremit	798	5	115.790.000
Bina	Edremit Hamidiye 1 Bina 40 Bağımsız Bölüm	Balıkesir - Edremit	677	16	208.185.000
<b>Toplam Tamamlanan Projeler</b>					<b>2.064.620.000</b>

#### Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Nitelik	Proje Adı	Lokasyon	Ada No	Parsel No	Pazar Değeri(TL)
AVM	Torbalı Avm	İzmir - Torbalı	1.104	1	310.000.000
AVM	Balıkesir Avm	Balıkesir - Karesi	9.398	3	455.000.000
B Blok Bina	Altınoluk 801 Ada 2 Parsel 1 Bina 6 Adet Daire	Balıkesir - Edremit	801	2	75.500.000
Bina	Edremit Hamidiye 1 Bina 1 Bağımsız Bölüm - Dükân	Balıkesir - Edremit	677	16	50.000.000
<b>Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b>					<b>890.500.000</b>

<b>Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri</b>					<b>4.716.666.000</b>
--	--	--	--	--	----------------------

Kaynak: Gayrimenkul Değerleme Raporu

Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş'nin hazırlamış olduğu gayrimenkul değerlendirme raporlarına göre 30.06.2023 tarihi itibarıyla şirketin toplam Gayrimenkul Portföy Değeri **4.716.666.000 TL** olarak hesaplanmaktadır. Bu gayrimenkul portföy değeri doğrultusunda Şirket'in 30.06.2023 tarihli bilançosuna göre net aktif değeri **5.021.794.981 TL** olarak hesaplanmıştır. Hesaplamanın detayları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

<b>Net Aktif Değer (TL)</b>	<b>30.06.2023</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	252.867.765
Ticari Alacaklar	9.361.565
Diğer Alacaklar	138.009
Peşin Ödenmiş Giderler	8.683.228
Diğer Dönen Varlıklar	45.725.792
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>316.776.359</b>
<b>Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>4.716.666.000</b>
Diğer Duran Varlıklar	5.092.333
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>4.721.758.333</b>
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>5.038.534.692</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	89.213
Ticari Borçlar	6.980.370
Ertelenmiş Gelirler	9.038.389
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	309.546
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>16.417.518</b>
Uzun Vadeli Karşılıklar	322.193
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>322.193</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>16.739.711</b>
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>5.021.794.981</b>

## B) arpan Analizi Yöntemi

### Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı şirketleri incelenmiş ve bu şirketler arasından belirlenen şirketler yurtiçi benzer şirketler olarak seçilmiştir. İncelenen tüm şirketler aşağıda verilmektedir.

Şirket İsmi	Tanım
Akfen GYO	Şirketin ana faaliyet konusu, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak, gayrimenkul portföyü oluşturmak ve geliştirmektir. Şirket'in portföyünde Türkiye, Rusya KKTC'de yer alan 20 oteli, 1 adet tatil köyü, 1 adet ofisi, 2 adet yurt ve toplamda 124,072 m <sup>2</sup> arsası bulunmaktadır.
Akiş GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştigal etmektir. Portföyünün büyük bölümünü Akasya AVM ve Akbatı AVM oluşturmaktadır.
Akmerkez GYO	Sermaye Piyasası Kurulu'nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak ve Esas Sözleşmesinde yer alan faaliyet alanları. Şirket portföyünün tamamı Akmerkez AVM'den oluşmaktadır.
Alarko GYO	Şirket gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi konularda faaliyet göstermektedir. Portföyünün büyük bir kısmını Hillside Beach Otel ve Natamam Otel oluşturmaktadır. Ayrıca Maslak ve Büyükçekmece'de arsaları bulunmaktadır.
Asce GYO	Şirket SPK'nın 02.02.2023 tarih ve 05/139 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşerek ASCE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Unvanını almıştır. Şirket'in 31.12.2022'de sona eren dönem itibarıyla değerlendirilmesinde belirtilen gayrimenkul portföyünün %61,9'u arsa ve arazilerden, %22,5'i inşaat ruhsatı alınmış projelerden, %7,0'si satış amaçlı bağımsız bölümlerden ve %8,6'sı kira amaçlı bağımsız bölümlerden oluşmaktadır.
Ata GYO	Şirketin faaliyet konusu, SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek üzere, esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkullere dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktır. Şirket portföyünde Kayseri, Kırklareli ve Tekirdağ'da ticari binası ve Çanakkale'de arsa bulunmaktadır.
Atakule GYO	Şirket, SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmektedir. Şirket'in Ankara, İstanbul, Antalya ve Dilovası'nda konut, ticari nitelikli gayrimenkul, AVM ve arsaları bulunmaktadır.
Avrasya GYO	Şirketin faaliyet konusu, SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Şirket portföyünü ticari nitelikteki işyeri, benzin istasyonu, otoparklardan oluşturmaktadır. Ayrıca Metro Hotel Apartments projesi, Gürcistan'daki 108 adet rezidans, Arnavutköy'de yer alan 944 ve 261 parsel, Metrocity A ve C blok ve Alanya ve Ankara'da bulunan 2 adet konut portföyünde yer almaktadır.

