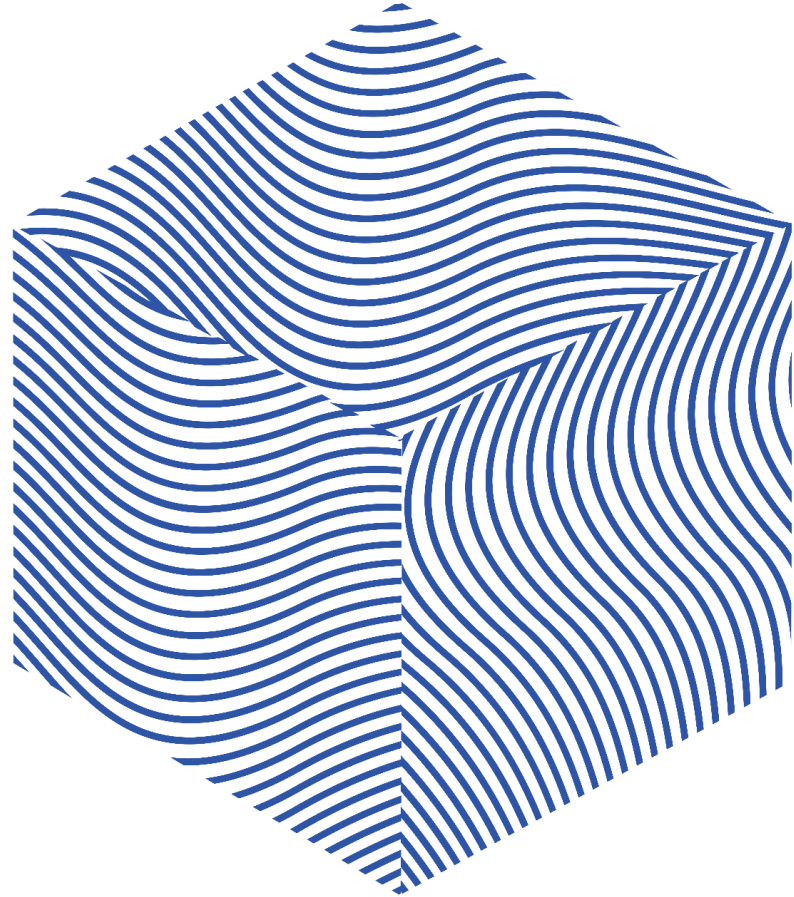


Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

29 Kasım 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
2.1	Genel Bakış	5
2.2	Portföy Hakkında Bilgiler	5
2.2.1	Denizli Sinpaş Aquacity Projesi	5
2.2.2	Aqua Mall AVM	5
2.2.3	2 Katlı AVM (Metro Gross Market)	5
2.2.4	Arsalar	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4.1	Net Aktif Değer Analizi	8
4.2	Piyasa Çarpanı Analizi	8
4.3	Sonuç	10
5	Görüş	10
5.1	Maliyet Yaklaşımı	10
5.2	Pazar Yaklaşımı	10
5.3	Sonuç	10

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 Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Batı Ege GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 25 Ekim 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	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	525.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%35,58
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: %100
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	290.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %70 Yurt İçi Kurumsal: %20 Yurt Dışı Kurumsal: %10
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %20'si ile 30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	870.000.000 TL
Talep Toplama	30 Kasım - 1 Aralık
Halka Arz Fiyatı	3,00 TL
Bağımsız Denetçi	Arsen Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu*	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Sinpaş Yapı Endüstri A.Ş.	B	2.992.500	0,57	2.992.500	0,36
Sinpaş Yapı Endüstri A.Ş.	C	246.382.500	46,93	246.382.500	30,23
Deniz Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	2.614.500	0,50	2.614.500	0,32
Deniz Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	C	215.260.500	41,00	215.260.500	26,41
Hürsan Havlu Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	567.000	0,11	567.000	0,07
Hürsan Havlu Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	C	46.683.000	8,89	46.683.000	5,73
Derya Baltalı	A	126.000	0,02	126.000	0,02
Derya Baltalı	C	10.374.000	1,98	10.374.000	1,27
Halka Açık	C	-	0,00	290.000.000	35,58
TOPLAM	A+B+C	525.000.000	100%	815.000.000	100%

*A ve B grubu payların Yönetim Kurulu'na aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır.

