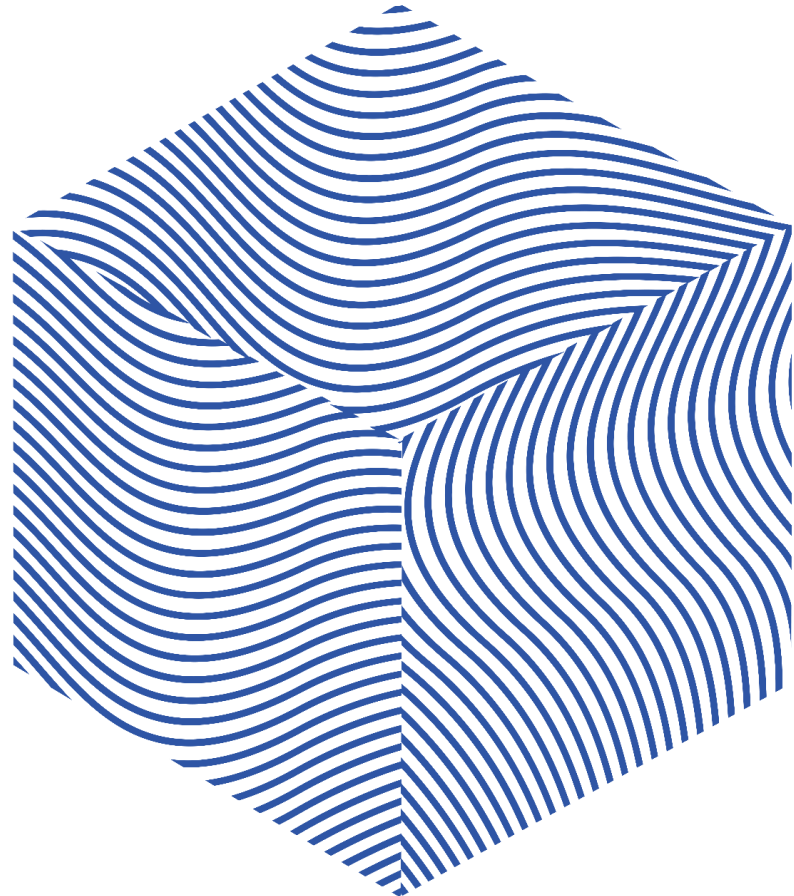




ASCE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

26 Temmuz 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
2.1	Şirket'in Ana Faaliyet Alanları.....	5
2.2	Sektör Bilgileri.....	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	9
4.1	Net Aktif Değer Analizi.....	9
4.2	Piyasa Çarpanları Analizi.....	10
4.3	Sonuç	11
5	Görüş	12
5.1	Net Aktif Değer Yaklaşımı	12
5.2	Piyasa Çarpanları Yaklaşımı	12
5.3	Sonuç	13

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, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu ASCE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("ASCE GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 4 Temmuz 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	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	560.000.000 TL
Halka Arz Oranı	25%
Halka Arz Metodu	%60 Sermaye Artırımı %40 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Sermaye Artırımı: 99.000.000 TL Ortak Satışı: 66.000.000 TL Toplam: 165.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 12 Ay
Tahsisat Grupları	%80 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %20 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	2.079.000.000 TL
Talep Toplama	27-28 Temmuz 2023
Halka Arz Fiyatı	12,60 TL
BIST İşlem Kodu	ASGYO
Bağımsız Denetçi	Eren 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)	%
Abdülkadir Konukoğlu	A	5.600.000	1,00	5.600.000	0,85
	B	22.400.000	4,00	22.400.000	3,40
	C	358.400.000	64,00	292.400.000	44,37
Ülgan Konukoğlu	C	39.200.000	7,00	39.200.000	5,95
Sami Konukoğlu	C	39.200.000	7,00	39.200.000	5,95
Emine Koçer	C	39.200.000	7,00	39.200.000	5,95
Cengiz Konukoğlu	C	39.200.000	7,00	39.200.000	5,95
Abdülkadir Konukoğlu(Sami Oğlu)	C	16.800.000	3,00	16.800.000	2,55
Halka Açık	-	-	-	165.000.000	25,04
TOPLAM		560.000.000	100,00	659.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları	Kullanım Oranı
Proje Finansmanı	%60
Arsa Gayrimenkul Alımları	%20
İşletme ve Faaliyet Giderlerinin karşılanması	%20
TOPLAM	100%

