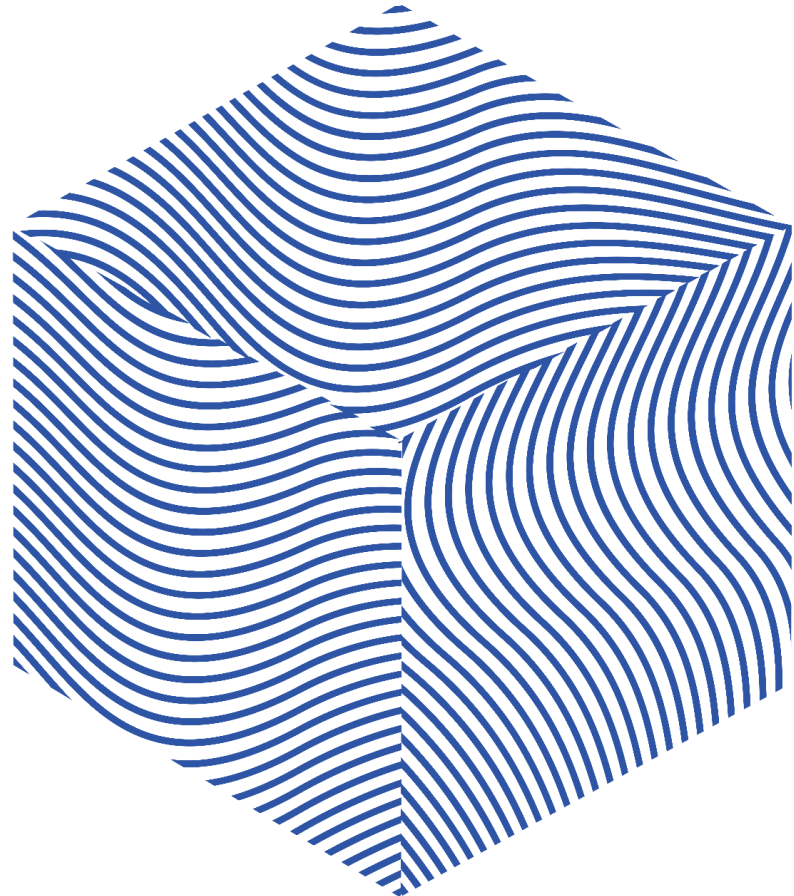




Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

13 Eylül 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
	Şirket'in Ana Faaliyet Alanları.....	5
	Sektör Bilgileri.....	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	8
4.1	Net Aktif Değer Analizi.....	8
4.2	Çarpan Analizi	10
4.3	Sonuç	11
5	Görüş	11
5.1	Maliyet Yaklaşımı	11
5.2	Pazar Yaklaşımı	12
5.3	Sonuç	12

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Adra GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı 22 Ağustos 2023 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Lideri	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Oranı	25%
Halka Arz Metodu	%100 Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	73.700.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 12 Ay
Tahsisat Grupları	Yoktur
Fiyat İstikrarı	30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. (Halka arz gelirin %20'si ile)
Halka Arz Büyüklüğü	1.670.042.000 TL
Talep Toplama	14-15 Eylül 2023
Halka Arz Fiyatı	22,66 TL
BIST İşlem Kodu	ADGYO
Bağımsız Denetçi	Deneyim Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	%	Tutar (TL)	%
Cem Okullu	A	22.000.000	10,00	22.000.000	7,49
Cengiz Okullu	A	22.000.000	10,00	22.000.000	7,49
Cem Okullu	B	88.000.000	40,00	88.000.000	29,96
Cengiz Okullu	B	88.000.000	40,00	88.000.000	29,96
Halka Açık	B	-	-	73.700.000	25,09
TOPLAM		220.000.000	100,00	293.700.000	100,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları	Kullanım Oranı
Şehzadeler Projesi	%25-%30
Narlı Edremit Projesi	%20-%25
Edremit-Yolören Projesi	%15-%20
Turgutlu Projesi	%10-%15
Potansiyel Gayrimenkul Alımları ve Proje Geliştirme	%5-%10

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket'in Ana Faaliyet Alanları

Adra GYO; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca 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.