Deniz GYO	Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK'nın belirleyeceği diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır. Şirket'in Bodrum'da ve Karaköy'de konut ve otelleri bulunmakta olup belirtilen konut ve oteller portföyünün en büyük kısmını oluşturmaktadır. Şirket portföyünün kalan kısmı ise Göksu AVM ve Bahçeşehir'de yer alan 27 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır.
Doğuş GYO	Şirketin faaliyet konusu gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından portföy oluşturmak, yönetmek, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak; portföy çeşitlenmesi ile yatırım riskini en aza indirmek; gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak; gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı araçlara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili gerekli önlemleri almak ve portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmaktır. Şirket'in portföyünün yaklaşık %57'lik kısmı ticari nitelikteki gayrimenkul ve ofislerden oluşmakta olup, Gebze Center AVM ve Gebze Center'da oteli bulunmaktadır.
Emlak Konut GYO	Şirketin amacı ve faaliyet konusu, büyük çoğunluğu konut olmak üzere ticari üniteler, eğitim birimlerini, sosyal donatıları, altyapı, yol ve her türlü çevre düzenlemesi ile birlikte gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesi, geliştirilen projelerin inşaat kontrolörlüğünün yapılması, yapılan bağımsız bölümlerin pazarlaması ve satışı ile iştiğal etmektedir. Şirket, SPK'nın GYO tebliğ ve düzenlemeleri gereği inşaat yapım işlerinin yüklenicisi olamayacağından, tüm inşaat işlerini ihale yolu ile yüklenicilere yaptırmaktadır. Portföyünün %46'sı gelir paylaşımlı projelerden, %29'u arsalardan, %15'i anahtar teslim projelerden ve %10'u binalardan oluşmaktadır.
Eyg GYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket 2014 yılında İstanbul, Türkiye'de kuruldu. Şirket'in portföyünün yaklaşık %60'lık kısmı konutlardan oluşmakta olup, portföyünde ticari gayrimenkul ve Beykoz'da yer alan 4 adet arsası bulunmaktadır.
Fuzul GYO	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket'in GYO dönüşümü kapsamında yaptığı Esas Sözleşme değişikliği Kurul onayını takiben 21.03.2023 tarihinde tescil edilmiş ve Fuzul GYO'ya dönüşmüştür. Fuzul GYO'nun 31.03.2023 itibarıyla portföyünün yaklaşık %15'lik kısmı arsa, yaklaşık %5'lik kısmı dükkân, yaklaşık %5'lik konutlardan ve yaklaşık %75'lik kısmı projelerden oluşmaktadır.
Halk GYO	Şirketin ana faaliyet konusu gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmektir. Şirket portföyündeki gayrimenkullerin yaklaşık %80'lik kısmı ofis ve ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır.
İdealist GYO	Şirketin ana faaliyet konusu gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştiğal etmektedir. Şirket portföyünde Cadde/Koru, Şile'deki Cadde Koru projesi ve İzmir Aliağa'da yer alan 1 adet arsa bulunmaktadır.
İş GYO	Şirketin faaliyet konusu, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştiğal etmektedir. Şirket'in gayrimenkul yatırımlarının değer bazında yaklaşık %59,6'sı ofis, %20,1'i perakende, %17,1'i proje ve geriye kalan %2,8'i arsa ve %0,4'ü stok şeklindedir.
Kiler GYO	Şirketin başlıca faaliyet konusu gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Portföyünün yaklaşık %53'lük kısmı İstanbul'daki konut ve ticari kullanımlı gayrimenkullerden oluşmaktadır.

