



AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin
Değerlendirme Raporu

MART 2025

AHES GYO
İSTANBUL

I. Raporun Konusu ve Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri:VII, No:128.1 ("Tebliğ") 29. Maddesinin 4. Fıkrası uyarınca,

"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda saPşa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından alP ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyaP ile borsa fiyaP arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkiden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda saPşa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur."

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ("Şirket") paylarının halka arzında, Tebliğ'in 29. maddesinin 1. fıkrasında belirtildiği gibi konsorsiyum lideri olarak Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") tarafından düzenlenen 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu ("FTR") SPK'nın 15.08.2024 tarih ve 2024/39 sayılı Bülteninde yayımlandığı üzere Şirketin halka arz edilmesine onay vermesine takiben 16.08.2024 tarihinde KAP üzerinden gerekli duyurular yapılmıştır.

Söz konusu değerlendirme raporu ("Rapor") yukarıda belirtildiği üzere Tebliğ'in 29. maddesinin 4. fıkrası gereği hazırlanarak, Şirket'in kesinleşmiş halka arz fiyatı ile söz konusu Rapor tarihine kadar oluşan fiyat arasında ortaya çıkan farklılıkların nedenlerine dair yapılan incelemenin sonuçları ortaya koymaktadır.

Her durumda Rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte ve Rapor'da yer alan bilgi ve ibareler, değerlendirme, analiz ve tavsiye niteliği taşımamaktadır.

II. Genel Bilgiler

Unvanı	AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Vergi Dairesi	Ümraniye V.D.
Vergi Numarası	7850291779
Ticaret Sicil Numarası	802399
Merkez Adresi	Kısıklı Mah. Alemdağ Cad. No: 53/3
Telefon Numarası	90 216 327 88 22
Faks Numarası	90 216 327 88 25
E-Mail	yatirimciiliskileri@ahesgyo.com info@ahesgyo.com
Web	https://ahesgyo.com/

Şirket, SPK'ya 05.12.2023 tarihli ve E – 12233903 – 340.02 – 46161 sayılı izni ardından, 22.12.2023 tarihinde yapılan 29.12.2023 tarihinde tescili gerçekleştirilen Genel Kurul Kararı ile

Esas Sözleşmesi’ni değiştirerek “AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünü almıştır. Dönüşüm sonrasında şirketin fiili faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar ve haklardan oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır.

III. Halka Arza İlişkin Bilgiler ve Halka Arz Sonuçları

Şirket paylarının ilk halka arzına ilişkin SPK’nın 15.08.2024 tarih ve 2024/39 sayılı bülteninde onaylanan halka arz izahnamesi ve fiyat tespit raporunda yer alan bilgiler aşağıdaki gibidir;

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı Şirket Bilgileri	AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Konsorsiyum Bilgileri (Konsorsiyum Lideri)	Halk Yatırım
Çıkarılmış Sermaye	145.000.000 TL
Halka Arz Şekli (Pay Yapısı)	Sermaye Arttırımı: 50.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Arz Sonrası Sermaye	195.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,64%
Talep Toplama Tarihleri	21 - 22 - 23 Ağustos 2024
Halka Arz Şekli (Talep Toplama)	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	25,20 TL
Fiyat İstikrarı (Süre)	21 Gün

Gerçekleştirilen halka arzla ilgili katılım ve pay dağıtım sonuçları ile ilgili KAP duyurusu 26.08.2024 tarihinde KAP İnternet Sitesinde Özel Durum Açıklaması yayımlanmıştır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Nominal Değer (TL)	Oran	Sayı	Nominal Değer (TL)	Oran	Sayı	Nominal Değer (TL)	Oran
Yurt İçi Bireysel	37.500.000	%75	395.407	46.113.490	%50	389.798	37.500.000	%75
Yurt İçi Kurumsal	12.500.000	%25	48	46.298.729	%50	48	12.500.000	%25
Toplam	50.000.000	%100	395.455	92.412.219	%100	389.846	50.000.000	%100

IV. Fiyat Tespit Raporu’nda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum lideri Halk Yatırım tarafından hazırlanan 02.08.20214 tarihli Fiyat Tespit Raporu, 16.08.2024 tarihinde KAP’ta ve Şirket internet sayfasında yayımlanmıştır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu’nda şirket değeri ile halka arz fiyatının belirlenmesinde aşağıdaki değerlendirme yöntemlerinden faydalanılmıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda halka arza konu olan payın “Pay Başına Değeri”nin tespitinde aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yönteminden istifade edilmiştir;

- Net Aktif Değer Analizi (%50)
- Piyasa Çarpanları Analizi (%50)

Fiyat Tespit Raporu'nda, Net Aktif Değer Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerinin eşit ağırlıkta olması uygun görülmüştür.

