

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Halk Yatırım) tarafından hazırlanan AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Halka Arz Bilgileri

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	
Borsa Kodu	AHSGY
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %75 Yurt İçi Kurumsal : %25
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	21-22-23 Ağustos 2024
Halka Arz Öncesi Sermaye	145.000.000 TL
Sermaye Artırımı	50.000.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	195.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,64%
Talep Toplama Fiyatı	25,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.260.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.654.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.914.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2024/03	2,65
FD/FAVÖK 2024/03	260,93
PD/DD 2024/03	1,06

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2024/03	3,56
FD/FAVÖK 2024/03	260,93
PD/DD 2024/03	1,04

Özet Bilgi

- AHES GYO, 03 Ocak 2012 tarihinde "Süleyman Ekşi Yapı İnşaat Taahhüt Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanıyla kurulmuş olup 802399-0 ticaret sicil numarasına sahiptir. Şirket, 22 Mayıs 2015 tarihi itibarıyla unvan ve nevi değişikliğine giderek "Süleyman Ekşi İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanını kullanmaya başlamıştır.
- Şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşüm kapsamında, T.C. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05 Aralık 2023 tarih ve E-12233903-340.02-46161 sayılı izni ardından, 22 Aralık 2023 tarihinde yapılan ve 29 Aralık 2023 tarihinde tescil edilen Genel Kurul kararı ile Esas Sözleşme'sini değiştirerek "AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" unvanı ile gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşümü sonrası Şirket'in fiili faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır.
- Şirketin kayıtlı merkezi, Kısıklı Mah. Alemdağ Cad. D Blok K:3 No:53 Üsküdar / İstanbul adresinde bulunmaktadır.
- Grup'un mevcut portföyünde, halihazırda tamamlanmış 3 projesi ve tamamlanmamış 5 proje bulunmak üzere toplam sekiz varlık bulunmaktadır. Portföyündeki projeler İstanbul, Kocaeli ve Antalya illerinde yer almaktadır.
- Grup'un portföyünde tamamlanmış olarak bulunan varlıklar aşağıdaki gibidir:
 - Çamlıca Okul Binası; Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış değerlendirme rapor uyarınca maliyet yaklaşımı sonucu bulunan değer tespiti ile taşınmazın toplam değeri KDV hariç 1.343.600.000 TL'dir.
 - Gaziosmanpaşa Vadi Evleri; Projenin yapımına 2020 yılında TOKİ tarafından başlanmış olup, 2023 Eylül ayı itibarıyla projenin inşası tamamlanmış ve Şirket'e teslimi gerçekleşmiştir. Vadi Evleri projesi 813 konut ve 31 adet dükkândan oluşmakta olup 174 adet konut dairesi Şirket'e aittir. Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış değerlendirme raporu uyarınca 31.03.2024 tarihli itibarıyla gerçeğe uygun değeri 1.206.255.000 TL'dir.
 - Gaziosmanpaşa 28 Adet Dükkân/1 adet Ticari Yapı; Proje 30.162,97 m2 arsa alanına sahip olup piyasa değeri 40.550.000 TL'dir.
- Grup'un portföyünde bulunan henüz inşaat ruhsatı alınmamakla birlikte proje geliştirmesi planlanan arsa niteliğindeki taşınmazlar aşağıdaki gibidir:
 - Pendik Ticari ve Konut Nitelikli Arsa; 31.03.2024 değer tarihli Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış değerlendirme raporu uyarınca ilgili projenin gerçekleştirileceği arsanın toplam değeri KDV hariç 805.000.000 TL'dir.
 - Gebze Ticari Nitelikli Arsa; 31.03.2024 değer tarihli Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış değerlendirme raporu uyarınca ilgili projenin gerçekleştirileceği arsanın değeri KDV hariç 250.000.000 TL'dir.
 - Gaziosmanpaşa Arsa; Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış 31.03.2024 değer tarihli değerlendirme raporunda, ilgili projenin geliştirileceği arsanın toplam değerinin KDV hariç 285.000.000 TL olduğu belirtilmiştir.