Kızılıbük GYO	KIZILBÜK GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. 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 sermayeli halka açık anonim şirket olup merkezi İstanbul Türkiye'dir. Şirket'in Marmaris'te Otel - Devre mülk Projesi bulunmaktadır.
Koray GYO	Şirketin ana faaliyet konusu gayrimenkul portföyü oluşturmak ve bunu geliştirmek ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktır. Şirket'in İstanbul, İzmir ve Ankara'da konut, ofis ve arsa gayrimenkulleri bulunmaktadır.
Körfez GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Şirket'in Balıkesir'de 3976 adet devre mülkü ve 3 adet dükkânı, Kartal'da Horizon Projesi, Tuzla'da 1 adet arsası ve Kilyos'ta arsası bulunmaktadır.
Martı GYO	Şirketin faaliyet konusu, SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Portföyünün önemli bir kısmını Marmaris ve Kemer'deki otelleri oluşturmaktadır.
Mistral GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK'nın yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in Konak'ta 8554 ada 6 parsel ve gayrimenkülü ve 8623 ada 21 parsel ek olarak Mistral Towers'ta 117 adet bağımsız bölümü ve Çeşme'de arsası bulunmaktadır.
Nurol GYO	Şirketin temel amaç ve faaliyet konusu gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in portföyünde Oasis AVM, Karum AVM, Nurol Life, Nurol Park, Nurol Plaza, Nurol Rezidans ve Nurol Tower bulunmaktadır. Şirket portföyü Konut, ticari işyeri ve AVM gayrimenkullerinden oluşmaktadır.
Özak GYO	Şirketin faaliyet konusu, SPK gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Portföyünde ağırlıklı olarak Büyükyalı, Göktürk, Zeytinburnu ve Mahmutbey konut projeleri bulunmaktadır. Ek olarak Belek, Akyarlar, Demre ve Bayrampaşa'daki otelleri bulunmaktadır. Ayrıca portföyünün kalan kısmı işyeri ve ofislerden oluşmaktadır.
Özderici GYO	Şirketin faaliyet konusu SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Portföyünün neredeyse tamamını Maltepe ilçesi, Cevizli Mahallesi, 16197 ada 22 parsel üzerinde yer alan Nuvo Dragos Projesi kapsamında 410 adet taşınmaz oluşturmaktadır.
Panora GYO	Şirket, SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla faaliyet göstermek üzere kurulmuş olup, faaliyet esaslarını portföy yatırım politikalarını ve yönetim sınırlamalarını SPK'nın düzenlemeleri ve ilgili mevzuatlar çerçevesinde sürdürmektedir. Panora AVM, şirketin esas faaliyet konusunu oluşturan ve kira geliri elde etmek amacıyla portföyünde bulundurduğu gayrimenkuldür. Şirket portföyünde başka bir gayrimenkul bulunmamaktadır.