Net Aktif Değer Analizi (NAD)

GYO değerlemesinde kullanılan NAD, firmaların portföylerinde bulundurdıkları gayrimenkullerin değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Net Aktif Değer (NAD) hesaplamasında Alesta Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Alesta") tarafından hazırlanan 31.03.2024 tarihli 9 adet değerleme raporu ile 31.03.2024 tarihli finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Söz konusu bu raporda, Alesta tarafından hazırlanan 31.12.2024 tarihli 9 adet değerleme raporu ve Şirket'in KAP ve internet sitesi üzerinden duyurmuş olduğu 30.09.2024 tarihli Konsolide Olmayan Finansal Tabloları dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Şirket NAD Analizi bilgileri aşağıdaki gibidir;

Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri (30.03)	Portföy Oranı (30.03)	Ekspertiz Değeri (31.12)	Portföy Oranı (31.12)
Pendik Arsa (Ticari ve Konut Nitelikli)	805.000.000	15,65%	886.170.000	15,16%
Gebze Arsa (Ticari Nitelikli)	250.000.000	4,86%	303.100.000	5,18%
Gaziosmanpaşa Arsa	285.000.000	5,54%	391.120.000	6,69%
Gazipaşa Arsa (Villa)	65.000.000	1,26%	72.700.000	1,24%
A. Arsalar	1.405.000.000	27,32%	1.653.090.000	28,28%
Çamlıca Okul Binası	1.343.600.000	26,12%	1.528.500.000	26,15%
Gaziosmanpaşa Vadi Evleri	1.206.255.000	23,45%	1.370.814.000	23,45%
Gaziosman Paşa Dükkan/Ticari	400.550.000	7,79%	443.690.000	7,59%
B. BİNALAR	2.950.405.000	57,36%	3.343.004.000	57,18%
Gazipaşa Arsa (Otel & DHTA)	788.000.000	15,32%	850.000.000	14,54%
C. ÖN İZİN SÜRECİ (*)	788.000.000	15,32%	850.000.000	14,54%
I. TOPLAM GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ (A+B+C)	5.143.405.000	100,00%	5.846.094.000	100,00%

Finansal Tablo Kalemleri	Değerler (30.03)	Değerler (31.12)
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	1.607.192	940.068.802
Ticari Alacaklar (+)	4.484.515	20.446.059
Diğer Dönen Varlıklar (+)	10.035.813	5.066.233
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Çağrankaya) (**)	233.926.729	352.211.596
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Sour) (***)	237.215.706	351.961.290
Diğer Duran Varlıklar	1.224.344	233.569
II. AKTİF TOPLAMI	5.631.899.299	7.516.081.549

Finansal Tablo Kalemleri	Değerler (30.03)	Değerler (31.12)
Finansal Borçlar (-)	165.898.395	123.380
Ticari Borçlar (-)	1.278.830	1.101.320
Diğer Borçlar (-)	45.385.899	25.187.239
Diğer KV + UV Yükümlülükler (-)	1.449.337	2.908.616
III. PASİF TOPLAMI	214.012.461	29.320.555

Net Aktif Değer Değişimi	Ekspertiz Değeri (30.03)	Ekspertiz Değeri (31.12)
NAD (II-III)	5.417.886.838	7.486.760.994