- Gazipaşa Arsa; Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31.03.2024 değer tarihli olarak hazırlanmış değerlendirme raporunda ilgili projenin geliştirileceği arsanın değeri KDV hariç 65.000.000 TL olarak belirlenmiştir.
- Gazipaşa Otel Tesisi Gerçekleştirmek Üzere Tahsis Edilen Üst Kullanım Hakkı; Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından açılmış olunan 2023/1 tahsis şartnamesinde yer alan Antalya ili, Gazipaşa ilçesindeki arsanın 49 yıl süre ile üst kullanım hakkı ihalesini 2023 yılının Haziran ayında Şirket kazanmıştır. Ön izin hakkı kapsamında ön izin hakkı alınan arsaların üzerinde gerçekleştirilen tesislerin işletmeye açılmasından sonra toplam yıllık işletme hasılatı üzerinden Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı'na %1 (yüzde bir) oranında pay ödenir. Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31.03.2024 değer tarihli olarak hazırlanmış değerlendirme raporuna göre ilgili gayrimenkulün üst kullanım hakkının, 31.03.2024 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun piyasa değeri toplamı KDV hariç 1.576.000.000 TL olarak tespit edilmiştir.

	Coğrafi Konum	Arsa Alanı (m2)	Proje Tamamlama Oranı	Piyasa Değeri (TL)
Çamlıca Okul Binası	İstanbul / Üsküdar	5.437,02	100%	1.343.600.000
Gaziosmanpaşa Vadi İstanbul	İstanbul /Gaziosmapaşa	30.162,97	100%	1.206.255.000
Gaziosmanpaşa 28 Adet Dükkan / 1 adet Ticari Yapı	İstanbul /Gaziosmapaşa	30.162,97	100%	400.550.000
Pendik Arsa(Ticari ve Konut Nitelikli)	İstanbul /Pendik	12.046	0%	805.000.000
Gebze Arsa(Ticari ve Konut Nitelikli)	Kocaeli/Gebze	6.675,41	0%	250.000.000
Gaziosmanpaşa Arsa	İstanbul /Gaziosmapaşa	2.260,84	0%	285.000.000
Gazipaşa Arsa	Antalya/Gazipaşa	6.141,28	0%	65.000.000
Gazipaşa Arsa*	Antalya/Gazipaşa	53.676	0%	788.000.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*31.03.2024 tarihli Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış değerlendirme raporu uyarınca; T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından Kamu Taşınmazı Tahsis Şartnamesi 2023'1 kapsamında 1 yıl süre ile verilen Ön İzin sürecinde şartların yerine getirilmesi için gereken zaman zarfında oluşabileceği öngörülen riskler ile ilgili belirlenen %50 oranının, takdir edilen üst hakkı kullanım oranına (2 / 3) tekabül eden değerleri, KDV hariç 788.000.000 TL olarak tahmin ve takdir edilmiştir.

- Grup'un Özkaynak yöntemiyle konsolidasyona dahil edilen şirketler aşağıdaki gibidir:
 - Çağrankaya Turizm A.Ş.
 - Sour Turizm A.Ş.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %75-80'ini Şirket'in İstanbul, Kocaeli ve Antalya'da bulunan mevcut arsalar üzerinde geliştirme ve inşaat finansmanında kullanılmak üzere,
- %10-15'i ilişkili olan taraflara olan borcun ödenmesinde,
- %10-15'i Şirket'in iştiraki pozisyonunda bulunan Sour Turizm A.Ş. ve Çağrankaya Turizm firmalarına sermaye ödemesinde,
- %0-5'inin işletme sermayesi ihtiyacında

kullanılması planlanmaktadır. Söz konusu fon kullanım oranları kategoriler arasında Şirket menfaatleri ve/veya ihtiyaçları doğrultusunda değişkenlik gösterebilmektedir.