Pasifik GYO	Pasifik Yatırım Ortaklığı A.Ş. gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK 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 kurumun niteliğinde kayıtlı sermayeli halka açık anonim ortaklık olup merkezi Ankara, Türkiye'dir. Şirket'in portföyü Merkez Ankara, Next Level projesine ek olarak Göktürk ve Eyüpsultan'da bulunan arsalarından oluşmaktadır.
Peker GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; menkul ve gayrimenkul alım-satım, kiralama, kiraya verme, elde tutma, gayrimenkul projeleri geliştirme, bina, demirbaş, araç ve tesislerin kiralanması, satılması ve bu gibi işlerdir. Şirket'in Almanya, İstanbul ve Ankara'da konut ve arsaları bulunmaktadır.
Pera GYO	Şirketin faaliyet konusu SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in gayrimenkul portföyünün yaklaşık büyük bir kısmını Sümerpark AVM ve SKYCİTY ofis projesi oluştururken kalanını ise Kıbrıs Arsadan oluşmaktadır.
Reysaş GYO	Şirketin faaliyet konusu, SPK gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Şirket portföyünde ağırlıklı olarak Fabrika ve Depo yatırımları bulunmaktadır.
Şeker GYO	Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi 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. Merkezi Kağıthane, İstanbul Türkiye'dir. Şirket portföyünde ağırlıklı olarak ticari gayrimenkul ve ofis bulundurmakta olup, portföyünde arsa, konut ve AVM de mevcuttur.
Servet GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak gibi SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in portföyünün önemli bir kısmı ofis ve ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır.
Sinpaş GYO	Şirketin ana faaliyet konusu, ikamete yarar, satış amaçlı gayrimenkul projeleri geliştirmektir. Şirket portföyünde ağırlıklı olarak konut ve konut geliştirilecek arsalar bulunmaktadır.
T.S.K.B. GYO	Şirketin ana faaliyet konusu gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktır. Şirket portföyünde Pendorya AVM, Beyoğlu'ndaki işyerleri ve Adana'da yer alan oteli bulundurmaktadır.
Torunlar GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK'nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Portföyü ağırlıklı olarak Mall of İstanbul ve Torium gibi AVM'lerden oluşmaktadır.
Trend GYO	Şirketin ana faaliyet konusu; SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve esas olarak gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır. Şirket'in Eyüpsultan, Sultanbeyli ve Nilüfer'de konut ve arsaları bulunmaktadır.

Vakıf GYO	Şirketin temel amaç ve faaliyet konusu gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi SPK Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Portföyü İstanbul, İzmir, Ankara, Kocaeli ve Kütahya bulunan ağırlıklı olarak ofis ve ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır.
Yeni Gimat GYO	Şirketin ana faaliyeti, mülkiyetinde bulunan “Ankamall Alışveriş Merkezi” ve “CP Ankara” isimli otelden kira geliri elde etmektir.
Yeşil GYO	Şirket, SPK gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeleri ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara, sermaye piyasası araçlarına ve sermaye piyasalarına yatırım yapmaktadır. Şirket ayrıca belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilmekte ve SPK düzenlemelerinde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilmektedir. Şirket portföyünün neredeyse tamamı konut ve ticari nitelikli gayrimenkullerden oluşmaktadır.
Ziraat GYO	Ziraat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Türkiye'de gayrimenkul yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Portföyü ofis binası, otel ve konut yatırımlarından oluşmaktadır. Şirket 2016 yılında kurulmuştur ve merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunmaktadır. Portföyünde Uluslararası İstanbul Finans Merkezi ile Ziraat Bankası ve başka kuruluşlara kiralanmış gayrimenkuller bulunmakta olup portföyünün önemli bir kısmı kiralanmış ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır.

*Kaynak: Rasyonet, Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı şirketleri gayrimenkul değerlendirme raporları*

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının değerlendirilmesinde en sık kullanılan çarpanlar Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD /DD) ve Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanları olarak görülmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe genel kabul görmüş teamüllere göre Net Aktif Değer daha çok tercih edilen bir gösterge yöntemi olduğu için çarpan analizi yönteminde PD/NAD çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizinde BİST'te Değerleme Tarihi itibarıyla işlem görmekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları esas alınmıştır.

