

**AHES GAYRİMENKUL YATIRIM
ORTAKLIĞI A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ

	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	21-22-23 Ağustos 2024
A	Halka Arz Fiyatı	25,20 TL
	Borsa Kodu	AHSGY
	İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
	Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
	Tahsisat Grupları	%75 Yurt İçi Bireysel - 37.500.000 TL Nominal %25 Yurt İçi Kurumsal - 12.500.000 TL Nominal
B	Halka Arz Şekli	50.000.000 TL Nominal Sermaye Artırımı
C	Halka Arz Öncesi Sermaye	145.000.000 TL Nominal
D	Halka Arz Sonrası Sermaye	195.000.000 TL Nominal
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	1.260.000.000 TL
(A*C)	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.654.000.000 TL
(A*D)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.914.000.000 TL
(B/D)	Halka Açıklık Oranı	25,64%
	Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
	Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilebileceği zaman aralığı, 21 (yirmibir) gün ile kısıtlıdır.
	Katılım Endeksi	Uygundur
	Fon Kullanım Yeri	1) %10-%15 > İlişkili taraflara borç ödemesi 2) %10-%15 > İştirak firmalarının sermaye ödemeleri 3) %75-%80 > Mevcut arsaların geliştirme ve inşaat finansmanı 4) %0 - %5 > İşletme sermayesi

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.

1. Şirket Profili

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket" ve/veya "AHES GYO), 03 Ocak 2012 tarihinde "Süleyman Ekşi Yapı İnşaat Taahhüt Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanıyla kurulmuş olup 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. Şirket'in gerçek kişi pay sahipleri Süleyman Ekşi, Ebubekir Ekşi ve Mücahid Hamza Ekşi'dir. Tüzel kişi pay sahibi ise AHES İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'dir.

Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortaklar	Pay Grubu	Ortaklık Yapısı		Halka Arz Sonrası	
		Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası	Sermaye (TL)	Oran (%)
Süleyman Ekşi	A	9.000.000	45,00%	9.000.000	33,46%
	B	56.250.000		56.250.000	
Mücahid Hamza Ekşi	A	5.000.000	25,00%	5.000.000	18,59%
	B	31.250.000		31.250.000	
Ebubekir Ekşi	A	4.600.000	23,00%	4.600.000	17,10%
	B	28.750.000		28.750.000	
AHES İnşaat Tic. Ve San. A.Ş.	A	1.400.000	7,00%	1.400.000	5,21%
	B	8.750.000		8.750.000	
Halka Açıklık Oranı	B	-	-	50.000.000	25,64%
TOPLAM	A+B	145.000.000	100,00%	195.000.000	100,0%

2. Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır:

- 1) %10 - %15 ile ilişki olan taraflara olan borcun ödemesi,
- 2) %10 - %15 ile Şirket'in iştiraki pozisyonunda Sour Turizm A.Ş. ve Çağrankaya Turizm A.Ş firmalarına sermaye ödemesi
- 3) %75 - %80 ile Şirket'in İstanbul, Kocaeli ve Antalya'da bulunan mevcut arsalar üzerinde geliştirme ve inşaat finansmanı
- 4) %0-%5 ile işletme sermayesi

3. Finansal Tablolar

3.1. Bilanço

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Dönen varlıklar	332.857.709	264.290.811	254.860.076	251.000.713
Duran varlıklar	2.022.302.829	2.394.813.181	3.413.372.342	3.429.001.226
TOPLAM VARLIKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.939
Kısa vadeli yükümlülükler	182.228.037	151.092.446	259.939.598	234.076.510
Uzun vadeli yükümlülükler	410.532.166	451.062.105	261.382	282.879
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	592.760.203	602.154.551	260.200.980	234.359.389
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	1.762.400.335	2.056.949.441	3.408.031.438	3.445.642.543
TOPLAM KAYNAKLAR	2.355.160.538	2.659.103.992	3.668.232.418	3.680.001.932

3.2. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Hasılat	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-
Brüt Kâr	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
Genel Yönetim Giderleri	(6.447.633)	(5.479.494)	(10.319.169)	(2.038.484)	(6.464.493)
Pazarlama Giderleri	(686.540)	(591.346)	(47.053)	-	-
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 (Zararı)	333.371.615	407.074.025	792.612.899	5.552.190	(4.077)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7.058.886	1.077.207	800.220	800.220	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(108.006)	-	-	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	-	-	33.762.314	-	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)
Net Parasal Pozisyon Kazançları veya Kayıpları	27.807.338	30.044.171	103.878.003	14.426.909	29.154.864
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	336.252.713	409.090.551	904.632.390	17.804.791	37.617.086
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(99.808.818)	(114.555.637)	446.454.355	(9.312.662)	-
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(119.097)	(274.118)	(280.176)	(71.178)	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(99.689.721)	(114.281.519)	446.734.531	(9.241.484)	-
Dönem Karı	236.443.895	294.534.914	1.351.086.745	8.492.129	37.617.086

4. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- 1- Net Aktif Değer Analizi (NAD)
- 2- Piyasa Çarpanları Analizi
 - a- PD/NAD

4.1. Net Aktif Değer Analizi (NAD)

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 Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Alesta")'nın hazırladığı 9 adet değerlendirme raporu ile Şirket'in 31.03.2024 TFRS mali tabloları dikkate alınmıştır.

