

Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

20/07/2023

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## 1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	8,90 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	254.140.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	318.000.000
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	91.860.000
Sermaye Artırımı	63.860.000
Ortak Satışı	28.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	817.544.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%28,89
Ek Satış	-
Tahsisat Grupları:	
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara	%70
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara	%15
Şirket Çalışanları	%15
Talep Toplama Tarihleri	20-21 Temmuz 2023
BIST İşlem Kodu	FZLGY.E
Halka Arza İlişkin Taahhütler	<b>Ortaklar tarafından verilen taahhütler:</b>  İhraççı payların Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının bu suretle arttırılmayacağını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.  Şirket ortakları payların işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının bu suretle arttırılmayacağını taahhüt etmiştir.

## 2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- %37 Barbaros 48 projesi inşaat harcamaları için kullanılması
- %17 Başakşehir Avrasya 2 projesi inşaat harcamaları için kullanılması
- %32 Başakşehir Avrasya 3 projesi inşaat harcamaları için kullanılması
- %8 Fatih Otel projesi inşaat harcamaları için kullanılması
- %6 Halka arz maliyeti için kullanılması

## 3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket, SPK'nın GYO'lara ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştirak etmek ve 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 kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli yatırım ortaklığıdır.

Şirket mevcut faaliyetleri kapsamında, fiili olarak mülkiyetinde bulunan ve satın alacağı her türlü arsa, arazi ve benzeri gayrimenkuller üzerine konut, iş yeri, ofis, alışveriş ve eğlence merkezleri, lojistik merkezleri, devremülkler, organize sanayi binaları, eğitim merkezleri, spor merkezleri, sağlık kompleksleri ve hastane gibi sağlık tesisleri ile otel, motel, tatil köyü, yat limanı, restoran ve buna benzer turistik tesisler kurdukmak, inşa ettirmek, satmak ve kiraya vermek gibi faaliyetlerde bulunmayı hedeflemektedir.

31.03.2023 tarihi itibarıyla Şirket ve bağlı ortaklıkları ile iş ortaklıklarının mülkiyetinde bulunan tamamı İstanbul ilinde konumlu 36 adet kiralanabilir ticari ünite, 50 adet konut ve üzerinde proje geliştirilen ya da daha sonra değerlendirilecek 10 adet arsa ile 5 adet geliştirilmesine devam edilen proje bulunmaktadır.

### Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Oranı	Pay Tutarı (TL)	Oranı
			(%)		(%)
Fuzul Holding	A	25.414.000	10,00	25.414.000	7,99
	B	227.404.470	89,48	199.404.470	62,71
Mahmut AKBAL	B	508.280	0,20	508.280	0,16
Eyüp AKBAL	B	406.625	0,16	406.625	0,13
Zeki AKBAL	B	406.625	0,16	406.625	0,13
Halka Açık				91.860.000	28,89
<b>TOPLAM</b>		<b>254.140.000</b>	<b>100.00</b>	<b>318.000.000</b>	<b>100.00</b>

#### 4. DEĞERLEME ÖZETİ

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi
- Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Şirket'in değerlemesinde Toplama ve Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemlerine verilen ağırlıklar aşağıdaki tabloda yer almakta olup, %15,75 oranında halka arz iskontosunun da uygulanması neticesinde 2.263.105.978 TL Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır. Buna göre, ödenmiş sermayesi 254.140.000 TL olan Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 8,90 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 91.860.000 TL olup, halka açıklık oranı %28,89 olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Maliyet Yaklaşımı-Toplama Yöntemi	2.922.626.525	50,00%	1.461.313.263
Pazar Yaklaşımı-Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi	2.449.731.879	50,00%	1.224.865.940
<b>Şirket Değeri</b>			<b>2.686.179.202</b>
Halka Arz İskontosu			15.75%
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>			<b>2.263.105.978</b>
Ödenmiş Sermaye			254.140.000
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>8,90</b>
	<b>Satış Şekli</b>	<b>Nominal</b>	<b>Tutar</b>
<b>Halka Arz Edilecek Payların Değeri</b>	Sermaye Artırımı	63.860.000	568.354.000
	Ortak Satışı	28.000.000	249.200.000
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>		<b>91.860.000</b>	<b>817.554.000</b>
<b>Halka Açıklık Oranı</b>			<b>28,89%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

##### 4.1. Maliyet Yaklaşımı

Değerleme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı kapsamında Toplama Yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

NAKİTLER (BANKA+KASA)	7.112.668,00
TİCARİ ALACAKLAR	200.844.222,00
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	244.905.362,00
DİĞER DURAN VARLIKLAR	28.631.898,00
<b>AKTİF TOPLAMI (A+B+C+D+E)</b>	<b>4.759.515.883,49</b>
FİNANSAL BORÇLAR	197.076.178,00
TİCARİ BORÇLAR	214.071.985,00
DİĞER BORÇLAR	38.387.164,00
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.387.354.031,00
<b>PASİF TOPLAMI (G+H+K+L)</b>	<b>1.836.889.358,00</b>

Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.825.144,61
<b>NET AKTİF DEĞER (I-II)</b>	<b>2.922.626.525,49</b>
Çıkarılmış Sermaye	254.140.000,00
<b>Pay Başı Net Aktif Değer</b>	<b>11,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında esas alınan Fuzul GYO'nun 31.03.2023 tarihli konsolide finansal tablosu üzerinde yapılan düzeltmeler neticesinde Fuzul GYO'nun Maliyet Yaklaşımı -Toplama Yöntemi kapsamındaki Net Aktif Değeri 2.922.626.525,49 TL olarak hesaplanmış ve 1 TL nominal değerli 1 adet pay başına düşen fiyat 11,50 TL olarak tahmin edilmiştir.

#### 4.2. Pazar Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Fuzul GYO ile benzer özellikler gösteren diğer gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile karşılaştırma yapılarak Piyasa Değeri bulunabilmesi için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Fuzul GYO ile benzer özellikler gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi, etkin işleyen piyasalarda payların rayıç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

#### Benzer Şirketlerin Seçim Süreci

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında, Fuzul GYO ile benzer özellikler gösteren payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Fuzul GYO ile net aktif büyüklüğü veya proje geliştiriciliği faaliyetleri yönünden benzer özellik gösteren şirketler değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

#### Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Kapsamında Esas Alınan Seçilmiş Finansal Veriler

Vizyon Grup Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından özel bağımsız denetimden geçen 31.03.2023 tarihinde sona eren ara döneme ait konsolide finansal tablolarda raporlanan "stok" kalemlerinin Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarının esas alınarak düzeltilmesi suretiyle hesaplanan 2.922.626.525,49 TL tutarındaki net aktif değer ile özel bağımsız denetimden geçmiş 31.03.2023 tarihinde sona eren ara döneme ait konsolide finansal durum tablosunda yer alan "Ana Ortaklığa Ait Özkaynak" olarak raporlanan 1.193.272.634,00 TL tutarındaki "Ana Ortaklığa Ait Özkaynak" kalemi değerlendirilmesine esas alınmıştır.

#### Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi Sonucu

Değerleme çalışmasında kullanılan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin 15.06.2023 tarihli piyasa değerleri, net aktif değerleri ile çarpanların ortancası (medyan) ve aritmetik ortalamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. PD/NAD çarpanı için 0,5-1,5 aralığı dışında kalan değerler uç değer olarak kabul edilerek elimine edilmiştir.

Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.-Benzer Şirket Çarpanları				
Şirket Kodu	Piyasa Değeri/NAD	Piyasa Değeri/Defter Değeri	Piyasa Değeri	NAD
AGYO	0,64	0,64	1.156.062.600,00	1.800.389.571
AKSGY	<b>0,41</b>	0,42	4.121.600.000,00	10.098.054.384
ATAGY	1 10	1,10	257.925.000,00	233.564.720
DZGYO	0,69	0,83	1.184.000.000,00	1.719.324.045

EYGYO	1,14	4,18	1.651.650.000,00	1.453.063.815
HLGYO	0,56	0,56	6.656.800.000,00	11.797.986.377
IDGYO	0,96	1,52	183.500.000,00	191.226.451
ISGYO	065	0,66	9.204.000.000,00	14.110.126.426,00
KGYO	<b>1,85</b>	79,12	1.714.400.000,00	925.749.901,00
KLGYO	<b>0,32</b>	0,68	4.017.600.000,00	12.682.127.001,00
KRGYO	<b>2,00</b>	4,47	1.224.300.000,00	611.602.154,00
NUGYO	1,22	1,42	1.820.939.640,00	1.487.237.401,00
OZGYO	<b>0,42</b>	0,42	940.000.000,00	2.260.132.527,00
OZKGY	<b>0,49</b>	0,48	8.648.640.000,00	17.762.570.338,00
PEKGY	3,26	2,95	5.157.719.851,82	1.580.536.642,00
PSGYO	0,53	1,57	7.957.691.507,48	15.114.926.928,00
SEGYO	0,80	0,79	1.822.363.833,92	2.283.866.806,00
SNGYO	<b>0,24</b>	0,51	3.810.000.000,00	15.787.434.788,00
TDGYO	<b>1,64</b>	2,54	349.830.000,00	213.510.126,00
VKGYO	0,72	0,86	4.139.175.000,00	5.116.758.726,00
ZRGYO	1,05	1,06	20.323.374.600,00	19.444.743.396,00
<b>Ortanca</b>	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>	<b>1.822.363.833,92</b>	<b>2.260.132.527,00</b>
<b>Ortalama</b>	<b>0,84</b>	<b>5,08</b>	<b>4.111.503.430,15</b>	<b>6.539.758.691,57</b>