### **Piyasa Değeri Net Aktif Değeri - (PD/NAD)**

Yurtiçi benzer şirketlere bakıldığında BİST'te işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları dikkate alınmıştır. Bu şirketlerin 2022 yıl sonu itibarıyla KAP'ta yayınlamış oldukları gayrimenkul değerlendirme ve 2023 ikinci çeyrek faaliyet raporları incelenerek, her biri için gayrimenkul portföy değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan gayrimenkul portföy değerleri ile bu şirketlerin 30.06.2023 dönemi bilançoları kullanılarak net aktif değer hesaplaması yapılmıştır. Benzer şirket çarpan analizi için Borsa İstanbul'da işlem gören 40 adet GYO incelenmiş ve gayrimenkul portföy yapısı Şirket ile benzerlik gösteren 25 şirket çarpan hesaplamasına dahil edilmiştir. Gayrimenkul portföyünde ağırlıklı olarak otel, alışveriş merkezi, iş yeri, ofis veya ticari üniteler bulunan Akfen GYO, Akmerkez GYO, Avrasya GYO, Doğu GYO, Fuzul GYO, Kızılbük GYO, Martı GYO, Panora GYO, Pera GYO, Reysaş GYO, TSKB GYO ve Yeni Gimat GYO ortalama çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Ayrıca iş modelinin farklılık göstermesi ve yatırım amaçlı gayrimenkuller kaleminin maliyet yöntemiyle muhasebeleştirilmesi nedeniyle Emlak Konut GYO dahil edilmemiştir. Öte yandan, değerlendirme tarihinin 21.08.2023 olması; Fuzul GYO'nun henüz 28.07.2023 tarihinde ve Asce GYO'nun henüz 03.08.2023 tarihinde işlem görmeye başlaması dolayısıyla, şirket çarpan analizine dahil edilmemiştir. Benzer şekilde, Yeşil GYO ise mali durumu göz önünde bulundurularak ortalama sektör çarpanı hesaplamasına kapsamına dahil edilmemiştir.

Çarpan analizinde benzer şirket olarak seçilen şirketlerin PD/NAD çarpanı ortalaması 1,47x olarak hesaplanmış olup, benzer şirketlerin raporlama dönemlerindeki farklılıklar, döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar ve güncel piyasa koşulları göz önünde bulundurularak; UDS 31.12(d) bendinde belirtilen “borsadaki emsaller ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farklılıkların yansıtılabilmesi amacıyla değerlendirme ölçütleri için gerekli düzeltmelerin yapılması” prensibi çerçevesinde, hesaplanan PD/NAD çarpanı ortalaması olan 1,47x'e %26 oranında bir iskonto uygulanması uygun görülmüştür. İskonto sonrası PD/NAD çarpanı ortalaması **1,09x** olarak hesaplanmıştır.

Aşağıdaki tabloda işlem gören benzer şirketlerin 2022 yıl sonu itibarıyla hazırlanmış oldukları gayrimenkul değerlendirme raporları ve 30.06.2023 tarihli bilançolarına göre hesaplanan Net Aktif Değerleri ve 21.08.2023 kapanış değerleri ile hesaplanan PD/NAD çarpanları yer almaktadır.<sup>1</sup>

