



BATI EGE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



28 Kasım 2023

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
3.2. Finansal Tablolar	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	5
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	5
5.1. Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer Yöntemi)	5
5.2. Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi).....	6
6. SONUÇ	8
7. GÖRÜŞ	8

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meks Yatırım") tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") konsorsiyum lideri aracı kurum olduğu Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Batı Ege GYO", "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meks Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İhraççı	Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halka Arz Kodu	BEGYO
Halka Arz Büyüklüğü	Sermaye Artırımı : 290.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye	525.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Sermaye	815.000.000 TL nominal
Halka Açıklık Oranı	%35,58
Talep Toplama Tarihleri	30 Kasım-1 Aralık 2023
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Fiyat	3,00 TL
Tahsisat Grupları	Yurt içi Bireysel Yatırımcılar : 70% Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar : 20% Yurt dışı Kurumsal Yatırımcılar : 10%
Satmama Taahhüdü	Şirket ve tüm şirket ortakları için 12 ay
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.

Kaynak: Batı Ege GYO Halka Arz İzahnamesi, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Batı Ege Gayrimenkul Geliştirme ve Yatırım Ticaret A.Ş. unvanıyla, Gayrimenkul sektörünün lider kuruluşu Sinpaş Yapı Endüstrisi A.Ş. ile tekstil sektörü ve Ege Bölgesinin önde gelen yatırımcılarından olan Baltalı Grup ile birlikte 2012 yılında kurulmuştur. 20.07.2023 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşerek Batı Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanını almıştır.

Batı Ege Gayrimenkul Portföyü

- Aqua City Sitesi**

Batı Ege'nin ilk gayrimenkul yatırımıdır ve Denizli'nin ilk karma kullanımlı (mixed use) projesidir.

64.532 m2 yüzölçümüne sahip Denizli, Merkezefendi, Kayaköy 556 ada 10 nolu parsel inşa edilmiştir.

Site; 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. Proje kapsamında toplam 1.193 adet konut ve 3 adet dükkân mevcuttur. Denizli Sinpaş Aquacity Projesi (3 Kasım 2023 itibari ile) Teslim Edilen Konut Adedi 841 Ön satışı Gerçekleşmiş Henüz Teslim Edilmemiş Konut Adedi 82 Ticari Ünite Adedi 3 Henüz Ön satışı/Satışı Gerçekleşmemiş Konut Adedi 270 Aquacity'deki Toplam Bağımsız Bölüm Adedi 1.196 I- Aqua City Sitesi

F2 blok hariç Proje'nin kalan bloklarının inşaatı tamamlanmıştır; F2 Bloкта ise son kalan ince imalatlar yapılmakta olup tamamlanma seviyesi %94,5 dir.

Proje bünyesinde çocuk plajı, göletler, açık ve kapalı otopark, 7/24 güvenlik hizmeti, kontrollü giriş, jeneratör, çok amaçlı spor sahası, çocuk oyun alanları vb. yer almaktadır.

Projede 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 tertibinde daireler mevcut olup kiler bulunan daireler 3,5+1 ve 4,5+1 olarak pazarlanmaktadır.

- **Aquamall AVM**

AquaMall AVM, 36.964,72 m2 yüzölçümüne sahip Denizli, Merkezefendi, Kayaköy, 556 ada 11 nolu parsel üzerine inşa edilmiştir.

Toplam kullanım alanı 37.219 m2 'dir.

Aqua Mall AVM'de, 68 adet bağımsız bölümden (dükkan) oluşmaktadır. İlgili bağımsız bölümleri kiralamakta ve kira geliri elde etmektedir.

- **Metro Market Binası**

17.652 m2 yüzölçümüne sahip Denizli İli, Merkez Efendi İlçesi Kayaköy (Bozburun) Mahallesi'nde yer alan 556 ada 4 nolu parselde inşaa edilmiştir.

Toplam toplam 8.194 m2 kullanım alanına sahiptir. Sinpaş Aqua City Sitesi'nin hemen yanında yer almakta olup Metro Grossmarket tarafından kiralanmıştır.

- **Arsalar**

Şirket'in; Denizli İli, Merkezefendi İlçesi, Kayaköy (Bozburun) Mahallesi'nde yer alan 556 ada, 5-6-7-8 parseller ile 557 ada 1 parselde yer alan 5 adet arsası bulunmaktadır.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in son durum itibarıyla pay sahiplerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)
Deniz Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	2.614.500	0,50	2.614.500	0,32
	C	215.260.000	41,00	215.260.000	26,41
Hürsan Havlu Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	567.000	0,11	567.000	0,07
	C	46.683.000	8,89	46.683.000	5,72
Derya Baltalı	A	126.000	0,02	126.000	0,02
	C	10.374.000	1,98	10.374.000	1,27
Sinpaş Yapı Endüstri A.Ş.	B	2.992.500	0,57	2.992.500	0,36
	C	246.382.500	46,93	246.382.500	30,23
Halka Açık	C	-	-	290.000.000	35,58
Toplam	A+B+C	525.000.000	100,00	815.000.000	100,00

