

# AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

20 Ağustos 2024

## İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	.....	1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	.....	2
3 FİNANSAL BİLGİLER	.....	3
4 DEĞERLEME	.....	4
5 DEĞERLEME SONUCU	.....	7
6 GÖRÜŞ	.....	8



## 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

**Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

İhraççı	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	AHSGY
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	145.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	195.000.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	50.000.000 TL Sermaye Artırımı
	-
	TOPLAM 50.000.000 TL
Halka Arz Satış Fiyatı	25,20 TL
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	21-22-23 Ağustos 2024
Halka Arz Büyüklüğü	1.260.000.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %75,0
	Yurt İçi Kurumsal: %25,0
	-

*Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu*

**Tablo 2 – Ortaklık Yapısı**

Pay Sahibi	Grubu	Ortaklık Yapısı	
		Tutarı (TL)	Oranı (%)
Süleyman Ekşi	A	9.000.000	45,00
	B	56.250.000	
Mücahit Hamza Ekşi	A	5.000.000	25,00
	B	31.250.000	
Ebubekir Ekşi	A	1.400.000	23,00
	B	28.750.000	
AHES İnşaat Tic. ve San. A.Ş.	A	1.400.000	7,00
	B	8.750.000	
<b>TOPLAM</b>		<b>145.000.000</b>	<b>100,00</b>

*Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu*

## 2. Şirket Hakkında Bilgiler

### 2.1. Faaliyet Konusu

Şirket, Süleyman Ekşi tarafından 2012 yılında kurulmuştur. 40 yıldan fazla bir süredir, gayrimenkul, inşaat, taahhüt ve mühendislik alanlarında faaliyet göstermektedir. Ahes İnşaat çatısı altında, şehir hastaneleri, toplu konut projeleri, üniversiteler ve diğer yapı işleri ile birlikte toplamda 25 milyar TL tutarındaki projeleri yürütmektedir.

Şirket portföyünün coğrafi konuma göre dağılımı, %79'u İstanbul, %17'si Antalya ve %5'i Kocaeli'nde bulunmaktadır. AHES GYO'nun portföyünde İstanbul/Çamlıca'da 24.244 m2 kapalı alana sahip ticari amaçlı bina, Gaziosmanpaşa Vadi Evleri'nde satışa ve kiralamaya hazır halde

174 konut, 28 iş yeri ve 1 ticari yapı, İstanbul/Gaziosmanpaşa'da üzerinde 195 yataklı otel projesi gerçekleştirilmesi planlanan arsa, Pendik'te 12.046 m2 büyüklüğünde ticari ve konut amaçlı arsa, Kocaeli/Gebze'de 6.675 m2 büyüklüğünde ticari arsa ve Antalya/Gazipaşa'da toplam 2.100 yataklı 3 otel projesi yapılması planlanan arsa ile 12 müstakil villa projesi geliştirmesi hedeflenen 6.141 m2 büyüklüğünde arsa yer almaktadır. Ayrıca şirket hiçbir banka borcu bulunmadan halka arz olmaktadır.

### 3. Finansal Bilgiler

**Tablo 3 – Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço**

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2023	Bağımsız Denetimden 31.03.2024
<b>VARLIKLAR</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>31.03.2024</b>
Nakit ve Nakit Benzeri	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
Diğer Alacaklar	-	1.709.705	-	-
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
Diğer Dönen Varlıklar	13.677.243	9.243.008	11.623.835	9.244.559
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>332.857.709</b>	<b>264.290.811</b>	<b>254.860.076</b>	<b>251.000.713</b>
Diğer Alacaklar	16.677	10.153	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	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	-	-	228.695.648	228.695.648
Diğer Duran Varlıklar	36.271.698	16.635.662	-	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>2.022.302.829</b>	<b>2.394.813.181</b>	<b>3.413.372.342</b>	<b>3.429.001.226</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>2.355.160.538</b>	<b>2.659.103.992</b>	<b>3.668.232.418</b>	<b>3.680.001.939</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	39.200.693	5.972.740	182.400.002	165.772.251
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	185.316	137.232	246.557	794.158
Diğer Borçlar	782.087	39.607.247	51.045.729	45.385.899
Ertelenmiş Gelirler	51.470.671	47.414.821	20.320.312	20.346.928
Kısa Vadeli Karşılıklar	449.125	383.375	360.554	465.917
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>182.228.037</b>	<b>151.092.446</b>	<b>259.939.598</b>	<b>234.076.510</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	77.981.867	4.243.482	109.168	93.617
Uzun Vadeli Karşılıklar	100.836	84.092	152.214	189.262

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	332.449.463	446.734.531	0	0
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>410.532.166</b>	<b>451.062.105</b>	<b>261.382</b>	<b>282.879</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>592.760.203</b>	<b>602.154.551</b>	<b>260.200.980</b>	<b>234.359.389</b>
Ödenmiş Sermaye	145.000.000	145.000.000	145.000.000	145.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	498.005.973	498.005.973	498.005.973	498.005.973
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	882.957.743	1.119.401.638	1.413.936.552	2.765.023.297
Dönem Net Karı/Zararı	236.443.895	294.534.914	1.351.086.745	37.617.086
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>1.762.400.335</b>	<b>2.056.949.441</b>	<b>3.408.031.438</b>	<b>3.445.642.550</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>2.355.160.538</b>	<b>2.659.103.992</b>	<b>3.668.232.418</b>	<b>3.680.001.939</b>

Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

**Tablo 4 – Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu**

Gelir Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2023 31.03.2023	01.01.2024 31.03.2024
Hasılat	36.604.044	40.870.202	29.816.713	7.460.355	6.988.159
<b>Brüt Kar</b>	<b>36.604.044</b>	<b>40.870.202</b>	<b>29.816.713</b>	<b>7.460.355</b>	<b>6.988.159</b>
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	-
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>333.371.615</b>	<b>407.074.025</b>	<b>792.612.899</b>	<b>5.552.190</b>	<b>-4.077</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	7.058.886	1.077.207	800.220	800.220	-
<b>Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>340.322.495</b>	<b>408.151.232</b>	<b>827.175.433</b>	<b>6.352.410</b>	<b>16.108.462</b>
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/Kayıpları	27.807.338	30.044.171	103.878.003	14.426.909	29.154.864
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar</b>	<b>336.252.713</b>	<b>409.090.551</b>	<b>904.632.390</b>	<b>17.804.791</b>	<b>37.617.086</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-99.808.818	-114.555.637	446.454.355	-9.312.662	-
<b>Dönem Karı</b>	<b>236.443.895</b>	<b>294.534.914</b>	<b>1.351.086.745</b>	<b>8.492.129</b>	<b>37.617.086</b>

Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

#### 4. Değerleme

Halk Yatırım, Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile Net aktif Değer (NAD) analizine göre tespit edilen değer %50-%50 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

##### 4.1. Net Aktif Değer Analizi

Şirket değerinin tespit edilmesi aşamasında, net aktif değer hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. (Alesta)’nin hazırladığı 9 adet değerlendirme raporu ile Şirket’in 31.03.2024 TFRS mali tabloları dikkate alınmıştır.

AHES GYO’nun net aktif değer hesaplaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 5 – Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Net Aktif Değer Hesaplaması**

AHES GYO NAD TABLOSU (TL)		
Gayrimenkuller, Gayrimenkule Dayalı Projeler ve Gayrimenkule Dayalı Haklar	Ekspertiz Değeri (TL)	Toplam Portföy Oranı
A. Arsalar ve Araziler	1.405.000.000	%27
B. Binalar	2.950.405.000	%57
C. Ön İzin Süreci	788.000.000	%15
<b>1. Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri (A+B+C)</b>	<b>5.143.405.000</b>	<b>%100</b>
<b>2. Aktif Toplamı</b>	<b>5.631.899.299</b>	
<b>3. Pasif Toplam</b>	<b>214.012.461</b>	

Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme çarpanlarının seçiminde Şirket'in faaliyet ve gelirlerinin yapısı önem kazanmaktadır. Ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için sahip oldukları için sahip oldukları gayrimenkul portföylerinin değerleri ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda 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 değerlendirilmiştir.

İşbu rapor tarihi itibarıyla finansal raporlarını kamuya ilan eden 47 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı piyasa çarpanları analizinde emsal olarak incelenmiştir. 31.03.2024 tarihi itibarıyla bağımsız denetim raporlarını kamuya açıklayan ve BİST'te işlem gören 47 şirket incelenmiştir. Portföyünde ağırlıklı olarak otel ve/veya alışveriş merkezi bulunan ve net aktif değeri 40 milyar TL'nin üzerinde olanlar ile 2 milyar 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.

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

**Tablo 6 – Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Benzer Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri**

TL	
<b>AHES GYO Net Aktif Değeri</b>	<b>5.417.886.838</b>
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı Ortalaması	0,72
<b>Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri</b>	<b>3.891.660.510</b>

Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

#### 5. Değerleme Sonucu

Halk Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, piyasa çarpanları analizi kapsamında yurt içi benzer şirketler ile net aktif değer metodları incelenmiştir. Nihai aşamada piyasa çarpanları ve net aktif değer göre hesaplanan değer %50-%50 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için**

ulaşılan piyasa değeri 4.654.773.674 TL olup tespit edilen değere %19,94 oranında halka arz iskontosu ve %1,94 vergi etkisinden kaynaklı tahmini iskonto oranı uygulanmıştır. Halka arz iskontosu ve vergi etkisinden kaynaklı tahmini iskonto oranı sonrası pay başına fiyat 25,20 TL olarak belirlenmiştir.

**Tablo 7 – Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu**

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Net Aktif Değer	%50	2.708.943.419
Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları	%50	1.945.830.255
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>	<b>%100</b>	<b>4.654.773.674</b>
Pay Adedi		145.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>		<b>32,10</b>
Halka Arz İskontosu		%19,94
Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini		%1,94
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Başı Değer</b>		<b>25,20</b>

*Kaynak: Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu*

## 6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanları ve net aktif değer analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve her iki yöntemin de %50-%50 şeklinde eşit ağırlıklandırılmasını şirket değerinin tespit edilmesinde tatmin edici bulmaktayız.
- ✓ Piyasa çarpanları kapsamında PD/NAD rasyosunun kullanılmasının ve portföyünde ağırlıklı olarak otel ve/veya alışveriş merkezi bulunan ve net aktif değeri 40 milyar TL'nin üzerinde olanlar ile 2 milyar TL'nin altında olan GYO'ların sektör çarpanı hesaplamasında, çarpanda oynaklığa sebep olabileceği gerekçesiyle değerlemeye dahil edilmemesinin makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler neticesinde ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için %20 halka arz iskontosu ile %1,94 vergi etkisinden kaynaklı tahmini iskontosunun yanı sıra iskonto sonrası 25,20 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

### Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.