Ortaklık Yapısı

AHES Gayrimenkul Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Süleyman Ekşi	65.250.000	45,00%	65.250.000	33,46%
Mücahid Hamza Ekşi	36.250.000	25,00%	36.250.000	18,59%
Ebubekir Ekşi	33.350.000	23,00%	33.350.000	17,10%
Ahes İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	10.150.000	7,00%	10.150.000	5,21%
Halka Açık Kısım			50.000.000	25,64%
Toplam	145.000.000	100,0%	195.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2021	2022	2023	2024/03
Dönen Varlıklar	332.857.709	264.290.811	254.860.076	251.000.713
Nakit Ve Nakit Benzerleri	81.609.084	14.908.440	1.777.823	1.607.192
Ticari Alacaklar	8.791.249	11.659.364	5.507.906	4.484.515
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	8.791.249	11.659.364	5.507.906	4.484.515
Diğer Alacaklar	0	1.709.705	0	0
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	3.361	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	1.706.344	0	0
Stoklar	226.691.709	226.691.709	234.873.193	234.873.193
Peşin Ödenmiş Giderler	2.088.424	71.511	1.077.319	791.254
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	7.074	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	13.677.243	9.243.008	11.623.835	9.244.559
Duran Varlıklar	2.022.302.829	2.394.813.181	3.413.372.342	3.429.001.226
Diğer Alacaklar	16.677	10.153	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	16.677	10.153	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	33.818.695	49.931.234
Kullanım Hakkı Varlıkları	121.027	303.221	241.548	226.130
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.983.452.040	2.376.355.940	3.149.595.139	3.149.150.000
Maddi Duran Varlıklar	2.330.410	1.441.813	993.912	980.563
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.977	66.392	27.400	17.651
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	228.695.648	228.695.648
Diğer Duran Varlıklar	36.271.698	16.635.662	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.939

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2021	2022	2023	2024/03
Kısa Vadeli Yükümlülükler	182.228.037	151.092.446	259.939.598	234.076.510
Kısa Vadeli Borçlanmalar	39.201	5.972.740	182.400.002	165.772.251
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	88.808.569	55.259.445	3.071.266	32.527
Ticari Borçlar	1.223.156	2.317.586	2.432.733	1.278.830
İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	1.223.156	2.317.586	2.432.733	1.278.830
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borç	185.316	137.232	246.557	194.158
Diğer Borçlar	782.087	39.607.247	51.045.729	45.385.899
İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar	452.812	39.587.372	47.849.566	45.229.102
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	329.275	19.875	3.196.163	156.797
Ertelenmiş Gelirler	51.470.671	47.414.821	20.320.312	20.346.928
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	108.420	0	62.445	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	449.125	383.375	360.554	465.917
Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vad. Kar	52.640	59.938	116.200	192.507
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	396.485	323.437	244.354	273.410
Uzun Vadeli Yükümlülükler	410.532.166	451.062.105	261.382	282.879
Uzun Vadeli Borçlanmalar	77.981.867	4.243.482	109.168	93.617
Uzun Vadeli Karşılıklar	100.836	84.092	152.214	189.262
Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Uzun Vadeli	100.836	84.092	152.214	189.262
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	332.449.463	446.734.531	0	0
Özkaynaklar	1.762.400.335	2.056.949.441	3.408.031.438	3.445.642.550
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.762.400.335	2.056.949.441	3.408.031.438	3.445.642.550
Ödenmiş Sermaye	145.000.000	145.000.000	145.000.000	145.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	498.005.973	498.005.973	498.005.973	498.005.973
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir.				
Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	-7.216	6.916	2.168	-3.806
Tanımlanmış Fay. Planları Yen. Ölçüm Kaz./Kay	-7.276	6.916	2.168	-3.806
Geçmiş Yıllar Karları	882.957.143	1.119.401.638	1.413.936.552	2.765.023.297
Net Dönem Karı/Zararı	236.443.895	294.534.914	1.351.086.745	37.617.086
TOPLAM KAYNAKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.939

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Gelir Tablosu					
TL	2021	2022	2023	2023/03	2024/03
Hasılat	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
<i>Yıllık Değişim</i>		11,7%	-27,0%	-75,0%	-6,3%
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
<i>Yıllık Değişim</i>		11,7%	-27,0%	-75,0%	-6,3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)	-686.540	-591.346	-47.053	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.447.633	-5.479.494	-10.319.169	-2.038.484	-6.464.493
Faaliyet Karı	29.469.871	34.799.362	19.450.491	5.421.871	523.666
<i>Yıllık Değişim</i>		18,1%	-44,1%	-72,1%	-90,3%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	80,5%	85,1%	65,2%	72,7%	7,5%
Amortisman	509.564	447.106	180.994	63.548	38.516
FAVÖK1	29.979.435	35.246.468	19.631.485	5.485.419	562.182
<i>Yıllık Değişim</i>		17,6%	-44,3%	-72,1%	-89,8%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	81,9%	86,2%	65,8%	73,5%	8,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	304.898.404	432.574.949	773.760.625	416.416	41.583.875
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-996.660	-60.300.286	-598.217	-286.097	-42.111.618
Esas Faaliyet Karı	333.371.615	407.074.025	792.612.899	5.552.190	-4.077
<i>Yıllık Değişim</i>		22,1%	94,7%	-99,3%	-100,1%
FAVÖK2	333.881.179	407.521.131	792.793.893	5.615.738	34.439
<i>Yıllık Değişim</i>		22,1%	94,5%	-99,3%	-99,4%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	912,1%	997,1%	2658,9%	75,3%	0,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7.058.886	1.077.207	800.220	800.220	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-108.006	0	0	0	0
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Karlarındaki Paylar	0	0	33.762.314	0	16.112.539
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	340.322.495	408.151.232	827.175.433	6.352.410	16.108.462
Finansman Gelirleri	504.018	2.770.586	703.745	502.189	103.207
Finansman Giderleri (-)	-32.381.138	-31.875.438	-27.124.791	-3.476.717	-7.749.447
Parasal Kazanç	27.807.338	30.044.171	103.878.003	14.426.900	29.154.864
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Dönem Karı/(Zararı)	336.550.713	409.000.551	904.632.390	17.804.791	7.617.086
Sürdürülen Faaliyetlervergi (Gideri) / Geliri	-99.808.818	-114.555.637	446.454.355	-9.312.662	0
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	-119.097	-274.118	-280.176	-71.178	0
<i>Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri</i>	-99.689.721	-114.281.519	-446.734.531	(9.241.484)	0
Dönem Net Karı / (Zararı)	236.443.895	294.534.914	1.351.086.745	8.492.129	37.617.086

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Halk Yatırım, AHES GYO'nun halka arz fiyatının tespitinde Net Aktif Değer (NAD) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, NAD %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- GYO'ların ve gayrimenkul yatırım şirketlerinin değerlemesinde sıklıkla kullanılan Net Aktif Değer, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. AHES GYO özelinde NAD kullanılmasını makul bulmaktayız.

Net Aktif Değer Analizi

- Net Aktif Değer hesaplamasında Ram Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporları ve Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.03.2024 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.
- Net aktif değer hesaplamasında Şirket'in gayrimenkullerinin piyasa değeri, bilançoda yer alan hazır değerleri, alacakları ile diğer dönen varlıklar ve duran varlıklar toplanmış, kısa ve uzun vadeli yükümlülükler düşülerek net aktif değer elde edilmiştir.

AHES Gayrimenkul Net Aktif Değer Hesabı, (TL)	
Arsalar ve Araziler	31.03.2024
Pendik Arsa (Ticari ve Konut Nitelikli)	805.000.000
Gebze Arsa (Ticari Nitelikli)	250.000.000
Gaziosmanpaşa Arsa	285.000.000
Gazipaşa Arsa (Villa Projesi)	65.000.000
Binalar	
Çamlıca Okul Binası	1.343.600.000
Gaziosmanpaşa Vadi Evleri	1.206.255.000
Gaziosmanpaşa Dükkanlar / Ticari Yapı	400.550.000
Ön İzin Süreci*	
Gazipaşa Arsa (otel tesisi gerçekleştirmek üzere alınan ön izin süreci)	788.000.000
Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (KDV Hariç)	5.143.405.000
(+) Diğer Dönen Varlıklar	16.127.520
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.607.192
Ticari Alacaklar	4.484.515
Diğer Dönen Varlıklar	10.035.813
(+) Diğer Duran Varlıklar	472.366.779
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Çağrankaya Turizm)**	233.926.729
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Sour Turizm)***	237.215.706
Diğer Duran Varlıklar****	1.224.344
(-) Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	214.012.461
Net Aktif Değer	5.417.886.838

*Şirket, Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından açılmış olunan 2023 / 1 tahsis şartnamesinde yer alan Antalya ili, Gazipaşa ilçesi, Koru mahallesinde yer alan 53.676 m² yüz ölçümüne sahip 5 yıldızlı ve 700 yatak kapasiteli imar

durumuna sahip arsanın 49 yıl süre ile ihalesini 2023 yılın Haziran ayında kazanmıştır. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından verilen ön izin döneminde ÇED raporu, ilgili idareden onaylı aplikasyon krokisinin hazırlanması, imar durum vb. işlemler tamamlanarak 49 yıllık kesin tahsis dönemine başlanılacaktır. Ön izin döneminin 1 yıl olması planlanmaktadır. Arsanın ekspertiz değeri hesaplanırken değerlemeye konu edilen taşınmazların piyasa değeri toplamının üst hakkı kullanım oranı (2 / 3) dikkate alınarak KDV hariç 1.576.000.000 TL olarak tahmin ve takdir edilmiştir. T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından Kamu Taşınmazı Tahsis Şartnamesi 2023/1 kapsamında 1 yıl süre ile verilen ön izin sürecinde şartların yerine getirilmesi için gereken zaman zarfında, oluşabileceği öngörülen riskler ile ilgili belirlenen 9550 oranı iskonto uygulanarak, KDV hariç 788.000.000 TL olarak tahmin ve takdir edilmiştir.