Kaynak: Batı Ege GYO Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

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

3.2. Finansal Tablolar

Özet Finansal Durum Tablosu (Milyon TL)

TL	2020	2021	2022	2023/09
Dönen Varlıklar	63,3	68,7	72,5	261,8
Duran Varlıklar	528,4	946,5	1.511,9	2.129,3
Toplam Varlıklar	591,8	1.015,2	1.584,4	2.391,2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	614,2	885,9	704,9	661,3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	257,4	521,4	533,1	889,3
Özkaynaklar	-279,9	-392,1	346,4	840,4
Toplam Kaynaklar	591,8	1.015,2	1.584,4	2.391,2

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

Özet Kar-Zarar Tablosu (Milyon TL)

TL	2021	2022	2022/09	2023/09
Hasılat	35,6	85,8	68,3	65,8
Satışların Maliyeti (-)	-11,0	-19,3	-16,1	-8,1
Brüt Kar/Zarar	24,6	66,6	52,2	57,7
Esas Faaliyet Kar/ Zararı	23,4	64,5	51,2	50,1
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	390,9	682,5	316,6	789,9
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	-163,5	338,2	73,7	503,5
Dönem Karı/Zararı	-112,2	243,7	45,8	469,3

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	870.000.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİ	840.997.236 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran (%)
Aquacity Sitesi'nde yer alan F2 bloğunun inşaatının finansmanı	%3-5
Kısa ve uzun vadeli finansal borçların ödenmesi	%87-90
İlişkili taraflara olan borçların bir kısmının ödenmesi	%5-10
TOPLAM	%100

Kaynak: 02.11.2023 Tarih ve 2023/44 Sayılı Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Kararı

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Batı Ege GYO'nun pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Analizi (Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi)

5.1. Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer Yöntemi)

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.'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.

Batı Ege GYO NAD Tablosu	
Gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar	Ekspertiz değeri (TL)
A.Arsa ve araziler	1.143.470.000
Denizli ili Merkezefendi ilçesi kayalar Mh. 556 Ada 5-6-7-8 Parseller, 557 ada 1 parsel	1.143.470.000
B.Projeler	1.056.273.929
Aqua City Denizli Sitesi (354* adet bağımsız bölüm)	1.056.273.929
C.Binalar	952.365.000
Metro Grossmarket	366.050.000
Aquamall AVM	586.315.000
D.İştirakler	-
I.Toplam Gayrimenkul portföy değeri (A+B+C)	3.152.108.929
E.Nakit ve nakit benzerleri (+)	23.968.705
F.Ticari alacaklar (+)	39.459.657
G.Diğer dönen varlıklar (+)	17.605.603
K.Diğer duran varlıklar (+)	26.911.397

II. Aktif Toplamı (I+E+F+G+K)	3.260.054.291
L. Finansal borçlar (-)	701.721.665
M. Ticari borçlar (-)	12.599.834
N. Diğer borçlar (-)	694.368.331
P. Diğer KV +UV yükümlülükler (-)	142.034.794
III. Pasif toplamı (L+M+N+P)	1.550.724.624
Net aktif değer (II-III)	1.709.329.667

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

*556 ada 10 parsel/Aquacity Projesi F1 blok'ta yer alan 4.650.000 TL değerindeki 1 adet ticari ünite. şirketin 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 yukarıda tabloda "diğer duran varlıklar" hesabına dahil edilmiştir.

5.2. Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi)

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa değeri bulunabilmesi için piyasa çarpanlar analizi kullanılmıştır. Değerleme çarpanlarının seçiminde Şirketin faaliyet ve gelirlerinin yapısı önem kazanmaktadır. Ürün ve hizmet üretim faaliyetinde bulunan şirketlerin esas faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önem kazanırken ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değerleri ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede şirket için en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değerinin borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının piyasa değerlerinin ve net aktif değerlerinin karşılaştırılması ile hesaplanan piyasa değeri/ net aktif değer çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde borsa İstanbul AŞ'de işlem görmekte olan 42 adet gayrimenkul yatırım Ortaklığı incelenmiştir. Portföyünde ağırlıklı olarak otel ve alışveriş merkezi bulunan 10 adet şirket portföy içeriklerinin farklılık göstermesi sebebiyle piyasa çarpan havuzuna dahil edilmemiştir. Ek olarak altyapı yatırımları yapan başkent Doğalgaz dağıtım gayrimenkul yatırım Ortaklığı A.Ş. TOKİ ortaklığı ve büyüklüğü nedeniyle emlak konut gayrimenkul yatırım Ortaklığı A.Ş. ve iflas davası süren yeşil gayrimenkul yatırım Ortaklığı A.Ş.'de örneklem kümesine dahil edilmemiştir. Nihai olarak borsa İstanbul AŞ'de işlem görmekte olan 42 GYO'dan 28 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

PD/NAD Çarpan analizinde kullanılan net aktif değer aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

30.09.2023	TL
Net aktif değer	1.709.329.667

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

PD/NAD Çarpan Analizi

PD/NAD çarpanı Duran varlık ağırlıklı portföyü bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için pazar katılımcıları tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Bu doğrultuda Yurt içi çarpan analizinde BİST'de işlem gören 28 adet seçilmiş gayrimenkul yatırım Ortaklığının 30.06.2023 finansal dönem verileri dikkate alınmıştır. Çarpanların belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi için kartil hesaplaması yapılmıştır. Bu yöntem veri kümesinin dağılımı hakkında bilgi almak için kullanılmaktadır. İstatistikte veri kümesinin kartilleri Q1, Q2 ve Q3 olarak adlandırılır.