Adra GYO tüm gayrimenkul portföyünü "yatırım amaçlı gayrimenkuller" ve "stoklar" altında takip etmektedir. Şirket'in stoklar altında izlediği ve tamamlanmış konut ve iş yeri vasıflı bağımsız bölümleri ile arsa ve arazileri bulunmaktadır. Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihinde sona eren mali dönemler itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkulleri ve stoklar bakiyeleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 4: Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (TL)			
31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.06.2023
220.878.386	295.696.349	610.788.336	890.500.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Stoklar

Stoklar (TL)			
31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.06.2023
115.315.309	186.006.720	452.783.112	523.980.240

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in tüm yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü; kira getirili gayrimenkuller (AVM), konut ve iş yeri vasıflı bağımsız bölümlerden oluşmaktadır.

Gayrimenkul değerlendirme raporlarına göre, Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla 4.716.666.000 TL değerinde olan yatırım amaçlı gayrimenkul ve stok portföyünün %18,88'i kira getirili gayrimenkullerden, %43,77'si satış amaçlı elde tutulan bağımsız bölümlerden, %37,35'i arsa ve arazilerden oluşmaktadır.

Sektör Bilgileri

Gayrimenkul Sektörü

Gayrimenkul sektörünün Türkiye ekonomisinde önemli yeri olan, GSYİH içerisinde sahip olduğu pay ile ekonomiye katkısı bulunan ve istihdam anlamında önemli yer tutan sektörlerden biri olduğu ifade edilmiştir. 2023 yılının ilk çeyreğinde GSYİH'nin 4,6 trilyon TL olarak gerçekleştiği ve gayrimenkul sektörünün GSYİH içerisinde %3,78 oranında pay aldığı belirtilmiştir.



Konut Satışları

Türkiye de inşaat ve gayrimenkul sektörünün en önemli göstergelerden birisi olduğu belirtilen konut satışlarının TÜİK verilerine göre 2022 yılında 1.485.622 seviyesinde gerçekleştiği belirtilmiştir. TÜİK'in açıkladığı verilere göre 2023'ün ilk yarısında 565.779 adet konut satılmış, bu satışlardan %69,7'sinin ikinci el ve %30,3'ünün ilk el konut satışı olduğu ifade edilmiştir. Yabancı uyruklulara yapılan konut satışının 2022 yılında toplam satış içinde %4,5'lik bir yer kaplarken 2023'ün ilk yarısında bu oranın %3,4 olduğuna yer verilmiştir. İki dönemde de en çok satışın Rusya Federasyonu'na yapıldığı gözlenmekle birlikte İran, Irak ve Ukrayna'nın Rusya'yı takip ettiği ifade edilmiştir.

Konut Fiyatları

Talebin güçlü olması ve enflasyonist eğilimden kaçış çabasıyla konut fiyatlarında kayda değer bir yükseliş yaşandığı belirtilmiştir. TCMB tarafından açıklanan 2023 Nisan ayı verilerinde 2023 Nisan ayında bir önceki aya göre %4,7 oranında artan konut fiyat endeksinin, bir önceki yılın aynı ayına göre nominal olarak %121,3, reel olarak ise %53,0 oranında arttığı ifade edilmiştir.

Konut Kredisi Faizleri

Son dönemlerde arttırılan faiz oranları ile 2023 yılında konut kredisi faiz oranının %19,45 olduğu ve 113.276 adet konut satışı gerçekleştiği belirtilmiştir. 2022'nin aynı döneminde ise %17,84 konut kredisi faiziyle 150.509 adet konut satıldığı ifade edilmiştir. Gelecek dönemde de hem Türkiye hem de küresel ortamdaki siyasi ve ekonomik gelişmeler, sıkılaşma politikaları ve Ukrayna-Rusya arasındaki savaşın sektöre olumlu-olumsuz etkileri beklendiğine yer verilmiştir.

3 Finansal Durum

Tablo 6: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	138.944.398	323.439.932	638.082.572	840.756.599
Nakit ve Nakit Benzerleri	308.748	31.264.782	94.111.332	252.867.765
Ticari Alacaklar	-	3.971.395	9.330.266	9.361.565
Diğer Alacaklar	7.777	8.831	537.876	138.009
Stoklar	115.315.309	186.006.720	452.783.112	523.980.240
Peşin Ödenmiş Giderler	10.789.439	77.526.027	38.841.022	8.683.228
Diğer Dönen Varlıklar	12.523.125	24.662.177	42.478.964	45.725.792
Duran Varlıklar	221.555.291	296.478.769	611.521.926	895.592.333
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	220.878.386	295.696.349	610.788.336	890.500.000
Maddi Duran Varlıklar	676.905	738.072	698.186	5.060.648
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	42.904	35.404	31.685
Peşin Ödenmiş Giderler	-	1.444	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	360.499.689	619.918.701	1.249.604.498	1.736.348.932
Kısa Vadeli Yükümlülükler	212.842.823	202.415.760	53.285.116	16.417.518
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	122.405.670	1.381.038	89.213
Ticari Borçlar	19.886.952	37.329.574	35.317.532	6.980.370
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	-	-	-



BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	19.886.952	37.329.574	35.317.532	6.980.370
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	170.464	78.806	40.592	147.961
Diğer Borçlar	192.757.851	102.000	267.602	16.528
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	192.750.000	102.000	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	7.851	-	267.602	16.528
Ertelenmiş Gelirler	-	42.439.781	16.089.055	9.038.389
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.418	13.718	36.434	24.043
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	11.418	13.718	36.434	24.043
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.138	46.211	152.863	121.014
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.497.536	45.146.001	317.937	322.193
Uzun Vadeli Karşılıklar	76.518	91.044	317.937	322.193
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	76.518	91.044	317.937	322.193
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	28.421.018	45.054.957	-	-
Özkaynaklar	119.159.330	372.356.940	1.196.001.445	1.719.609.221
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	119.159.330	372.356.940	1.196.001.445	1.719.609.221
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	220.000.000	220.000.000	220.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	26.686	(69.669)	(267.822)
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	-	26.686	(69.669)	(267.822)
Geçmiş Yıl Karları / Zararları	(34.060)	99.159.330	152.330.254	976.071.114
Net Dönem Kar / (Zararı)	99.193.390	53.170.924	823.740.860	523.805.929
TOPLAM KAYNAKLAR	360.499.689	619.918.701	1.249.604.498	1.736.348.932

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	2.417.990	10.617.767	641.463.559	95.976.125	175.919.528
Satışların Maliyeti (-)	(1.772.350)	(4.326.078)	(150.135.832)	(20.550.793)	(33.089.285)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	645.640	6.291.689	491.327.727	75.425.332	142.830.243
Genel Yönetim Giderleri (-)	(475.500)	(1.039.116)	(5.050.654)	(1.645.600)	(3.403.744)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(2.906)	(670.228)	(5.524.106)	(1.642.250)	(2.749.187)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	-	7.280	184.567	14.405	834.148
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-	(41.959)	-	-	-
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	167.234	4.547.666	480.937.534	72.151.887	137.511.460
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	126.760.215	74.766.441	308.648.914	96.957.440	288.127.505
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	-	-
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	126.927.449	79.314.107	789.586.448	169.109.327	425.638.965
Finansman Gelirleri	698.636	5.413.082	25.504.516	10.564.974	100.815.247
Finansman Giderleri (-)	(2.070)	(14.929.853)	(35.238.090)	(28.745.836)	(2.648.283)



GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	127.624.015	69.797.336	779.852.874	150.928.465	523.805.929
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(28.430.625)	(16.626.412)	43.887.986	(27.057.577)	-
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-	-	(1.159.444)	(2.990.196)	-
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(28.430.625)	(16.626.412)	45.047.430	(24.067.381)	-
Dönem Net Karı (Zararı)	99.193.390	53.170.924	823.740.860	123.870.888	523.805.929

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan 22 Ağustos 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer Analizi ("NAD")) ve Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Net Aktif Değer Analizi

Net Aktif Değer Analizi uygulanırken Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.9. maddesinde yer alan "değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi" temeli üzerine, Adra GYO'nun değerine ulaşılabilmesi amacıyla aktifinde yer alan "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" kaleminin yanı sıra "Stoklar" kaleminde yer alan varlıklarının da gerçeğe uygun makul değerleri, ilgili değerlendirme raporları kullanılarak derlenmiştir.