(*) Şirket, Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından açılmış olunan 2023 / 1 tahsis şartnamesinde yer alan Antalya İli, Gazipaşa İlçesi, Koru Mahallesi'nde yer alan 53.676 m²yüz ölçümüne sahip 5 yıldızlı ve 700 yatak kapasiteli imar durumuna sahip arsanın 49 yıl süre ile ihalesini 2023 Haziran ayında kazanmışPr. Kültür ve Turizm Bakanlığı tarafından verilen ön izin döneminde ÇED Raporu, ilgili idaren onaylı aplikasyon krokisinin hazırlanması, imar durumu vb. işlemler tamamlanarak 49 yıllık kesin tahsis dönemine başlanacakPr. Söz konusu ön izin döneminin 1 yıl olması planlanmaktadır. Arsanın ekspertiz değerlemesi yapılırken 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 gerekli şartların yerine getirilmesi için gereken zaman zarfında, oluşabileceği öngörülen riskler ile ilgili belirlenen %50 iskonto uygulanarak, KDV hariç 788.000.000 TL olarak tahmin ve tahsis edilmiştir. Söz konusu arsanın 31.12.2024 tarihinde gerçekleştirilen Yılsonu Değerleme Raporu'nda yer alan değeri 850.000.000 + KDV olarak tahmin ve tahsis 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 avans ödemesi gerçekleştirmiştir. 31.03.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal 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 hakkı ekspertiz değeri ile kayıt yapılması 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 avans ödemesi gerçekleştirmiştir. 31.03.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal 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 hakkı ekspertiz değeri ile kayıt yapılması durumunda oluşacak özkaynak büyüklüğü imzalı görüş şeklinde temin edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık ortaklıklarla karşılaştırılma yapılması yoluyla piyasa değerinin tespit edilmesi için piyasa çarpanları analizinden faydalanılmıştır. Değerleme çarpanlarının seçiminde Şirket'in faaliyetlerinin yürüttüğü iş kolu önem kazanmaktadır. Ürün ve hizmet üretim faaliyetlerinde bulunan şirketlerin esas faaliyetlerinden elde ettikleri gelirler önemli nitelikte iken, ana faaliyet alanı gayrimenkul geliştirmek olan GYO'lar için sahip oldukları gayrimenkul portföyünün değeri ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede Şirket açısından en anlamlı karşılaştırılabilir çarpan değeri, Borsa İstanbul ("BIST")'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 çalışmasında kullanılmıştır.

- Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

PD/NAD çarpan analizinde kullanılan net aktif değer aşağıda yer almaktadır;

Net Aktif Değer Değişimi	Ekspertiz Değeri (30.03)	Ekspertiz Değeri (31.12)
NAD (II-III)	5.417.886.838	7.486.760.994

- PD/NAD Çarpan Analizi

PD/NAD çarpanı duran varlık ağırlıklı portföyü bulunan gayrimenkul yatırım ortaklıkları için pazar katılımcıları (halka açık ortaklıkların yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından bir tanesi olması sebebiyle seçilmiştir. Bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde, Fiyat Tespit Raporu'nun yazıldığı tarih itibariyle 31.03.2024 bağımsız denetim raporunu kamuya açıklayan BIST'de işlem gören 22 GYO analize dahil edilmiştir. İş bu raporun yazıldığı tarih itibariyle 30.09.2024 bağımsız denetim raporunun yayımlanması sonrası hazırlanması sebebiyle raporda karşılaştırma yapılırken 30.09.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar dikkate alınmıştır.

BIST Kodu	Şirket Adı	Piyasa değeri	NAD	(PD/NAD)
ADGYO	Adra Gayrimenkul	8.869.740.000	6.131.434.073	1,45
ALGYO	Alarko GYO	7.216.020.000	13.217.519.355	0,55
ASGYO	Asce Gayrimenkul	8.494.510.000	18.619.894.693	0,46
AVPGY	Avrupakent GYO	17.928.000.000	26.953.698.934	0,67
BEGYO	Batı Ege GYO	2.934.000.000	2.298.715.722	1,28
DZGYO	Deniz GYO	1.934.000.000	2.954.432.588	0,65
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul	3.854.160.000	3.155.394.660	1,22
HLGYO	Halk GYO	9.277.750.000	24.203.515.235	0,38
ISGYO	İş GYO	16.979.462.500	31.001.588.034	0,55
KLGYO	Kiler GYO	7.128.450.000	20.545.983.893	0,35
MHRGY	Mhr Gayrimenkul	3.936.520.000	5.217.907.937	0,75
MSGYO	Mistral GYO	1.801.225.185	4.218.099.142	0,43
NUGYO	Nurol GYO	3.031.545.920	3.676.539.157	0,82
OZGYO	Özderici GYO	1.395.000.000	4.227.151.889	0,33
PEKGY	Peker GYO	4.682.137.891	3.438.187.464	1,36
PSGYO	Pasifik GYO	9.512.000.000	14.637.558.951	0,65
RYGYO	Reysaş GYO	25.975.000.000	34.707.491.165	0,75
SEGYO	Şeker GYO	3.563.372.140	5.368.551.900	0,66
SNGYO	Sinpaş GYO	9.330.000.000	33.234.905.514	0,28
SRVGY	Servet GYO	16.575.000.000	17.565.411.995	0,94
VKGYO	Vakıf GYO	6.047.500.000	12.020.649.673	0,50
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul	3.761.750.000	4.815.406.625	0,78
			ORTALAMA	0,72

Kaynak: Finnet, GYO Faaliyet ve Bağımsız Denetim Raporları, KAP
Benzer şirketlerin piyasa değerleri tarihi: 16.07.2024

Benzer şirketlerin PD/NAD çarpanı ortalaması Fiyat Tespit Raporu'nun yazıldığı tarihte 0,72x olarak hesaplanmıştır.