- Q1, Birinci kartil veya alt kartil olarak adlandırılmakta ve veri kümesinin en düşük %25 temsil etmektedir.
- Q2, ikinci kartil olarak adlandırılır ve veri kümesinin orta değerini temsil eder.
- Q3, üçüncü kartildir ve veri kümesinin en yüksek %25'ini temsil eder.

Aykırı değer hesaplanırken çarpan değerinin Q1-1.5(IQR) veya Q3+1.5(IQR) değerlerinin dışında olup olmadığı kontrol edilmektedir. Değer bu Aralığın dışındaysa aykırı değer olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemle göre çarpan havuzundaki aykırı değerler tespit edilip medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Kartil Hesaplaması

	PD/NAD
Q1	0,65
Q3	1,61
IQR	0,96
Üst sınır	3,05
Alt sınır	-0,79
Medyan	1,05

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

BİST'te İşlem Görmekte Olan GYO'ların PD/NAD Çarpanları

Şirket kodu	NAD	PD	PD/NAD
AKSGY	11.930.444.250	9.096.500.000	0,76
ALGYO	6.245.818.484	6.201.720.000	0,99
ATAGY	289.363.521	458.375.000	1,58
AGYO	1.821.788.512	2.414.827.800	1,33
ASGYO	8.733.315.485	12.244.220.000	1,40
DZGYO	1.762.905.925	2.020.000.000	1,15
EYGYO	1.470.212.740	1.712.700.000	1,16
FZLGYO	3.838.413.653	4.884.480.000	1,27
HLGYO	11.554.114.790	7.347.600.000	0,64
IDGYO	172.865.021	324.500.000	1,88
ISGYO	20.308.935.138	22.434.750.000	1,10
KLGYO	13.850.070.001	5.217.300.000	0,38
KGYO	883.517.211	1.696.800.000	1,92
KRGYO	639.073.999	2.620.200.000	4,10
MSGYO	2.773.953.452	1.246.898.802	0,45
NUGYO	1.511.004.409	2.545.291.320	1,68
OZKGY	24.044.962.425	14.050.400.000	0,58
OZGYO	2.336.768.255	1.472.500.000	0,63
PSGYO	15.673.087.583	10.217.200.000	0,65
PEKGY	1.865.128.781	15.982.233.203	8,57
RYGYO	13.453.353.386	13.090.000.000	0,97
SRVGYO	7.965.865.504	18.402.800.000	2,31
SNGYO	15.302.314.948	4.545.000.000	0,30
SEGYO	3.227.589.689	3.107.781.181	0,96
TDGYO	213.544.565	593.400.000	2,78
TRGYO	34.811.424.000	33.600.000.000	0,97
VKGYO	5.854.786.578	2.553.350.000	0,44
ZRGYO	19.826.868.575	23.937.462.000	1,21
Medyan			1,05x

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

Benzet şirketlerin PD/NAD Çarpanı medyanın 1,05x olarak hesaplanmaktadır. Net aktif değer çarpanında uç değerler elenerek medyan kullanıldığından hesaplanan çarpan değerine ekstra iskonto uygulanmamıştır. Bu çarpan değerine göre batı Ege gayrimenkul yatırım Ortaklığının öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

PD/NAD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	
Batı Ege GYO Net Aktif Değeri	1.709.329.667
Benzer şirketler PD/NAD çarpanı medyanı	1,05
Benzer şirketler çarpanına göre özsermaye değeri	1.792.756.399

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

6. SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarını şirketin değerinin makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir. Net aktif değeri ile PD/NAD çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

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 iskontosu	%10,05
Halka arz iskontosu sonrası özsermaye değeri	1.575.000.000
Halka arz pay başına fiyat	3,00

Kaynak: Batı Ege GYO Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

- Halk Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Batı Ege GYO'nun yatırım şirketi olarak faaliyet göstermesi sebebiyle Net Aktif Değer yönteminin kullanılmasının uygun olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarından benzer portföy yapısına sahip şirketlerin seçilmesinin makul olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsalleri'nde PD/NAD çarpanının kullanılmasının ve ilgili çarpanlar için uç değerlerin elemine edilmesinin makul olduğu görüşünderiz.
- Batı Ege GYO'nun değerlemesinde Piyasa Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Hesaplanan şirket değerine uygulanan %10,05 halka arz iskontosunun mevcut piyasa koşullarına göre gayrimenkul sektörü için daha yüksek olabileceği görüşünderiz.

Sonuç olarak, Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan 3,34-TL birim pay değerine uygulanan %10,05'luk halka arz iskontosu ile hesaplanan 3,00-TL halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz