

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 9 Mayıs 2022 tarihinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Şirket" veya "Şeker GYO") Şeker Proje Geliştirme ve Gayrimenkul Yatırım A.Ş. unvanı ile 19 Nisan 2017 tarihinde kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Aralık 2019 tarih ve 72/1600 sayılı iznini takiben 6 Ocak 2020 tarihinde Şeker GYO unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.

Şirket'in gayrimenkul portföyü Türkiye genelinde 20 ilde, 36 lokasyonda konumlu olan toplam 163 adet gayrimenkulden oluşmaktadır. Şirket portföyünün büyük kısmı ticari amaçlı ve Şekerbank'ın kiracısı olduğu gayrimenkuller oluşturmaktadır. Bu gayrimenkullere ek olarak İstanbul'un ticari akslarında konumlu olan ofisler, organize sanayi bölgelerinde konumlu fabrikalar ve farklı şehirlerde bulunan ticari gayrimenkuller de Şirket portföyünde yer almaktadır. Ayrıca 25 Aralık 2020 tarihinde tescil edilen Promesa ile kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemi sonucunda, Promesa'nın portföyünde yer alan, halihazırda Şirket merkezi ve Şekerbank Genel Müdürlük Binası'nın da bulunduğu ofis kompleksi olan Şeker Kule'nin Promesa'ya ait 74 adet ve 1 niteliğindeki bağımsız bölümleri de Şirket portföyüne dahil edilmiştir.

Şirket portföyündeki gayrimenkullerden 98'i Şekerbank ve iştiraklerine, 9'u diğer kişilere kiralanmıştır. Diğer gayrimenkuller ise şu anda boş durumdadır. Buna paralel olarak yıllık kira gelirinin %88'i Şekerbank ve iştiraklerinden elde edilmektedir. Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkullerin toplam kiralanabilir alanı 50.766 m2 olup, 31 Aralık 2021 tarihli finansal tablo dönemi itibarıyla doluluk oranı ortalaması yaklaşık %91 seviyesindedir. 7 Ocak 2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporları uyarınca, 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in gayrimenkullerinin toplam değeri yaklaşık 1.1 milyar TL'dir. Şeker Kule 665 milyon TL değerlendirme ile gayrimenkuller arasında en yüksek değerlemeye sahiptir. Şeker Kule'nin 31 Aralık 2021 tarihli değerlendirme raporuna göre pazar değeri 692 milyon TL'dir fakat Şeker GYO'nun kullandığı 11. kata ilişkin değer olan 26 milyon TL Şirket'in maddi duran varlıklarında izlenmektedir.

2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	1 – 2 Haziran 2022
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	203.388.821 TL nominal değerli paylar Borsada Satış - Eşit Dağıtım
Talep Toplama Yöntemi	“Sabit Fiyat ile Talep Toplama”
Halka Arz Fiyatı	1,10 TL
Öngörülen Piyasa Değeri (halka arz öncesi)	668.160.088 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	223.727.703 TL
Halka Arz Oranı	%25
Fon Kullanım Yeri	Döviz kredilerinin erken kapatılması (%60-%70) Şeker Şile Evleri villa projesi finansmanı (%20-%30) Halka arzdan elde edilecek fondan kullanılmayan kısım olursa, İzmir’deki gayrimenkulün deprem güçlendirme finansmanı için kullanılacak

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı		Halka Arz Sonrası Sermaye Payı	
	TL	%	TL	%
Şekerbank A.Ş.	610,166,462	100.0%	610,166,462	75.0%
Halka Açık	-	-	203,388,821	25.0%
Toplam	610,166,462	100.0%	813,555,283	100.0%

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2019	2020	2021
Hasılat	188	48	53
Satışların Maliyeti	-152	-32	-16
Brüt Kar	35	16	37
Genel Yönetim Giderleri	-10	-18	-20
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	55	2	1
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	0	-7	-1
Esas Faaliyet Karı	80	-7	17
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1	61	223
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0
Finansman Gelirleri	0	103	203
Finansman Giderleri	-1	-31	-316
Vergi Gideri	-28	0	-1
Dönem Karı	52	126	125

Bilanço (milyon TL)	2019	2020	2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	189	74	297
Finansal Yatırımlar	0	110	131
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	339	898	1,106
Toplam Aktifler	553	1,110	1,603
KV Borçlanmalar	1	0	180
UV Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	94	140
UV Borçlanmalar	1	327	469
Özkaynaklar	550	683	807
Toplam Finansal Borç	2	421	789
Net Finansal Borç	-187	236	361

4.1. Gelirler

Şirket'in gelirleri kira gelirleri ve gayrimenkul satış gelirlerinden oluşmaktadır. 2021 yılında toplam gelirleri yıllık %10.6 artarak 53 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021'deki yıllık artışta boş duran gayrimenkullerin kiralama gelirlerinin yapılarak doluluk oranlarının artırılması etkili olmuştur. 2021'de kira gelirleri 39.5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu kira gelirlerinin %92'lik kısmı ilişkili taraflardan elde edilmiştir. 2021'de gayrimenkul satış gelirleri 13.4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Brüt kar 2021'de yıllık %132 artarak 36.9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı yılda esas faaliyet karı ise 16.6 milyon TL seviyesine iyileşmiştir (2020: 7 milyon TL zarar).

4.2. Giderler

4.2.1. Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır ve personel ücretleri, danışmanlık giderleri, kira giderleri, gayrimenkullere ait giderler, araç giderleri, amortisman vb. giderlerden oluşmaktadır. 2021'de genel yönetim giderleri yıllık %13.6 artış göstermiştir ve 20 milyon TL seviyesindedir. Şirket GYO dönüşüm gereklilikleri nedeniyle 2019 ve 2020'de yüksek genel yönetim giderleri artışları ile faaliyet göstermiştir fakat yapılanmanın tamamlanması ve faaliyetlerin belli bir yapıya kavuşması sayesinde 2021'de artış oranı enflasyonun oldukça altında gelişmiştir.

4.3. Esas Faaliyet Karı

Şirket 2021 yılında 16.6 milyon TL esas faaliyet karı elde etmiştir (2020: 6.7 milyon TL esas faaliyet zararı). 2021'de kur farkı giderlerinin esas faaliyet içinde değil kar/zarar tablosunda ayrı bir kalem olarak gösterilmeye başlanması bu gelişimde en temel etkidir.

4.4. Faiz Giderleri

Şirket'in 31 Aralık 2021 itibarı ile 789 milyon TL toplam finansal borcu bulunmaktadır. Net borç ise 361 milyon TL seviyesindedir. Şirket 2021 yılında döviz kurlarında oynaklığa karşı döviz pozisyonu tutması ve türev işlemler sonucunda 203 milyon TL'lik finansman gelirine ulaşmıştır (2020: 108 milyon TL). Bu tutarın 157 milyon TL'si kur farkı gelirlerinden, yaklaşık 37 milyon TL'si türev işlemlerden, 9 milyon TL'lik kısmı ise faiz gelirinden oluşmuştur. Finansman giderleri içindeki en büyük kısım ise döviz kredilerinden kaynaklanan kur farkı giderleridir. 2021'de döviz kurlarındaki artış nedeniyle yaklaşık 287 milyon TL kur farkı gideri elde ederken, kredilerin faiz gideri 29 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2021 sonu itibarı ile net finansal borcu 361 milyon TL seviyesindedir (2020: 236 milyon TL).

4.5. Net Kar

Şirket'in net karı 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 52 milyon TL, 126 milyon TL ve 125 milyon TL'dir. 2021 yılında yüksek kur farkı giderlerine karşın kur farkı gelirleri ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışları karlılığın yıllık bazda yataya yakın gelişmesini sağlamıştır. Şirket 2021'de yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışları kaynaklı yaklaşık 220 milyon TL gelir elde etmiştir.

5. Riskler

- **Önümüzdeki dönemde kredi faizlerinde artış olması halinde konut sektörü olumsuz etkilenecektir:** Güncel olarak konut kredisi faiz oranları enflasyonun oldukça altında seyretmektedir ve reel faizler yüksek seviyede negatiftir. Bu durum konut fiyatlarını desteklemektedir. Faiz oranlarında artış olması durumunda konuta olan talep azalacak ve konut fiyatları baskı altında kalacaktır.
- **Şirket'in kira gelirlerinin ağırlıklı Şekerbank ve iştiraklerinden oluşması:** Şirket'in kira geliri dağılımı sınırlı çeşitlendirilmiştir ve ağırlıklı Şekerbank ve iştiraklerinin operasyonel performansına bağlıdır.
- **Pandemi sonrası değişen çalışma trendlerinin (evden çalışma vs) devam etmesi ticari gayrimenkullere olan talebi olumsuz etkilemeye devam edebilir ve doluluk oranlarında beklenen iyileşmeler gerçekleşmeyebilir.**

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şeker GYO paylarının halka arz fiyatını belirlerken “İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)”, “Net Aktif Değer (NAD)” ve “Yurtiçi Benzer Şirketler (PD/DD çarpanı)” yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler %33.3’er olarak eşit ağırlıklandırılmıştır.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket’in 2031’e kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerlerler bugüne indirgenmiştir. Devam eden değer bulunması için ise sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Devam eder değer hesabında sabit büyüme oranı %3 kullanılmıştır. Bu oranda yapılan hesaplama sonrasında elde edilen değer 2031 yılındaki indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. İNA analizi sonucunda Şirket Değeri, 2022-2031 projeksiyon dönemine ilişkin değer ve sabit büyüme ile hesaplanan projeksiyon dönemi sonrası devam eder değer toplamından oluşmaktadır.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Gelir varsayımları: Şeker Kule için Covid-19’un etkisini kaybetmesi ve tam zamanlı ofis çalışmalarına dönülmesiyle birlikte güncel olarak %91 olan doluluk oranının 2028 ve sonrasında %92 olması varsayılmıştır. Metrocity AVM için güncel %89 olan doluluk oranının da 2024’te %92’ye, 2026’da ise %95’e iyileşmesi beklenmektedir. Şekerbank şubeleri olarak kullanılan gayrimenkullerin de sözleşme dönemleri sona erdiğinde yenilenmesi varsayılmıştır.
- Borç / Varlık oranı projeksiyon döneminde %49,4 olarak sabit varsayılmıştır.
- Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvil (TAHVİL10Y) faizi getirisi kullanılmıştır. 2022 için %25, takip eden yıllar için ise yıl sonu TÜFE oranının üzerine 200 baz puan eklenerek hesaplanmıştır.
- Hisse risk primi %5 + %1 ilave risk primi kullanılmıştır.
- Beta değeri sektörde faaliyet gösteren şirketlerin medyan değeri olan 0.78x olarak kullanılmıştır.
- AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) 2022 yılı için %30, 2023 yılı için ise %27 kullanılmıştır. Sonraki yıllarda da sınırlı düşüşler uygulanmıştır.
- Devam eden değer hesabında sonsuz büyüme oranı %3 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Şirket için 930 milyon TL Firma Değeri hesaplanmıştır. Net finansal borç olan 361 milyon TL bu tutardan düşülerek 569 milyon TL Sermaye Değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı

Varsayımlar	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Getiri Oranı		25.0%	22.0%	8.5%	14.0%	12.3%	10.8%	9.6%	9.0%	8.8%	8.5%
Risk Primi		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Beta		0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
Hisse Risk Primi		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Sermaye Maliyeti		29.9%	26.9%	13.4%	18.9%	17.2%	15.7%	14.5%	13.9%	13.7%	13.4%
Borçlanma Maliyeti (vergi öncesi)		30.0%	27.0%	23.5%	19.0%	17.3%	15.7%	14.5%	13.9%	13.7%	13.4%
Vergi		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Borç / Varlık		49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%
AOSM		30.0%	27.0%	23.5%	19.0%	17.3%	15.8%	14.5%	14.0%	13.7%	13.5%

Finansal Tahminler (milyon TL)	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	53	61	89	117	138	157	174	193	209	224	240
FVÖK	17	34	57	80	95	109	121	134	145	153	161
Kira Gelirlerine Oranı	42.2%	55.7%	63.8%	68.1%	69.2%	69.4%	69.4%	69.6%	69.1%	68.4%	67.4%
Amortisman	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3
Net Satışlara Oranı	1.3%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0	-1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Net Satışlara Oranı	0.1%	-1.7%	1.2%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	17	34	59	82	98	111	123	137	147	156	165
SNA Bugünkü Değer		27	38	45	50	51	52	54	52	50	47

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu (milyon TL)

Firma Değeri	930
+Nakit	428
-Finansal Borçlar	789
Toplam Sermaye Değeri	569
Hisse Sayısı	610
Pay Başı Fiyat	0.93

b. Net Aktif Değer

Net Aktif Değer, Şirket'in aktiflerinin toplam değerinden firmanın borçlarının çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeri olarak tanımlanabilir. Net Aktif Değer 31 Aralık 2021 itibarı ile 807 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına NAD ise 1,32TL olarak hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer (milyon TL)	31.12.2021 Konsolide
Şeker GYO Portföy Değeri	1,133
Nakit ve Nakit Benzerleri	297
Finansal Yatırımlar	131
Ticari Alacaklar	0
Diğer Varlıklar	42
Varlıklar Toplamı	1,603
Yükümlülükler Toplamı	789
Diğer Yükümlülükler	6
Yükümlülükler Toplamı	795
Net Aktif Değer	807
Toplam Pay Sayısı	610
Pay Başına Net Aktif Değer	1.32

c. Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'e benzer GYO alanında faaliyet gösteren firmalar kullanılmıştır. Çarpan analizinde Şirket'in faaliyetlerine uygun olarak sadece ofis kiralama ve ticari gelir getiren faaliyetleri bulunan benzer şirketlerin çarpanları değerlendirilmiştir ve medyan piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) kullanılmıştır.

Şirket	
Atakule G.M.Y.O	1.26
Akfen G.M.Y.O	0.92
Akiş G.M.Y.O	0.47
Alarko G.M.Y.O	0.85
Ata G.M.Y.O	1.78
Avrasya G.M.Y.O	1.45
Deniz G.M.Y.O	1.30
Halk G.M.Y.O	0.98
İş G.M.Y.O	1.94
Koray G.M.Y.O	2.16
Mistral G.M.Y.O	1.18
Panora G.M.Y.O	0.96
Servet G.M.Y.O	1.49
Torunlar G.M.Y.O	0.49
Vakıf G.M.Y.O	0.91
Yeni Gimat G.M.Y.O	1.30
Medyan	1.22

PD/DD Çarpan Analizi Tablosu (milyon TL)

Özkaynak (31.12.2021)	807
PD/DD	1.22
Şeker GYO Çarpan Piyasa Değeri	982
Hisse Sayısı	610
Pay Başı Fiyat	1.61

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Şeker GYO için yapılan değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları”, “Net Aktif Değer” ve “Yurtiçi Benzer Şirketler (PD/DD çarpanı)” yöntemleri %33.3’er eşit ağırlıklandırılmıştır. Bu analizler neticesinde Şirket Değeri 786 milyon TL ve 1,29 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %15 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz İskontolu Şirket Değeri 668 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 1,10 TL olarak belirlenmiştir.

Halka arz iskontolu piyasa değeri / 2021 defter değeri çarpanı 0.8x olmaktadır. Halka arz iskontolu piyasa değeri / 2021 net karı ise 5.3x olmaktadır. 2021 yılı ortalama özkaynak karlılığı ise %17 seviyesindedir.

Şeker GYO için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda, değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerleme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul buluyoruz. Bununla birlikte, değerleme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in GYO sektöründe faaliyet göstermesi nedeniyle değerlemede İNA, NAD ve piyasa çarpanları yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz. Çarpan analizinde medyan PD/DD çarpanının kullanılmasını ve üç değerleme yöntemine eşit ağırlıklandırma uygulanmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Uygulanan halka arz iskontosunun (%15) makul olduğunu düşünüyoruz.
- Pandemi sonrası değişen çalışma trendleri nedeniyle ticari gayrimenkullere olan talebin düşük kalma olasılığı bulunmaktadır. Bu durumda önümüzdeki yıllarda doluluk oranlarında beklenen iyileşme gerçekleşmeyebilir.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz ışığında, Şeker GYO’nun halka arz fiyatının belirlenmesi için izlenen yöntemin ve ulaşılan iskonto sonrası pay başı 1,10 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Değerleme Tablosu (milyon TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	Pay Başına Fiyat
İNA Yönetim	569	33.3%	190	0.93
Net Aktif Değer	807	33.3%	269	1.32
Benzer Şirket Çarpanları	982	33.3%	327	1.61
Toplam		100%	786	1.29

Halka Arz Değerleme Sonucu (milyon TL)	
Halka Arz Öncesi Şirket Piyasa Değeri	786
Halka Arz İskontosu	15%
Halka Arz İskontolu Şirket Piyasa Değeri	668
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	610
Halka Arz Pay Başına Değeri (TL)	1.10
Halka Arz Büyüklüğü	224
Halka Arz Sonrası Şirket Piyasa Değeri	894
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	813
Halka Açıklık Oranı	25%

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.