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdese Aralık
Aquacity Projesi'nde yer alan bloğun inşaatı	%3 - %5
Kısa ve Uzun vadeli finansal borçların ödenmesi	%87 - %90
İlişkili taraflara olan borçların bir bölümünün ödenmesi	%5 - %10

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

2.1 Genel Bakış

Şirket, 05.07.2011 tarihinde Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde, “Denizli Yeşilkent İnşaat ve Turizm İşletme A.Ş.” unvanı ile kurulmuştur. 23.07.2012 tarihinde Şirket merkezi Denizli’ye taşınmış olup 17.10.2012 tarihinde Şirket’in unvanı “Batı Ege Gayrimenkul Geliştirme ve Ticaret A.Ş.” olarak değiştirilmiştir. Şirket, 16.08.2023 tarihinde “Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” unvanını almış olup gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.

2.2 Portföy Hakkında Bilgiler

2.2.1 Denizli Sinpaş Aquacity Projesi

Sinpaş Aquacity Projesi; A1, B1A, B1B, B2, B3, C1, C2, C3, C4, C5, C6, C7, D1, D2, D3, D4, D5, F1 ve F2 olmak üzere toplam 19 adet konut bloğu ve bir adet kulüp evinden oluşmaktadır. 30.09.2023 tarihi itibarıyla F2 blok hariç diğer blokların inşaatları tamamlanmış durumdadır. F2 bloğun inşai faaliyetleri devam etmekte olup tamamlanma seviyesi 30.09.2023 tarihi itibarıyla %94,50’dir.

30.09.2023 tarihi itibarı ile Sinpaş Aquacity Projesi’nde toplam 355 bağımsız bölüm bulunmaktadır. F2 blok hariç diğer bloklarda 64 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. F1 blokta 11 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Bu bağımsız bölümlerden 3 tanesinin ön satışı gerçekleşmiştir. 11 adet bağımsız bölümün bir tanesini ise Şirket AVM yönetim ofisi olarak kullanmakta olup söz konusu ünite, maddi duran varlıklarda sınıflandırılmıştır. İnşası devam eden F2 bloğunda 289 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Söz konusu bağımsız bölümlerden 30.09.2023 itibarıyla 79 adedinin ön satışı gerçekleşmiştir. Ticari ünite vasıflı kulüp evinde ise iki adet ticari ünite yer almakta olup söz konusu ticari üniteler yatırım amaçlı gayrimenkuller içerisinde takip edilmektedir.

2.2.2 Aqua Mall AVM

Aqua Mall AVM, Denizli İli, Merkez Efendi İlçesi Kayaköy (Bozburun) Mahallesi’nde Sinpaş Aquacity’nin hemen önünde yer alan 556 ada, 11 nolu parsel üzerine inşa edilmiştir. Aqua Mall AVM, 68 adet bağımsız bölümden (dükkan) oluşmaktadır. Şirket ilgili bağımsız bölümleri kiralamakta ve kira geliri elde etmektedir. Şirket kendisine ait olan bağımsız bölümleri finansal tablolarda gerçeğe uygun değerleri ile ölçümlemekte olup yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi içerisinde takip etmektedir.

2.2.3 2 Katlı AVM (Metro Gross Market)

Denizli İli, Merkez Efendi İlçesi Kayaköy (Bozburun) Mahallesi’nde 556 ada 4 nolu parselde yer alan 2 katlı AVM, Sinpaş Aquacity Projesi’nin hemen yanında bulunmaktadır ve Metro Grossmarket tarafından kiralanmıştır. Şirket, binayı ve arsaları finansal tablolarda gerçeğe uygun değerleri ile ölçümlemekte olup yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi içerisinde takip etmektedir.