** Şirket'in iştiraki olan Çağrankaya Turizm, Koru Mahallesi, 1471 Ada 1 Parsel, 1472 Ada 1 Parsel ve DHTA tescilli Gazipaşa/Antalya adresinde bulunan yaklaşık 54.529,78 m² arsanın 49 yıllığına üst kullanım hakkı için (700 yataklı 5 yıldızlı otel tesisi gerçekleştirmek üzere), Kültür ve Turizm Bakanlığı'na 145.000.000 TL tutarında avans ödemesi gerçekleştirmiştir. 31.03.2024 tarihli bağımsız denetim raporunda Çağrankaya Turizm'in finansallarında söz konusu üst hakkı ekspertiz değeri yerine maliyet değeri ile kaydedilmiştir. Bu nedenle RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından üst hakkının ekspertiz değeri ile kaydedilmesi durumunda oluşacak özkaynak büyüklüğü imzalı görüş şeklinde temin edilmiştir.

*** Şirket'in iştiraki olan Sour Turizm, Koru Mahallesi, 1473 Ada 1 Parsel, 1474 Ada 1 Parsel ve DHTA tescilli Gazipaşa/Antalya adresinde bulunan yaklaşık 53.149,97 m² arsanın 49 yıllığına üst kullanım hakkı için (700 yataklı 5 yıldızlı otel tesisi gerçekleştirmek üzere), Kültür ve Turizm Bakanlığı'na 148.750.000 TL tutarında avans ödemesi gerçekleştirmiştir. 31.03.2024 tarihli bağımsız denetim raporunda Sour Turizm'in finansallarında söz konusu üst hakkı ekspertiz değeri yerine maliyet değeri ile kaydedilmiştir. Bu nedenle RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından üst hakkının ekspertiz değeri ile kaydedilmesi durumunda oluşacak özkaynak büyüklüğü imzalı görüş şeklinde temin edilmiştir.

**** Duran varlıklar hesabı içerisindeki peşin ödenmiş giderler (AHES GYO'nun Antalya Otel Projesi için ödemiş olduğu 227.545.937 TL'lik avans tutarı ve 1.149.711 TL arsa harcı tutarı) projenin ekspertiz değeri (iskontolu bir şekilde) dahil edildiği için çifte sayımı önlemek adına diğer duran varlık toplamına dahil edilmemiştir.

- Net Aktif Değer Analizi'nden şirket için **5.417.886.838** TL piyasa değeri hesaplanmıştır. AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olması sebebiyle kurumlar vergisi istisnası bulunmaktadır. Bu sebeple dönüşüm sonrası açıklanan finansallarda dönem karı vergi yükümlülüğü ile ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesabı bakiye vermemekte olup 31.03.2024 itibari ile ertelenmiş vergi yükümlülüğü tamamen iptal edilerek sıfırlanmıştır. AHES GYO'nun portföy değeri hesaplanırken stoklarda satışı gerçekleşmiş konutların ekspertiz değeri hesaplamaya dahil edilmediğinden ertelenmiş gelirler de NAD hesabına dahil edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Piyasa çarpanları analizinde BİST'te işlem görmekte olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları incelenmiştir. Rapor tarihi itibarıyla payları 31.03.2024 bağımsız denetim raporunu kamuya açıklayan BİST'te işlem gören 47 adet GYO bulunmakta olup bunların arasında portföyleri açısından ağırlıklı olarak otel ve / veya alışveriş merkezi bulunan ve net aktif değeri 40.000.000.000 TL'nin üzerinde olanlar ile 2.000.000.000 TL'nin altında olan GYO'lar sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı nedeniyle değerlemeye dahil edilmemiştir. Geri kalan 22 tane GYO şirketi ile piyasa çarpanları analizi yapılmıştır.
- Halk Yatırım tarafından AHES GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde işlem gören benzer şirketlerin Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanının ortalaması kullanılmış olup 0,72 hesaplanmıştır. İlgili örneklemin medyanı ise 0,66 hesaplanmaktadır.

- Fiyat Tespit Raporunun tarihi itibarıyla, benzer şirketler içerisinde bulunan şirketlerin Finnet üzerinden 15.07.2024 tarihindeki piyasa değerleri dikkate alınmış olup şirketlerin 31.03.2024 tarihli KAP'ta yayınlanan tablolarından net aktif değeri hesaplanırken, KAP'ta ve şirketlerin internet sitelerinde yayımlanmış; en güncel gayrimenkul değerlendirme raporları ve ilgili şirketlerin finansal tabloları kullanılmıştır.

Çarpan Analizi			
Şirket	Piyasa Değeri (Mn TL)	Net Aktif Değer (Mn TL)	PD/NAD
Adra GYO A.Ş.	8.869.740.000	6.131.434.073	1,45
Alarko GYO A.Ş.	7.216.020.000	13.217.519.355	0,55
ASCE GYO A.Ş.	8.494.510.000	18.619.894.693	0,46
Avrupakent GYO A.Ş.	17.928.000.000	26.953.698.934	0,67
Batı Epe GYO A.Ş.	2.934.000.000	2.298.715.722	1,28
Deniz GYO A.Ş.	1.904.000.000	2.954.432.588	0,64
Fuzul GYO A.Ş.	3.854.160.000	3.155.394.660	1,22
Halk GYO A.Ş.	9.277.750.000	24.203.515.235	0,38
İş GYO A.Ş.	16.979.462.500	31.001.588.034	0,55
Kiler GYO A.Ş.	7.128.450.000	20.545.983.893	0,35
MHR GYO A.Ş.	3.936.520.000	5.217.907.937	0,75
Mistral GYO A.Ş.	1.801.225.185	4.218.099.142	0,43
Nurol GYO A.Ş.	3.031.545.920	3.676.539.157	0,82
Özderici GYO A.Ş.	1.395.000.000	4.227.151.889	0,33
Peker GYO A.Ş.	4.682.137.891	3.438.187.464	1,36
Pasifik GYO A.Ş.	9.512.000.000	14.637.558.951	0,65
Reysaş GYO A.Ş.	25.975.000.000	34.707.491.165	0,75
Şeker GYO A.Ş.	3.563.372.140	5.368.551.900	0,66
Sinpaş GYO A.Ş.	9.330.000.000	33.234.905.514	0,28
Servet GYO A.Ş.	16.575.000.000	17.565.411.995	0,94
Vakıf GYO A.Ş.	6.047.500.000	12.020.649.673	0,50
Vera Konsept GYO A.Ş.	3.761.750.000	4.815.406.625	0,78
Ortalama			0,72
Medyan			0,66

- Çarpan analizinden benzer şirketlerin PD/NAD çarpanlarının ortalaması olan 0,72 kullanılarak şirket için 3.891.660.510 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

PD/NAD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri, (TL)	
PD/NAD Ortalaması	0,72
Net Aktif Değeri (31.03.2024)	5.417.886.838
Özsermaye Değeri	3.891.660.510

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu		
TL	Ağırlık	Değer
Net Aktif Değer (NAD)	50,00%	5.417.886.838
Çarpan Değeri	50,00%	3.891.660.510
Ortalama Özsermaye Değeri		4.654.773.674
Ödenmiş Sermaye		145.000.000
Pay Başı Değer, TL		32,10
Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskonto Oranı*		1,94%
Halka Arz İskontosu		19,94%
Halka Arz Fiyatı, TL		25,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

* Halihazırda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna olmakla birlikte 02.08.2024 tarihli 32620 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Vergi Kanunları ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun kapsamında yurt içi asgari kurumlar vergisi 2025 yılından itibaren uygulanacaktır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının taşınmazlardan elde ettikleri kazançlarının %50'sinin elde edildiği hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesi gereken ayı izleyen ikinci ayın sonuna kadar kâr payı olarak dağıtılması durumunda yurt içi asgari kurumlar vergisinden faydalanacağı, Şirket'in 02.08.2024 tarih ve 2024/012 sayılı yönetim kurulu kararı ile anılan kazançlardan %50 ve üzeri oranda nakit temettü dağıtımını planlayarak anılan asgari vergi oranından faydalanmayı planladığı, halihazırda 2024 yılı sonuna kadar Şirket kazançlarının kurumlar vergisinden istisna olduğu ve yurt içi asgari kurumlar vergisinin 2025 yılında uygulanacağı, dolayısıyla anılan düzenleme devreye girene kadar taşınmazlardan elde edilen kazançlar üzerinde vergisel bir etki doğmadığı hususları dikkate alınarak, Şirket tarafından iletilen bilgi ve belgeler kapsamında anılan vergi düzenlemesinin Şirket'in net aktif değerine olabilecek potansiyel etkisi için tahmini bir iskonto oranı hesaplanmıştır.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken NAD ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %1,94 oranında vergi etkisinden kaynaklı iskonto ve %19,94 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 25,20 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %1,94'lük ve %19,94'lük iskontoların makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- GYO'ların ve gayrimenkul yatırım şirketlerinin değerlemesinde sıklıkla kullanılan Net Aktif Değer, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır. AHES GYO özelinde NAD kullanılmasını makul bulmaktayız. AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olması sebebiyle kurumlar vergisi istisnası bulunmaktadır. Bu sebeple dönüşüm sonrası açıklanan finansallarda dönem karı vergi yükümlülüğü ile ertelenmiş vergi yükümlülüğü hesabı bakiye vermemekte olup 31.03.2024 itibari ile ertelenmiş vergi yükümlülüğü tamamen iptal edilerek sıfırlanmıştır. AHES GYO'nun portföy değeri hesaplanırken stoklarda satışı gerçekleşmiş konutların ekspertiz değeri hesaplamaya dahil edilmediğinden ertelenmiş gelirler de NAD hesabına dahil edilmemiştir.
- Piyasa çarpanları analizinde Rapor tarihi itibarıyla payları 31.03.2024 bağımsız denetim raporunu kamuya açıklayan BİST'te işlem gören 47 adet GYO bulunmakta olup bunların arasında portföyleri

açısında ağırlıklı olarak otel ve / veya alışveriş merkezi bulunan ve net aktif değeri 40.000.000.000 TL'nin üzerinde olanlar ile 2.000.000.000 TL'nin altında olan GYO'lar sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olacağı nedeniyle değerlemeye dahil edilmemiştir. Geri kalan 22 tane GYO şirketi ile piyasa çarpanları analizi yapılmıştır.

- AHES GYO'nun halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde işlem gören benzer şirketlerin Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanının ortalaması kullanılmıştır. Medyan metodunun aşağı ve yukarı yönlü uç değerleri elimine etme noktasında ortalama metoduna göre daha çok tercih edilen bir metot olması nedeniyle ilgili örneklemedeki çarpanların medyanının kullanılmasının daha uygun olacağı kanaatindeyiz.
- Çarpan Analizi'nde benzer şirketlerin net aktif değer hesaplama metodolojisi ile uyumlu olabilmesi için şirketlerin Finnet üzerinden 15.07.2024 tarihindeki piyasa değerleri dikkate alınmış olup şirketlerin 31.03.2024 tarihli KAP'ta yayınlanan tablolarından net aktif değeri hesaplanırken, KAP'ta ve şirketlerin internet sitelerinde yayımlanmış; en güncel gayrimenkul değerlendirme raporları ve ilgili şirketlerin finansal tabloları kullanılmıştır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve NAD'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmuştur. Şirketin piyasa değeri büyük çoğunlukla sahip olduğu gayrimenkullerin ekspertiz değerlerinden oluşmaktadır. Portföyünde tamamlanmış ve satışa hazır varlıklar, kiralanmış varlıklar, arsalar ve projeler bulunmakta olup ilgili ekspertiz raporlarında gayrimenkullerin değerlendirilmesi için kullanılan metodolojiler ve takdir edilen değerlerle alakalı herhangi bir yorum yapmamaktayız.
- Ekspertiz raporlarında Şirket portföyündeki gayrimenkuller için takdir edilen değerlerin adil ve makul olduğu varsayımı altında fiyat tespit raporunda uygulanan %1,94'lük ve %19,94'lük iskontoların makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak AHES GYO için %1,94 vergi etkisinden kaynaklı iskonto ve %19,94 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 25,20 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değere ulaşılacağı göz önünde bulundurulmalıdır.