NAD (TL)	Ekspertiz Değeri	Toplam Portföy Oranı
A. Arsalar ve Araziler	1.405.000.000	%27
Pendik Arsa (Ticari ve Konut Nitelikli)	805.000.000	
Gebze Arsa (Ticari Nitelikli)	250.000.000	
Gaziosmanpaşa Arsa	285.000.000	
Gaziosmanpaşa Arsa (Villa Projesi)	65.000.000	
B. Binalar	2.950.405.000	%57
Çamlıca Okul Binası	1.343.600.000	
Gaziosmanpaşa Vadi Evleri	1.206.225.000	
Gaziosmanpaşa Dükkanlar / Ticari Yapı	400.550.000	
C. Ön İzin Süreci	788.000.000	%15
Gazipaşa Arsa (Otel Tesisi Gerçekleştirmek Üzere Alınan Ön İzin Süreci)	788.000.000	
I. Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri	5.143.405.000	%100
Nakitler ve Nakit Benzerleri	1.607.192	
Ticari Alacaklar	4.484.515	
Diğer Dönen Varlıklar	10.035.813	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Çağrankaya Turizm)	233.926.729	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Sour Turizm)	237.215.706	
Diğer Duran Varlıklar	1.224.344	
II. Aktif Toplam	5.631.899.299	
Finansal Borçlar (-)	165.898.395	
Ticari Borçlar (-)	1.278.830	
Diğer Borçlar (-)	45.385.899	
Diğer KU + UV Yükümlülükler (-)	1.449.337	
III. Pasif Toplam	214.012.461	
Net Aktif Değer (II-III)	5.417.886.838	

4.2. Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa değeri bulunabilmesi için piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. 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 Değeri) çarpanı olduğu değerlendirilmiş ve değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

4.2.1 Sektör Çarpan Analizi

PD/NAD çarpanı duran varlık ağırlıklı portföyü bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Bu doğrultuda, yurt içi çarpan analizinde, BİST'te işlem gören 47 adet gayrimenkul yatırım ortaklığının 31.03.2024 finansal dönem verileri incelenmiştir. Portföyünde 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. Nihai olarak BİST'te işlem görmekte olan 47 GYO'dan 22 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

Şirket Kodu	Şirket Adı	NAD (TL)	Piyasa Değeri (TL)	PD / NAD
ADGYO	Adra GYO A.Ş.	6.131.434.073	8.869.740.000	1,45
ALGYO	Alarko GYO A.Ş.	13.217.519.355	7.216.020.000	0,55
ASGYO	ASCE GYO A.Ş.	18.619.894.693	8.494.510.000	0,46
AVPGY	Avrupakent GYO A.Ş.	26.953.698.934	17.928.000.000	0,67
BEGYO	Batı Ege GYO A.Ş.	2.298.715.722	2.934.000.000	1,28
DZGYO	Deniz GYO A.Ş.	2.954.432.588	1.904.000.000	0,64
FZLGY	Fuzul GYO A.Ş.	3.155.394.660	3.854.160.000	1,22
HLGYO	Halk GYO A.Ş.	24.203.515.235	9.277.750.000	0,38
ISGYO	Iş GYO A.Ş.	31.001.588.034	16.979.462.500	0,55
KLGYO	Kiler GYO A.Ş.	20.545.983.893	7.128.450.000	0,35
MHRGY	MHR GYO A.Ş.	5.217.907.937	3.936.520.000	0,75
MSGYO	Mistral GYO A.Ş.	4.218.099.142	1.801.225.185	0,43
NUGYO	Nurol GYO A.Ş.	3.676.539.157	3.031.545.920	0,82
OZGYO	Özderici GYO A.Ş.	4.227.151.889	1.395.000.000	0,33
PEKGY	Peker GYO A.Ş.	3.438.187.464	4.682.137.891	1,36
PSGYO	Pasifik GYO A.Ş.	14.637.558.951	9.512.000.000	0,65
RYGYO	Reysaş GYO A.Ş.	34.707.491.165	25.975.000.000	0,75
SEGYO	Şeker GYO A.Ş.	5.368.551.900	3.563.372.140	0,66
SNGYO	Sinpaş GYO A.Ş.	33.234.905.514	9.330.000.000	0,28
SRVGY	Servet GYO A.Ş.	17.565.411.995	16.575.000.000	0,94
VKGYO	Vakıf GYO A.Ş.	12.020.649.673	6.047.500.000	0,50
VRYGO	Vera Konsept GYO A.Ş.	4.815.406.625	3.761.750.000	0,78
			ORTALAMA	0,72x

Benzer şirketlerin PD / NAD çarpanı ortalaması 0,72x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, AHES GYO'nun özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

TL	
AHES GYO Net Aktif Değeri	5.417.886.838
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı Ortalaması (x)	0,72
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	3.891.660.510

4.3. Değerleme Yöntemi ve Sonucu

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

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Değer (TL)
Net Aktif Değer (NAD)	5.417.886.838	50%	2.708.943.419
Piyasa Yaklaşımı (PD/NAD)	3.891.660.510	50%	1.945.830.255
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)			4.654.773.674

%50 - %50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri **4.654.773.674 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Sonuç	TL
Nominal Sermaye Tutarı	145.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	4.654.773.674
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	32,10
Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskonto Oranı*	1,94%
Halka Arz İskontosu	19,94%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	3.654.315.000
Halka Arz Pay Fiyatı	25,20

*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.

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı yaklaşık %19,94 olarak hesaplanmaktadır.

5. Sonuç ve Yorumlar

Fiyat Tespit Raporu'nda AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.

- AHES GYO için yapılan değerlendirme çalışmasında "Net Aktif Değer" ve "Piyasa Çarpanları" kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlerin %50-%50 olarak eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde PD/NAD çarpanının kullanılmasını, uç değerlerin hesaplamaya dahil edilmemesini ve sektör ortalamasının 0,72x olarak dikkate alınmasını uygun buluyoruz.

Halka arzda %19,94'lük iskonto oranı göz önüne alındığında 25,20 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.