2.2.4 Arsalar

Denizli ili, Merkezefendi İlçesi, Kayaköy (Bozburun) Mahallesi’nde 556 ada, 5-6-7-8 parseller ile 557 ada ve 1 parselde yer alan 5 adet arsa, Şirket tarafından yatırım amaçlı olarak elde tutulmaktadır. Şirket, arsaları, finansal tablolarda gerçeğe uygun değerleri ile ölçümlemekte olup yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemi içerisinde takip etmektedir.

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

(TL)	BİLANÇO			
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	858.817	3.544.203	3.884.477	23.968.705
Ticari alacaklar	7.713.053	20.823.084	22.781.749	39.459.657
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	4.237.249	14.861.497	22.183.675	37.942.252
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	3.475.804	5.961.587	598.074	1.517.405
Diğer Alacaklar	370.465	367.733	247.531	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	327.607	265.388	181.476	-
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	42.858	102.345	66.055	-
Stoklar	45.077.716	39.336.629	26.134.604	180.831.461
Peşin Ödenmiş Giderler	165.004	160.664	19.408.675	15.780.830
Diğer Dönen Varlıklar	9.144.537	4.425.154	-	1.824.773
Dönen Varlıklar	63.329.592	68.657.467	72.457.036	261.865.426
Ticari Alacaklar	2.520.315	605.467	18.734.232	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	1.311.885	334.030	17.558.397	-
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	1.208.430	271.437	1.175.835	-
Diğer Alacaklar	158.673	157.356	161.664	152.731
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	158.673	157.356	161.664	152.731
Stoklar	54.298.511	55.627.245	80.525.873	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	377.072.000	744.635.000	1.362.575.000	2.102.430.000
Maddi Duran Varlıklar	2.372.518	2.131.341	2.043.809	1.948.629
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.111	2.383	-	-
Ertelemiş Vergi Varlığı	77.167.239	128.538.826	34.253.344	-
Diğer Duran Varlıklar	14.835.600	14.835.600	13.614.365	24.810.037
Duran Varlıklar	528.431.967	946.533.218	1.511.908.287	2.129.341.397
Toplam Varlıklar	591.761.559	1.015.190.685	1.584.365.323	2.391.206.823
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	178.950.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	188.168.290	153.420.628	260.482.772	262.028.852
Ticari Borçlar	1.312.293	1.393.429	24.154.142	12.599.834
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	228.728	300.884	23.046.944	9.240.435
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	1.083.565	1.092.545	1.107.198	3.359.399
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	92.506	99.887	308.065	380.450
Diğer Borçlar	423.606.058	730.821.830	415.379.137	207.182.435
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	11.766	18.827	551.750	1.540.249
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	423.594.292	730.803.003	414.827.387	205.642.186
Ertelemiş Gelirler	985.591	106.943	4.410.883	79.801
Kısa Vadeli Karşılıklar	82.014	96.033	192.454	141.602
Kısa Vadeli Yükümlülükler	614.246.752	885.938.750	704.927.453	661.362.974
Uzun Vadeli Borçlanmalar	143.307.945	337.469.498	253.339.028	260.742.813
Diğer Borçlar	113.880.330	183.501.791	204.593.532	487.185.896
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	814.227	857.929	1.269.560	2.639.292
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	113.066.103	182.643.862	203.323.972	484.546.604
Ertelemiş Gelirler	121.364	152.816	74.502.409	141.096.143
Uzun Vadeli Karşılıklar	117.775	237.829	626.981	336.798
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	257.427.414	521.361.934	533.061.950	889.361.650
Ödenmiş Sermaye	5.000.000	5.000.000	500.000.000	525.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	2.508	(27.663)	(248.581)	(443.627)
Geçmiş yıllar karları/ (zararları)	(107.770.284)	(284.915.115)	(397.082.336)	(153.375.499)
Net dönem karı	(177.144.831)	(112.167.221)	243.706.837	469.301.325
Toplam Özkaynaklar	(279.912.607)	(392.109.999)	346.375.920	840.482.199
Toplam Kaynaklar	591.761.559	1.015.190.685	1.584.365.323	2.391.206.823

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 5: Gelir Tablosu

(TL)	Gelir Tablosu				
	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	24.000.122	35.568.985	85.846.878	68.354.642	65.862.369
Satışların Maliyeti	(10.844.714)	(10.953.002)	(19.250.164)	(16.134.012)	(8.112.902)
Brüt Kar / Zarar	13.155.408	24.615.983	66.596.714	52.220.630	57.749.467
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(881.249)	(518.548)	(844.745)	(583.854)	(694.118)
Genel Yönetim Giderleri	(1.018.667)	(1.178.306)	(2.882.759)	(1.386.636)	(7.204.223)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10.175.943	2.026.844	2.796.074	1.604.089	883.721
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(9.163.027)	(1.576.060)	(1.214.497)	(637.835)	(592.752)
Esas Faaliyet Kar / Zarar	12.268.408	23.369.913	64.450.787	51.216.394	50.142.095
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	28.448.500	367.563.000	618.070.000	265.430.000	739.855.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	(1.165)	-	-	-
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar / Zararı	40.716.908	390.931.748	682.520.787	316.646.394	789.997.095
Finansman Gelirleri	-	-	-	-	42.480
Finansman Giderleri	(265.522.067)	(554.460.499)	(344.331.171)	(242.929.549)	(286.549.485)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	(224.805.159)	(163.528.751)	338.189.616	73.716.845	503.490.090
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri	47.660.328	51.361.530	(94.482.779)	(27.911.960)	(34.188.765)
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	-	-	(142.067)	-	-
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri</i>	47.660.328	51.361.530	(94.340.712)	(27.911.960)	(34.188.765)
Dönem Karı / Zararı	(177.144.831)	(112.167.221)	243.706.837	45.804.885	469.301.325

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (TL)	30.09.2023
A. Nakit	3.527
B. Nakit Benzerleri	23.965.178
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-
D. Likidite (A+B+C)	23.968.705
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	178.950.000
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	262.028.852
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	-
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	440.978.852
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	417.010.147
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	260.742.813
L. Tahviller	-
M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	-
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	260.742.813
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	677.752.960

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 25 Ekim 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Maliyet Yaklaşımı ("Net Aktif Değer Analizi") ve Pazar Yaklaşımı ("Çarpan Analizi") dikkate alınmıştır.

4.1 Net Aktif Değer Analizi

GYO'ların değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar, ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Net aktif değer hesaplamasında Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Lotus")'nin hazırladığı 4 adet değerlendirme raporu ile Şirket'in 30.09.2023 TFRS mali tabloları dikkate alınmıştır.

Batı Ege GYO'nun net aktif değer hesaplaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 7: Batı Ege GYO Net Aktif Değer Hesaplaması

Batı Ege GYO NAD Tablosu		
Gayrimenkuller, Gayrimenkul Projeleri, Gayrimenkule Dayalı Haklar	Ekspertiz Değeri (TL)	Toplam Portföy Oranı (%)
A. Arsalar ve Araziler	1.143.470.000	36%
Denizli İli Merkezefendi İlçesi Kayalar Mahallesi. 556 Ada 5-6-7-8 Parseller, 557 Ada 1 Parsel	1.143.470.000	
B. Projeler	1.056.273.929	34%
Aqua City Denizli Sitesi (354* adet Bağımsız Bölüm)	1.056.273.929	
C. Binalar	952.365.000	30%
Metro Grossmarket	366.050.000	
AquaMall AVM	586.315.000	
D. İştirakler	-	0%
I. Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (A+B+C+D)	3.152.108.929	100%
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	23.968.705	
Ticari Alacaklar (+)	39.459.657	
Diğer Dönen Varlıklar (+)	17.605.603	
Diğer Duran Varlıklar (+)	26.911.397	
II. Aktif Toplamı	3.260.054.291	
Finansal Borçlar (-)	701.721.665	
Ticari Borçlar (-)	12.599.834	
Diğer Borçlar (-)	694.368.331	
Diğer KV+UV Yükümlülükler (-)	142.034.794	
III. Pasif Toplamı	1.550.724.624	
Net Aktif Değer(II-III)	1.709.329.667	