AHES GYO Net Aktif Değeri	5.417.886.838
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı (ort.)	0,72
Çarpana Göre ÖK Değeri	3.891.660.510

Benzer Şirketler PD/NAD Çarpan Ortalaması olarak Fiyat Tespit Raporu'nun yazıldığı tarihte kullanılan çarpanın tekrar kullanılmasını karar verilmiştir. Halka Arz Tarihi ile Rapor Tarihi arasında geçen dönemde şirketin varlık yapısında görülen değişimlerin halka arz tarihindeki verilerle karşılaştırılması olanağı sağlanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki gibidir;

AHES GYO Net Aktif Değeri	7.486.760.994
Benzer Şirketler PD/NAD Çarpanı (ort.)	0,72
Çarpana Göre ÖK Değeri	5.390.467.916

DEĞERLEME ve SONUÇ

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum lideri Halk Yatırım tarafından hazırlanan 02.08.20214 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme sonuçlarıyla iş bu Rapor'un yazıldığı tarih arasında NAD Değeri ve PD/NAD çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri ve değişimleri aşağıdaki gibidir;

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (30.03)	Ağırlık Oranı (%)	Ağırlıklı Değer (30.03)
Net Aktif Değeri (NAD)	5.417.886.838	%50	2.708.943.419
Piyasa Yaklaşımı	3.891.660.510	%50	1.945.830.255
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (*)			4.654.773.674

(*) 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu

Yaklaşım Yöntemi	Baz Değer (31.12)	Ağırlık Oranı (%)	Ağırlıklı Değer (31.12)
Net Aktif Değeri (NAD)	7.486.760.994	%50	3.743.380.497
Piyasa Yaklaşımı	5.390.467.916	%50	2.695.233.958
Özsermaye Değeri			6.438.614.455

Pay Başına Piyasa Değeri	Baz Değer (30.03) *	Baz Değer (31.12)
AHSGY Piyasa Değeri	4.654.773.674	6.438.614.455
AHSGY Çıkarılmış Sermaye	145.000.000	195.000.000
Pay Başına AHSGY Değeri (İskonto Uygulanmadan)	32,10	33,01

Şirket, 02.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan varlıklarının değerlemesinden %1,94 Vergi Etkisinden Kaynaklanan Tahmini İskonto ve %19,94 Halka Arz İskontosu ile 25,20 TL Halka Arz Pay Fiyatı ile halka arz olmuştur. Rapor'un yazıldığı tarih olan 05.03.2025 tarihinde BIST Kapanış Fiyatı 21,58 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in hisseleri halka arz tarihi ve iş bu Rapor'un yazıldığı tarih itibarıyla 17,36 – 30,30 TL piyasa fiyatları arasında BIST'de işlem görmüştür.

Şirket'in Net Aktif Değeri ("NAD") değişimi incelendiğinde 31.03.2012 tarihli NAD 5.417.886.838 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2024 tarihinde NAD 7.486.760.994 TL olmuştur. Net Aktif Değer'de 2.068.874.156 TL'lik bir artış meydana gelmiştir. Aynı dönemde Toplam Gayrimenkul Portföy Değeri 5.143.405.000 TL'den 5.846.094.000'ye yükselerek 702.689.000 TL'lik bir artış göstermiştir.

Söz konusu NAD artışı şirketin gayrimenkul portföyünde yaşanan değer artışı, nakit ve benzerlerinde yaşanan artış nedeniyle gerçekleşmiştir.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) gibi gelir bazlı değerlemem yöntemlerinin kullanılmamasından kaynaklı olarak satış, satışların maliyeti, brüt kar, FAVÖK gibi gelir bazlı kriterlerle varsayılan ve gerçekleşen karşılaştırması imkânı bulunamamıştır.

Kamuoyuna Saygıyla Sunulur.

AHES GYO Denetim Komitesi