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



Tablo 8: Adra GYO Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

Arazi ve Arsalar		
Nitelik	Lokasyon	Pazar Değeri (TL)
Mandalinlik ve Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	115.050.000
Zeytinlik	Balıkesir - Edremit	450.071.000
Arsa	Manisa - Şehzadeler	1.048.000.000
Arazi	Manisa - Turgutlu	148.425.000
Toplam Arazi ve Arsalar		1.761.546.000
Tamamlanan Konut Projeleri		
Nitelik	Lokasyon	Pazar Değeri (TL)
Toplu Konut	Balıkesir - Edremit	646.400.000
Toplu Konut	Balıkesir - Edremit	1.094.245.000
Toplu Konut	Balıkesir - Edremit	115.790.000
Bina	Balıkesir - Edremit	208.185.000
Toplam Tamamlanan Projeler		2.064.620.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		
Nitelik	Lokasyon	Pazar Değeri (TL)
AVM	İzmir - Torbalı	310.000.000
AVM	Balıkesir - Edremit	455.000.000
B Blok Bina	Balıkesir - Edremit	75.500.000
Bina	Balıkesir - Edremit	50.000.000
Toplam Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		890.500.000
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri		4.716.666.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu doğrultuda Adra GYO'nun Net Aktif Değeri 30.06.2023 tarihli bilançosuna göre aşağıdaki tabloda belirtildiği gibi **5.021.794.981 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 9: Adra GYO NAD Hesaplaması

Net Aktif Değer (TL)	30.06.2023
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
Dönen Varlıklar	316.776.359
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri	4.716.666.000
Diğer Duran Varlıklar	5.092.333
Duran Varlıklar	4.721.758.333
Toplam Aktifler	5.038.534.692
Kısa Vadeli Borçlanmalar	(89.213)
Ticari Borçlar	(6.980.370)
Ertelenmiş Gelirler	(9.038.389)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(309.546)
Kısa Vadeli Yükümlülükler	(16.417.518)
Uzun Vadeli Karşılıklar	(322.193)



Net Aktif Değer (TL)	30.06.2023
Uzun Vadeli Yükümlülükler	(322.193)
Toplam Yükümlülükler	(16.739.711)
Net Aktif Değer	5.021.794.981

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Çarpan Analizi

Değerleme çarpanlarının seçiminde şirketin faaliyet ve gelirlerinin yapısının önem kazandığı, gayrimenkul yatırım ortaklıkları için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerlerinin ön plana çıktığı belirtilmiştir. 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 şirketlerin güncel portföy değerini ve borçluluklarını da içeren Net Aktif Değer'lerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanının değerleme çalışmasına dahil edilmesinin uygun görüldüğü belirtilmiştir.

Aşağıdaki tabloda seçilen şirketlerin 2022 yıl sonu itibarıyla hazırlamış oldukları gayrimenkul değerleme 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.

Tablo 10: Benzer Şirketler NAD ve Çarpanları

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Aktif Değeri (mn TL)	PD/NAD
Atakule GYO	1.580	1.822	0,87x
Akiş GYO	7.261	11.930	0,61x
Alarko GYO	5.498	6.246	0,88x
Ata GYO	399	289	1,38x
Deniz GYO	1.644	1.763	0,93x
EYG GYO	2.247	1.470	1,53x
Halk GYO	8.133	11.554	0,70x
İdealist GYO	402	173	2,33x
İş GYO	17.967	20.309	0,88x
Koray GYO	2.016	884	2,28x
Kiler GYO	4.464	11.508	0,39x
Körfez GYO	2.538	639	3,97x
Mistral GYO	1.455	2.774	0,52x
Nurol GYO	2.646	1.511	1,75x
Özderici GYO	1.338	2.337	0,57x
Özak GYO	14.487	18.954	0,76x
Peker GYO	12.774	1.865	6,85x
Pasifik GYO	8.373	15.673	0,53x
Şeker GYO	2.587	3.228	0,80x
Sinpaş GYO	4.770	15.302	0,31x
Servet GYO	15.579	7.966	1,96x
Trend GYO	621	214	2,91x
Torunlar GYO	26.080	34.811	0,75x
Vakıf GYO	6.200	5.855	1,06x
Ziraat GYO	24.125	19.827	1,22x
		Ortalama	1,47x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



- Garanti Yatırım tarafından portföy yapısı Şirket portföyü ile en çok benzerlik gösteren GYO'ların PD/NAD çarpanı ortalaması **1,47x** olarak hesaplanırken, (UDS 31.12(d) bendinde belirtilen döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar ve güncel piyasa koşulları göz önünde bulundurularak borsadaki emsaller ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farklılıkların yansıtılabilmesi amacıyla değerlendirme ölçütleri için gerekli düzeltmelerin yapılması prensibi çerçevesinde) %26 oranında bir düzeltme iskontosu kullanılması makul bulunmuştur.