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

2.1 Şirket'in Ana Faaliyet Alanları

ASCE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ("ASCE GYO veya Şirket"), Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği'nde ("GYO Tebliği") belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktadır.

Şirket'in hasılatı gayrimenkul satışları, gayrimenkul kiralama gelirleri ve diğer satışları içermektedir. Diğer gelirler Asce Yat, Sankopark ve Ges Enerji Şubelerinin faaliyetlerini içermektedir. Şirket Asce Yat, Sankopark ve Ges Şube faaliyetlerini 2022 yılında sonlandırmıştır.

Şirket'in 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri itibarıyla satış gelirleri ve satışların maliyetinin kırılımı aşağıdaki gibidir:

Tablo 4: Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti

TL	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022
Hasılat	43.271.936	119.706.934
Gayrimenkul Satışları	31.368.409	105.068.629
Konut Kira Gelirleri	5.907.256	7.659.009
Diğer Satışlar	12.005.154	8.135.499
Satış İndirimleri (-)	(6.008.883)	(1.156.203)
Satışların Maliyeti (-)	(28.218.279)	(58.143.144)
Satılan Gayrimenkullerin Maliyeti (-)	(18.137.491)	(47.609.864)
Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	(2.962.280)	(6.988.410)
Satılan Hizmet Maliyeti (-)	(7.407.150)	(3.691.172)
Ertelenmiş Faiz Giderleri	288.642	146.302
Brüt Karı/Zararı	15.053.657	61.563.790

Kaynak: İzahname

2.2 Sektör Bilgileri

Gayrimenkul Sektörü

Gayrimenkul sektörü ticari gayrimenkul, AVM ve perakende sektörü, turizm ve otel sektörü, konut sektörünü de içinde barındıran, ülke ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biridir. İnşaat sektörünün, GSYH içindeki payı 2022 yılının 3'üncü çeyreği itibarı ile %4,7 olmakla birlikte, birçok alt sektör üzerinde doğrudan ve dolaylı etkileri bulunmaktadır.

Konut Satışları

Türkiye de inşaat ve gayrimenkul sektörünün en önemli göstergelerden birisi olan konut satışları 2022 yılında 1.485.622 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2022 yılında bir önceki yıla göre %0,4 azalışla 1.485.622 olarak gerçekleşen konut satışlarında İstanbul 259.654 konut satışı ve %17,5 ile en yüksek paya sahip olmuştur. İstanbul'u 126.166 konut satışı ve %8,5 pay ile Ankara, 72.421 konut satışı ve %5,6 pay ile İzmir izlemiştir. Konut satış sayısının en az olduğu iller sırasıyla 910 konut ile Hakkâri, 468 konut ile Ardahan ve 956 konut ile Bayburt olmuştur.

Konut Fiyatları

Son dönemde ekonomik ve jeopolitik gelişmelere paralel gözlenen kur artışı, enflasyonist ortam ve emtia fiyatlarındaki yükseliş konut fiyatlarına da yansımıştır. Kasım 2022 itibarıyla konut fiyat endeksi 628,60 (altı yüz yirmi sekiz virgöl altmış) seviyesine ulaşarak yıldan yıla %174 (yüzde yüz yetmiş dört) artmıştır. Türkiye gayrimenkul sektörünün değerlendirildiğinde Şirket yönetimi, önümüzdeki dönemde sektör için piyasa koşullarındaki gelişmelerin belirleyici olmasını beklemektedir. Şirket yönetimi, ilaveten, küresel ve jeopolitik gelişmeler, döviz kurlarının seyri, fonlama maliyetleri yanında emtia fiyatlarındaki değişimlerin sektörün faaliyetleri açısından belirsizlik oluşturabileceğini değerlendirmektedir. Bununla birlikte; Şirket, ülkemizde kentsel dönüşüm çalışmalarının ve büyük altyapılı projelerin önceliklendirilmesinin, sektörde toparlanma yaratmasını öngörmektedir.