Değerleme çalışmasında esas alınan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların uç değerleri elimine edildikten sonra hesaplanan ortalama değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle ulaşılan şirket değerlerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. PD/NAD ve PD/DD analizlerine göre farklı şirket değerlerine ulaşılmamasının nedeni; yukarıda da belirtildiği üzere payları borsada işlem gören şirketlerin gayrimenkul portföyüne dahil olan varlıkların finansal tablolarında Fuzul GYO'ya göre daha yüksek oranda gerçeğe uygun değeri ile raporlanmasıdır. Fuzul GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkuller finansal tablolarında daha yüksek oranda maliyet bedeli ile raporlanmaktadır. Bu nedenle PD/DD analizinde varlıkların güncel değerinin kullanılmaması nedeniyle görece daha düşük sonuca ulaşılmaktadır.

Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.- Çarpan Analizi Sonucu				
	Çarpan	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
PD/NAD	0,84	2.449.731.879,24	100%	2.449.731.879,24
PD/DD	0,86	1.020.879.365,86	-	-
<b>Toplam Değer</b>				<b>2.449.731.879,24</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ait çarpanların esas alınması ve PD/NAD çarpanı kullanılması sonucunda Fuzul GYO'nun değeri 2.449.731.879.24 TL olarak tahmin edilmiştir.

---

## 5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde iki temel olarak Pazar yaklaşımı - Piyasa Çarpanları Analizi ve Maliyet Yaklaşımı kullanılmış olmasını, Maliyet Yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları Analizine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Maliyet Yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları Analizi ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 2.686.179.202 TL olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %15,75 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 8,90 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

**EK 1: Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Özet Bilançolar**

(TL)	31.03.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Stoklar	85.251.892	315.530.084	1.333.336.094	1.402.808.528
Peşin Ödenmiş Giderler	47.966.436	332.783.883	215.266.041	205.464.888
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>223.393.340</b>	<b>1.832.948.008</b>	<b>1.697.815.388</b>	<b>1.839.614.481</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	139.280.000	406.564.200	1.136.905.635	1.147.688.909
Maddi Duran Varlıklar	7.194.318	174.737.997	4.102.028	5.177.100
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>240.446.035</b>	<b>850.522.232</b>	<b>1.233.807.082</b>	<b>1.192.377.106</b>
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>463.839.375</b>	<b>2.683.470.240</b>	<b>2.931.622.470</b>	<b>3.031.991.587</b>
Ticari Borçlar	78.367.645	45.052.480	329.021.499	172.019.264
Ertelenmiş Gelirler	92.881.384	1.576.826.252	356.064.650	380.666.842
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>183.721.813</b>	<b>1.789.866.876</b>	<b>878.891.394</b>	<b>797.999.836</b>
Ertelenmiş Gelirler	6.565.650	31.603.865	812.882.830	938.393.225
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	25.575.612	67.137.146	110.838.343	53.079.490
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>52.380.688</b>	<b>407.266.173</b>	<b>971.002.443</b>	<b>1.038.889.522</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>227.736.874</b>	<b>486.337.191</b>	<b>1.081.728.633</b>	<b>1.195.102.229</b>
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>463.839.375</b>	<b>2.683.470.240</b>	<b>2.931.622.470</b>	<b>3.031.991.587</b>

**EK 2: Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Gelir Tablosu**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
<b>Hasılat</b>	<b>271.828.109</b>	<b>570.551.827</b>	<b>129.715.564</b>	<b>1.210.632</b>	<b>1.102.466</b>
Brüt Kar	24.085.845	288.752.167	76.317.468	1.160.132	1.102.466
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>(37.316.969)</b>	<b>89.461.041</b>	<b>71.207.953</b>	<b>(4.889.647)</b>	<b>63.758.512</b>
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	(19.896.186)	349.309.803	678.341.085	(4.784.330)	63.812.132
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>(22.691.282)</b>	<b>371.878.189</b>	<b>661.971.057</b>	<b>(6.688.296)</b>	<b>55.633.474</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	(8.154.893)	(30.943.512)	(40.286.098)	127.679	57.758.853
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>(30.846.175)</b>	<b>340.934.677</b>	<b>621.684.959</b>	<b>(6.560.617)</b>	<b>113.392.327</b>
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	48.383.334	1.349.324	-	3.332
<b>Ana Ortalık Payları</b>	<b>(30.846.175)</b>	<b>292.551.343</b>	<b>620.335.635</b>	<b>(6.560.617)</b>	<b>113.388.995</b>

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.