PD/NAD çarpanı **1,09x** olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre aşağıdaki tabloda belirtildiği gibi Şirket'in Piyasa Değeri **5.472.763.594 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11: PD/NAD Çarpanına Göre Piyasa Değeri Hesabı

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

Nihai değerlendirme kapsamında Şirket için hesaplanan maliyet yaklaşımı ve pazar yaklaşımı sonucu bulunan değerlerin %50 - %50 ağırlıklandırılması ile Şirket'in halka arz öncesi nihai piyasa değeri **5.247.279.288 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere %5,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Şirket'in halka arz piyasa değeri **4.984.915.323 TL** ve pay başına fiyat ise **22,66 TL** olarak belirlenmiştir. Aşağıdaki tabloda bahse konu hesaplamalar verilmektedir.

Tablo 12: Değerleme Yöntemleri Sonuçları ve İskontolu Fiyat Hesabı

Adra GYO Nihai Piyasa Değeri	Net Aktif Değer	PD/NAD
Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	5.021.794.981	5.472.763.594
Ağırlık	50%	50%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (TL)	5.247.279.288	
Halka Arz Öncesi Toplam Pay Sayısı	220.000.000	
Pay Başına Fiyat (TL)	23,85	
Halka Arz İskontosu	5,0%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa Değeri (TL)	4.984.915.323	
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)	22,66	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Maliyet Yaklaşımı

Ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları yapmak olan yatırım şirketleri için en uygun değerlendirme yöntemi UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında NAD olarak belirlendiğinden ve Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Net Aktif Değer hesaplaması gayrimenkul ekspertiz şirketinin verilerine dayandığından yaklaşım tarafımızca makul bulunmuştur.

5.2 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi ana faaliyet alanları gayrimenkul geliştirmek olan şirketler için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıktığından en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan olarak PD/NAD çarpanının seçilmesini ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmaktayız.
- Portföyünde ağırlıklı olarak otel, alışveriş merkezi, işyeri, ofis ve ticari üniteler bulunan 12 GYO ve otobüs terminali bulunan 1 GYO'nun ortalama hesabına katılmaması makul bulunmuştur. Ayrıca farklı iş modeli sebebi ile Emlak Konut GYO, süren iflas davası sebebi ile Yeşil GYO ve tamamen altyapı yatırımı odaklı olması sebebi ile Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO'nun da ortalama hesabına katılmaması doğru bir seçim olmuştur.
- Buna ek olarak, rapor tarihi 22.08.2023 olduğu için ve Asce GYO 03.08.2023 tarihinde işlem görmeye başladığı için benzer şirket grubuna dahil edilmemesi de makuldür. Öte yandan 11.09.2023 itibarıyla ASCE GYO da benzer şirket grubuna dahil edilip, ortalama çarpan hesaplandığında çarpan 1,79x olmuştur.
- Döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar ve güncel piyasa koşulları göz önünde bulundurularak borsadaki emsaller ile değerlendirme konusu varlık arasındaki farklılıkların yansıtılabilmesi amacıyla değerlendirme ölçütleri için gerekli düzeltmelerin yapılması prensibi çerçevesinde %26 oranında bir düzeltme iskontosu kullanılması makul bulunmuştur. Farklı bir metodoloji olarak, böyle bir iskonto uygulamak yerine mevcut çarpanlardaki uç değerler hesaplama katılmadan da bir çarpan hesaplanabilirdi (İş Yatırım tarafından rapor tarihli NAD ve piyasa değerleri üzerinden yapılan hesaplama göre bu durumda ortalama çarpan 1,31x olmuştur).
- Bununla beraber, elde edilen ortalama çarpana yukarıda açıklanan iskonto uygulanmayıp, her iki değerlendirme yönteminin eşit ağırlıklandırılması ile elde edilen değer ile halka arz fiyatı karşılaştırıldığında toplam halka arz iskontosunun yaklaşık %20 olduğu görülmüş ve bu durumda da halka arz fiyatı makul bulunmuştur.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, net aktif değer ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Garanti Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntem göre (Piyasa Çarpanları, Net Aktif Değer) Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Garanti Yatırım tarafından konu alınan benzer şirketler PD/NAD çarpanlarından elde edilen değere %50, net aktif değer analizi yönteminden elde edilen değere %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu ağırlıklandırma da makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Garanti Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 22,66 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.