3 Finansal Durum

Tablo 5: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Dönen Varlıklar	443.145.216	442.364.848	357.703.707	339.520.236
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.613.386	7.678.247	26.774.166	8.734.681
Ticari Alacaklar	42.184.311	20.448.253	9.058.530	8.337.204
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	6.839.018	7.286.718	669.007	100.757
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	35.345.293	13.161.535	8.389.523	8.236.447
Diğer Alacaklar	14.610.749	6.020.693	1.216.715	1.044.368
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	9.508.794	1.300.999	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	5.101.955	4.719.694	1.216.715	1.044.368
Stoklar	310.934.892	336.667.570	281.378.715	282.744.261
Peşin Ödenmiş Giderler	5.407.206	4.279.689	3.784.403	2.457.360
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	115.264	441.082	-	17.259
Diğer Dönen Varlıklar	40.956.433	48.272.000	35.491.178	36.185.103
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklar	23.322.975	18.557.314	-	-
Duran Varlıklar	236.895.155	402.764.278	5.351.668.949	6.380.693.923
Ticari Alacaklar	16.148.164	8.897.414	-	-
Diğer Alacaklar	1.989.276	-	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	148.166.677	329.064.660	5.319.354.000	6.348.234.000
Maddi Duran Varlıklar	55.195.068	53.705.309	32.155.141	32.282.032
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.417	130.353	159.808	177.891
Peşin Ödenmiş Giderler	4.257.154	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	11.077.399	10.966.542	-	-

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
TOPLAM VARLIKLAR	680.040.371	845.129.126	5.709.372.656	6.720.214.159
Kısa Vadeli Yükümlülükler	193.461.793	50.414.823	178.175.710	169.620.177
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.716.033	7.056.471	168.486.555	156.821.271
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	838	2.706	9.802
Ticari Borçlar	142.036.841	7.811.253	5.717.699	6.513.386
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.649.202	322.887	387.454	145.405
<i>İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar</i>	138.387.639	7.488.366	5.330.245	6.367.981
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	547.466	791.187	472.721	2.238.797
Diğer Borçlar	17.009.613	4.939.010	14.727	69.004
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	16.968.987	4.938.109	-	52.500
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	40.626	901	14.727	16.504
Ertelenmiş Gelirler	29.818.549	29.016.619	1.911.022	1.891.001
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.199.673	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	168.706	305.655	205.693	228.290
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	164.585	493.790	164.914	1.848.626
Uzun Vadeli Yükümlülükler	152.949.625	310.425.205	977.265.067	1.341.953
Uzun Vadeli Borçlanmalar	152.159.428	309.509.775	-	-
Ticari Borçlar	-	-	-	-
Diğer Borçlar	431.786	474.870	754.269	769.954
Uzun Vadeli Karşılıklar	431.786	474.870	762.518	545.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	975.748.280	-
ÖZKAYNAKLAR	333.628.953	484.289.098	4.553.931.879	6.550.252.028
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	333.628.953	484.289.098	4.553.931.879	6.550.252.028
Ödenmiş Sermaye	358.500.000	500.000.000	560.000.000	560.000.000
Sermaye Düzeltmeleri Farkları	1.858.508	1.858.508	-	-
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmesi	-	8.500.000	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	3.949.427.655	4.936.784.569
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Giderler	134.442	134.442	134.442	134.442
Geçmiş Yıl Karları / Zararları	(57.709.660)	(26.863.997)	(30.537.544)	44.369.782
Net Dönem Kar / (Zararı)	30.845.663	660.145	74.907.326	1.008.963.235
TOPLAM KAYNAKLAR	680.040.371	845.129.126	5.709.372.656	6.721.214.158