*556 ada 10 Parsel / Aquacity Projesi F1 Blok'da yer alan 4.650.000 TL değerindeki 1 adet ticari ünite, Şirket'in idari amaçlı kullanımı sebebiyle finansal tablolarda MDV olarak sınıflandırılmış olup bu taşınmazın gerçeğe uygun değeri dikkate alınmamıştır. 30.09.2023 Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan maliyet değeri ile yukarıdaki tabloda "Diğer Duran Varlıklar" hesabına dahil edilmiştir.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu doğrultuda Batı Ege GYO'nun Net Aktif Değeri'ni 30.09.2023 tarihli bilançosuna göre yukarıdaki tabloda belirtildiği gibi **1.709.329.667 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2 Piyasa Çarpanı Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa değeri bulunabilmesi için piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Değerleme Çarpanlarının seçiminde Şirket'in faaliyet ve gelirlerinin yapısı önem kazanmaktadır. Ürün ve hizmet üretim faaliyetlerinde bulunan şirketlerin esas faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önem kazanırken, ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değerleri ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede Şirket için en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değerinin, Borsa'da işlem gören GYO'ların piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan PD / NAD (Piyasa Değeri / Net Aktif Değer) çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirilmiştir ve değerlendirilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmekte olan 42 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı incelenmiştir. Portföyünde ağırlıklı olarak otel ve alışveriş merkezi bulunan 10 adet şirket, (Akfen GYO A.Ş., Akmerkez GYO A.Ş., Doğu GYO A.Ş., Kızılbük GYO A.Ş., Kuzugrup GYO A.Ş., Martı GYO A.Ş., Panora GYO A.Ş., Pera GYO A.Ş., Yeni Gimat GYO A.Ş. ve TSKB GYO A.Ş.) otobüs terminali bulunan 1 adet şirket (Avrasya GYO A.Ş.) portföy içeriklerinin farklılık göstermesi sebebiyle piyasa çarpan havuzuna dahil edilmemiştir. Ek olarak altyapı yatırımları yapan Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO A.Ş., TOKİ ortaklığı ve büyüklüğü nedeniyle Emlak Konut GYO A.Ş. ve iflas davası süren Yeşil GYO A.Ş. de örneklem kümesine dahil edilmemiştir. Nihai olarak Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmekte olan 42 GYO'dan 28 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