Şirket İsmi	Hisse Kodu	Piyasa Değeri ('000 TL)	NAD ('000 TL)	PD/NAD
Atakule GYO	AGYO	1.580	1.822	0,87x
Akiş GYO	AKSGY	7.261	11.930	0,61x
Alarko GYO	ALGYO	5.498	6.246	0,88x
Ata GYO	ATAGY	399	289	1,38x
Deniz GYO	DZGYO	1.644	1.763	0,93x
EYG GYO	EYGYO	2.247	1.470	1,53x
Halk GYO	HLGYO	8.133	11.554	0,70x
İdealist GYO	IDGYO	402	173	2,33x
İş GYO	ISGYO	17.967	20.309	0,88x
Koray GYO	KGYO	2.016	884	2,28x
Kiler GYO	KLGYO	4.464	11.508	0,39x
Körfez GYO	KRGYO	2.538	639	3,97x
Mistral GYO	MSGYO	1.455	2.774	0,52x
Nurol GYO	NUGYO	2.646	1.511	1,75x
Özderici GYO	OZGYO	1.338	2.337	0,57x
Özak GYO	OZKGY	14.487	18.954	0,76x
Peker GYO	PEKGY	12.774	1.865	6,85x
Pasifik GYO	PSGYO	8.373	15.673	0,53x
Şeker GYO	SEGYO	2.587	3.228	0,80x
Sinpaş GYO	SNGYO	4.770	15.302	0,31x
Servet GYO	SRVGY	15.579	7.966	1,96x
Trend GYO	TDGYO	621	214	2,91x
Torunlar GYO	TRGYO	26.080	34.811	0,75x
Vakıf GYO	VKGYO	6.200	5.855	1,06x
Ziraat GYO	ZRGYO	24.125	19.827	1,22x
<b>Ortalama PD/NAD</b>				<b>1,47x</b>
<b>İskonto Oranı</b>				<b>%26</b>
<b>İskonto Sonrası Ortalama PD/NAD</b>				<b>1,09x</b>

Kaynak: Rasyonet, Garanti Yatırım

Yurtiçi benzer şirket olarak seçilen Atakule GYO, Akiş GYO, Alarko GYO, Ata GYO, Deniz GYO, EYG GYO, Halk GYO, İdealist GYO, İş GYO, Koray GYO, Kiler GYO, Körfez GYO, Mistral GYO, Nurol GYO, Özderici GYO, Özak GYO, Peker GYO, Pasifik GYO, Şeker GYO, Sinpaş GYO, Servet GYO, Trend GYO, Torunlar GYO, Vakıf GYO ve Ziraat GYO'nun PD/NAD çarpanı ortalaması 1,47x olarak hesaplanırken, %26 çarpan iskontosu sonrası PD/NAD çarpanı 1,09x olarak hesaplanmıştır.

### Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan PD/NAD çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

<sup>1</sup> Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Ortaklığı A.Ş., ana faaliyet konusu doğal gaz dağıtımı olması dolayısıyla çalışmaya dahil edilmemiştir.

<b>Çarpan Analizi Sonucu Piyasa Değeri (TL)</b>	
Adra GYO NAD Değeri (TL)	5.021.794.981
PD/NAD Çarpanı	1,09x
<b>Çarpan Analizi Sonucu Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>5.472.763.594</b>

### 3.1. Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde Net Aktif Değer Analizi ve PD/NAD Çarpanı Analizi değerlemesine yer verilmiştir. PD/NAD çarpanı gayrimenkul yatırım ortaklıklarını değerlendirmede en yaygın olarak kullanılan değerlendirme çarpanlarından biri olduğu için; Şirket Değeri hesaplanırken Net Aktif Değer Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılması makul olarak değerlendirilerek eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Bu yöntemle hesaplanan Piyasa Değeri üzerinden hesaplanan halka arz iskontosu belirlenirken Şirket'in konut ağırlıklı portföy yapısı göz önünde bulundurulmuştur. Bilindiği üzere inşaat maliyetlerindeki artışlar ve artan nüfus dolayısıyla konut talebindeki artış konut fiyatları üzerinde baskı oluşturmakta ve talebin canlı kalmasını sağlayarak konut ağırlıklı portföyü olan Şirket'in likidite ve hasılat kapasitesini destekleyici etki yaratmaktadır. Şirket'in hasılat gelirlerinin ağırlıklı olarak konut satışlarından elde edilmesi, portföyünün ve gelecekte gerçekleştirmeyi planladığı projelerin büyük bölümünün konut olması dolayısıyla; hesaplanan Piyasa Değeri üzerinden %5 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır.