Kaynak: İzahname

Tablo 6: Gelir Tablosu

(TL)	GELİR TABLOSU			
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Hasılat	99.954.072	43.271.936	119.706.934	4.809.353
Satışların Maliyeti (-)	(55.073.967)	(28.218.279)	(58.143.144)	(718.661)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	44.880.105	15.053.657	61.563.790	4.090.692
Genel Yönetim Giderleri (-)	(16.484.489)	(18.356.817)	(3.088.075)	(5.873)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(250.098)	(507.489)	(42.563.216)	(12.300.803)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.199.321	12.275.932	8.611.476	590.101
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(19.782.206)	(6.394.185)	(713.805)	(1.693.337)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	16.562.633	2.071.098	23.810.170	(9.319.220)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.177.000	1.047.820	62.058.995	1.028.880.000
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	18.739.633	3.118.918	85.869.165	1.019.560.780
Finansman Gelirleri	19.659.910	11.469.821	7.831.854	(39.683)
Finansman Giderleri (-)	(10.775.345)	(13.817.737)	(5.098.103)	1.050.773
Vergi Öncesi Kar / (Zarar)	27.624.198	771.002	88.602.916	1.020.571.870
Vergi Geliri / (Gideri)	3.221.465	(110.857)	(13.695.590)	(11.608.634)
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(106.268)	-	(14.337.682)	-
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	3.327.733	(110.857)	642.092	(11.608.634)
Dönem Karı / (Zararı)	30.845.663	660.145	74.907.326	1.008.963.236
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları / Azalışları	-	-	3.347.778.069	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler	-	-	(649.555.614)	-
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-	-	(649.555.614)	-
Diğer Kapsamlı Gelir	-	-	2.598.222.455	-
Ertelenmiş Kapsamlı Gelir	30.845.663	660.145	2.673.129.781	1.008.963.326

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 4 Temmuz 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 değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri kullanılarak değerlendirilmesi" temeli üzerine, ASCE 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 değerlendirilmiştir.

Değerlemede ASCE GYO'nun portföyünde sahip olduğu arsa ve gayrimenkullerin ekspertiz değerleri kullanılarak portföy değerleri hesaplanmıştır. Bu doğrultuda aşağıdaki tablolarda ASCE GYO portföyünde yer alan gayrimenkuller ve bu gayrimenkullere ilişkin NAD hesaplamasına baz alınan portföy değerleri verilmektedir.

Tablo 7: ASCE GYO Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

Arsa ve Araziler				
Niteliği	Lokasyon	Adet	Şirket Hisseleri m2	Ekspertiz Değeri (TL)
Arsa	İstanbul	1	107.369	2.147.390.000
Arsa	Gaziantep	82	309.016	2.251.812.000
Arsa	Ankara	3	45.124	406.120.000
Arsa	Sakarya	38	42.972	40.835.000
Arazi	Gaziantep	49	766.176	619.577.000
Toplam Arsa ve Araziler		173	1.270.657	5.465.734.000
Satış Amaçlı Elde Tutulan Bağımsız Bölümler				
Niteliği	Proje Adı	Adet	Ekspertiz Değeri (TL)	
Stok	Asce Sarıyer	51	117.300.000	
Stok	Asce Ortaköy Konutları	31	59.765.000	
Stok	Şelale Evleri Konuları	160	443.460.000	
Toplam Stok		242	620.525.000	
Kira Amaçlı Elde Tutulan Bağımsız Bölümler				
Niteliği	Proje Adı	Adet	Ekspertiz Değeri (TL)	
Bina	Asce İpekyolu Konutları	99	214.770.000	
Bina	Asce Zeugma Ticaret Merkezi	18	147.085.000	
Bina	Asce Lüks Konutları	26	133.065.000	
Bina	Asce Fatih Konutları	30	57.755.000	
Bina	Asce Ortaköy Konutları	33	56.360.000	
Bina	Asce Kavaklık	30	41.540.000	
Bina	Yeditepe Konutları	40	29.025.000	
Bina	Hayat Evleri	5	19.390.000	
Bina	Asce Öğretmenevleri	6	12.810.000	
Bina	Diğer	31	44.085.000	
Toplam		318	755.885.000	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 8: ASCE GYO Portföyünde Yer Alan Projeler

Projeler							
Proje İsmi	İl	Arsa Alanı (m ²)	İnşaat Alanı (m ²)	Brüt Satılabilir Alan (m ²)	İnşaat Tam. Oranı	Ekspertiz Değeri (TL)	ASCE Payı
Kanyon 1 Projesi	Ankara	9.300	94.865	46.203	90%	1.506.106.000	46%
Barak Konutları Projesi	Gaziantep	16.973	61.641	46.697	0%	176.500.000	45%
Zeugma 2 İş Merkezi	Gaziantep	2.834	3.610	1.415	60%	48.924.500	100%
Pancarlı Konutları Projesi	Gaziantep	8.221	21.657	10.687	60%	98.655.000	50%
Güvenevler 1 Projesi	Gaziantep	1.823	1.808	1.808	0%	21.875.000	100%
Güvenevler 2 Projesi	Gaziantep	507	452	452	0%	6.085.000	46%
Kanyon 2 Projesi	Ankara	2.500	23.585	9.853	0%	132.500.000	46%
Toplam		42.158	207.618	117.115		1.990.645.500	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu doğrultuda Asce GYO'nun Net Aktif Değeri 31.03.2023 tarihli bilançosuna göre aşağıdaki tabloda belirtildiği gibi **8.752.063.267 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 9: ASCE GYO NAD Hesaplaması

Portföy	Değer (mn TL)
Arsa ve Araziler	5.465.734.000
Binalar	1.376.410.000
Gayrimenkul Projeleri	1.990.645.500
İştirakler	-
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri*	8.832.789.500
Nakitler ve Nakit Benzerleri	8.734.681
Ticari Alacaklar	8.337.204
Diğer Dönen Varlıklar	39.704.090
Diğer Duran Varlıklar	32.459.923
Aktif Toplamı	8.922.025.398
Finansal Borçlar	(156.831.073)
Ticari Borçlar	(5.513.386)
Diğer Borçlar	(865.958)
Diğer KV+UV Yükümlülükler	(6.751.714)
Pasif Toplamı	(169.962.131)
Net Aktif Değer	8.752.063.267

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme çarpanlarının seçiminde Şirket'in gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıktığından Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değerleri ile benzer şirketlerin güncel portföy değerini ve borçluluklarını da içeren Net Aktif Değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD/NAD çarpanı değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin belirlenmesi için Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan bütün GYO'ların incelendiği ve ortalama medyanın yarısı ve iki katı dışında kalan değerler uç değer olarak elendiği Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilmiştir.

Aşağıdaki tabloda seçilen şirketlerin 31.03.2023 tarihli bilançolarına göre hesaplanan Net Aktif Değerleri ve 27.06.2023 tarihli Piyasa Değerleri ile hesaplanan PD/NAD çarpanları verilmektedir.

Tablo 10: Benzer Şirketler NAD ve Çarpanları

Şirket İsmi	Piyasa Değeri	Net Aktif Değeri	PD/NAD
Akiş GYO A.Ş.	4.556.300.000	10.098.054.384	0,45x
Alarko GYO A.Ş.	4.112.262.000	6.065.798.031	0,68x
Ata GYO A.Ş.	333.450.000	233.564.720	1,43x
Atakule GYO A.Ş.	1.264.032.000	1.800.389.571	0,70x
Deniz GYO A.Ş.	1.228.000.000	1.719.324.045	0,71x
EYG GYO A.Ş.	1.615.350.000	1.453.063.815	1,11x
Halk GYO A.Ş.	6.923.700.000	11.797.986.377	0,59x
İdealist GYO A.Ş.	218.000.000	191.226.451	1,14x
İş GYO A.Ş.	10.201.100.000	14.110.126.426	0,72x
Kiler GYO A.Ş.	3.892.050.000	12.682.127.001	0,31x
Koray GYO A.Ş.	2.020.000.000	925.749.901	2,18x
Körfez GYO A.Ş.	1.218.360.000	611.602.154	1,99x
Nurol GYO A.Ş.	2.052.329.800	1.487.237.401	1,38x
Özak GYO A.Ş.	9.464.000.000	17.762.570.338	0,53x
Özderici GYO A.Ş.	977.500.000	2.260.132.527	0,43x
Pasifik GYO A.Ş.	6.968.299.400	15.114.926.928	0,46x
Peker GYO A.Ş.	6.899.287.600	1.580.536.642	4,37x
Reysaş GYO A.Ş.	7.170.000.000	12.461.480.631	0,58x
Sinpaş GYO A.Ş.	3.795.000.000	15.787.434.788	0,24x
Şeker GYO A.Ş.	1.830.499.400	2.283.866.806	0,80x
Trend GYO A.Ş.	339.480.000	213.510.126	1,59x
Vakıf GYO A.Ş.	4.328.100.000	5.776.758.726	0,75x
Ziraat GYO A.Ş.	20.792.736.600	19.444.743.396	1,07x
		Ortalama	0,80x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halk Yatırım tarafından şirketin portföyüne benzeyen halka açık şirketlerin PD/NAD çarpanı ortalaması **0,80x** olarak hesaplanmıştır. Bu çarpana göre aşağıdaki tabloda belirtildiği gibi Şirket'in Özsermaye Değeri **6.968.875.901 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11: PD/NAD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

	(TL)
Net Aktif Değeri	8.752.063.267
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı Ortalaması (x)	0,80x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	6.968.875.901

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 **7.860.469.584 TL**

olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere %10,2 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Şirket'in halka arz piyasa değeri **7.056.000.000 TL** ve pay başına fiyat ise **12,60 TL** olarak belirlenmiştir. Aşağıdaki tablolarda bahse konu hesaplamalar verilmektedir.

Tablo 12: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
Net Aktif Değeri	8.752.063.267	50%	4.376.031.634
Piyasa Yaklaşımı	6.968.875.901	50%	3.484.437.950
Halka Arz Öncesi Sermaye Değeri			7.860.469.584

Tablo 13: Halka Arz Öncesi İskontolo Fiyat Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	560.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	7.860.469.584
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	14,04
Halka Arz İskontosu (%)	10,2%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	7.056.000.000
Halka Arz Pay Fiyatı	12,60

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Net Aktif Değer 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 Halk Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Net Aktif Değer hesaplaması gayrimenkul ekspertiz şirketinin verilerine dayandığından yaklaşım tarafımızca makul bulunmuştur.

5.2 Piyasa Çarpanları 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 ve alışveriş merkezi 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.
- Oluşturulan benzer şirket grubunun verileri incelenirken uç değerlerin hesaplamaya katılmaması da yine doğru bir yaklaşım olmuştur.
- Bunlara ek olarak İş Yatırım tarafından ASCE GYO ile daha az benzer özellik taşıdığı düşünülen (portföy yapısı ve büyüklük itibarı ile) diğer bazı şirketler de (Alarko GYO, Atakule GYO, İdealist GYO, Körfez GYO, Koray GYO, Özderici GYO ve Peker GYO) hariç tutularak PD/NAD çarpanı hesaplanmıştır. 25 Temmuz 2023 tarihli piyasa değerlerine göre, PD/NAD çarpanları ortalaması 0,99x, medyanı ise 0,87x olarak hesaplanmış ve bu doğrultuda halka arz fiyatının makul olduğu görülmüştür.

5.3 Sonuç

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

Halk 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 yöntemle göre (Piyasa Çarpanları, Net Aktif Değer) ASCE Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Halk 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:

Halk Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 12,60 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.