Tablo 8: BİST'te İşlem Görmekte Olan GYO'ların PD/NAD Çarpan Değerleri

Borsa Kodu	Şirket	Net Aktif Değer (TL)	Piyasa Değeri (TL)	PD/NAD
AKSGY	Akiş GYO A.Ş.	11.930.444.250	9.096.500.000	0,76
ALGYO	Alarko GYO A.Ş.	6.245.818.484	6.201.720.000	0,99
ATAGY	Ata GYO A.Ş.	289.363.521	458.375.000	1,58
AGYO	Atakule GYO A.Ş.	1.821.788.512	2.414.827.800	1,33
ASGYO	Asce GYO A.Ş.	8.733.315.485	12.244.220.000	1,40
DZGYO	Deniz GYO A.Ş.	1.762.905.925	2.020.000.000	1,15
EYGYO	EYG GYO A.Ş.	1.470.212.740	1.712.700.000	1,16
FZLGY	Fuzul GYO A.Ş.	3.838.413.653	4.884.480.000	1,27
HLGYO	Halk GYO A.Ş.	11.554.114.790	7.347.600.000	0,64
IDGYO	İdealist GYO A.Ş.	172.865.021	324.500.000	1,88
ISGYO	İş GYO A.Ş.	20.308.935.138	22.434.750.000	1,10
KLGYO	Kiler GYO A.Ş.	13.850.070.001	5.217.300.000	0,38
KGYO	Koray GYO A.Ş.	883.517.211	1.696.800.000	1,92
KRGYO	Körfez GYO A.Ş.	639.073.999	2.620.200.000	4,10
MSGYO	Mistral GYO A.Ş.	2.773.953.452	1.246.898.802	0,45
NUGYO	Nurol GYO A.Ş.	1.511.004.409	2.545.291.320	1,68
OZKGY	Özak GYO A.Ş.	24.044.962.425	14.050.400.000	0,58
OZGYO	Özderici GYO A.Ş.	2.336.768.255	1.472.500.000	0,63
PSGYO	Pasifik GYO A.Ş.	15.673.087.583	10.217.200.000	0,65
PEKGY	Peker GYO A.Ş.	1.865.128.781	15.982.233.203	8,57
RYGYO	Reysaş GYO A.Ş.	13.453.353.386	13.090.000.000	0,97
SRVGY	Servet GYO A.Ş.	7.965.865.504	18.402.800.000	2,31
SNGYO	Sinpaş GYO A.Ş.	15.302.314.948	4.545.000.000	0,30
SEGYO	Şeker GYO A.Ş.	3.227.589.689	3.107.781.181	0,96
TDGYO	Trend GYO A.Ş.	213.544.565	593.400.000	2,78
TRGYO	Torunlar GYO A.Ş.	34.811.424.000	33.600.000.000	0,97
VKGYO	Vakıf GYO A.Ş.	5.854.786.578	2.553.350.000	0,44
ZRGYO	Ziraat GYO A.Ş.	19.826.868.575	23.937.462.000	1,21
Medyan				1,05

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer şirketlerin PD / NAD çarpanı medyanı 1,05x olarak hesaplanmaktadır. Net aktif değer çarpanında uç değerler elenerek medyan kullanıldığında hesaplanan çarpan değerine ekstra iskonto uygulanmamıştır. Bu çarpan değerine göre, Batı Ege GYO'nun özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9: PD / NAD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	
Batı Ege GYO Net Aktif Değeri	1.709.329.667
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı Medyanı (x)	1,05
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	1.792.756.399

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

Net aktif değeri ile PD / NAD çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Değer (TL)
Net Aktif Değer (NAD)	1.709.329.667	50%	854.664.834
Piyasa Yaklaşımı (PD/NAD)	1.792.756.399	50%	896.378.199
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri			1.751.043.033

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

%50 - %50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 1.751.043.033-TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 11: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	525.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.751.043.033
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	3,34
Halka Arz İskontosu	10,05%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	1.575.000.000
Halka Arz Pay Fiyatı	3,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı %10,05 olarak hesaplanmıştır.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki 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 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 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Kartil hesaplaması yöntemi ile uç değerlerin elenerek medyan hesaplanması doğru bir yaklaşım olmuştur.
- Portföyünde ağırlıklı olarak otel ve alışveriş merkezi bulunan GYO'ların ve otobüs terminali bulunan GYO'nun portföy içeriklerinin farklılık göstermesi sebebiyle çarpan kümesine dahil edilmemesini uygun bulmaktayız.
- Altyapı yatırımları yapan Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO A.Ş.'nin, TOKİ ortaklığı bulunan ve büyüklüğü görece yüksek olan Emlak Konut GYO A.Ş.'nin ve iflas davası süren Yeşil GYO A.Ş.'nin örneklem kümesine dahil edilmemesini uygun bulmaktayız.

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.

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 (Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpanları,) Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemle eşit ağırlık verilmesi 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 3,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.