Bu bağlamda Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

	<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>Ağırlık</b>
Net Aktif Değer (TL)	5.021.794.981	50%
Yurtiçi Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı (TL)	5.472.763.594	50%
<b>Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri (TL) – NAD ve Çarpan Analizi Sonucu</b>	<b>5.247.279.288</b>	<b>100%</b>
<b>Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>5.247.279.288</b>	
Pay Adedi	220.000.000	
Pay Başına Fiyat (TL)	23,85	
Halka Arz İskontosu	5,00%	
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>4.984.915.323</b>	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>22,66</b>	

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 22,66 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 23,85 TL'ye göre %5 iskontoludur.

#### 4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

NAD Tablosu	Fiyat Tespit Raporu NAD	Son Durum İtibarıyla NAD	30.06.2023 - 30.09.2024 NAD Farkı
<b>TL</b>	<b>30.06.2023</b>	<b>30.06.2024</b>	<b>30.06.2024</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	252.867.765	1.041.680.613	788.812.848
Ticari Alacaklar	9.361.565	15.918.936	6.557.371
Diğer Alacaklar	138.009	620.800	482.791
Peşin Ödenmiş Giderler	8.683.228	8.423.402	-259.826
Diğer Dönen Varlıklar	45.725.792	29.144.929	-16.580.863
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>316.776.359</b>	<b>1.095.788.680</b>	<b>779.012.321</b>
<b>Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>4.716.666.000</b>	<b>7.253.287.949</b>	<b>2.536.621.949</b>
Diğer Duran Varlıklar	5.092.333	24.053.143	18.960.810
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>4.721.758.333</b>	<b>7.277.341.092</b>	<b>2.555.582.759</b>
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>5.038.534.692</b>	<b>8.373.129.772</b>	<b>3.334.595.080</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	89.213	0	-89.213
Ticari Borçlar	6.980.370	699.063	-6.281.307
Ertelenmiş Gelirler	9.038.389	18.603.429	9.565.040
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	309.546	2.888.367	2.578.821
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>16.417.518</b>	<b>22.190.859</b>	<b>5.773.341</b>
Uzun Vadeli Karşılıklar	322.193	673.310	351.117
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>322.193</b>	<b>673.310</b>	<b>351.117</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>16.739.711</b>	<b>22.864.169</b>	<b>6.124.458</b>
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>5.021.794.981</b>	<b>8.350.265.603</b>	<b>3.328.470.622</b>

Yukarıdaki tabloda detayları görüldüğü üzere Şirket'in 30.06.2023 tarihli finansal tablolara göre 5.021.794.981 TL olan net aktif değeri 30.09.2024 tarihli finansal tablolar itibarıyla 8.350.265.603 TL'ye ulaşarak 3.328.470.622 TL tutarında artış göstermiştir.

Bununla birlikte Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi ve Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer, kullanılmış ve buna göre göre bezer gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Piyasa Değeri / Net Aktif Değer(PD/NAD) çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntemde yine net aktif değer hesabına dayanmakta olup, Şirket'in 30.09.2023 tarihi itibarıyla gerçekleşen net aktif değerinin fiyat tespit raporuna esas alınan finansal tablolara göre hesaplanan net aktif değer ile kıyaslaması yukarıda yer almaktadır.

Saygılarımızla,

**Cem Okullu**  
**Yönetim Kurulu Başkanı**

**Cengiz Okullu**  
**Yönetim Kurulu Başkan**  
**Vekili**

**Bülent Bircan**  
**Yönetim Kurulu Üyesi**

**Işıl Dinçer**  
**Yönetim Kurulu Üyesi**  
**(Bağımsız)**

**Gül Sağır Aydın**  
**Yönetim Kurulu Üyesi**  
**(Bağımsız)**