



AHES GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

**SERMAYE PİYASASI KURULU
VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞ’İNİN 29. MADDESİ 4. FIKRASI GEREĞİNCE HAZIRLANAN
“HALKA ARZ FİYATINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU- I”**

28.02.2025

İÇİNDEKİLER



1. Raporun Konusu, Gerekçesi ve Amacı	3
2. Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti.....	3
3. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyata Etki Eden Faktörler.....	5
4. Halka Arz Sonrası Önemli Gelişmeler	6
5. Değerlendirme.....	7

1. Raporun Konusu, Gerekçesi ve Amacı

AHES Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“**AHES GYO**” veya “**Şirket**”) paylarının ilk halka arzında VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin (“**Tebliğ**”) 29. Madde 1. fıkrası uyarınca halka arz fiyatının belirlenmesi için Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“**Halk Yatırım**”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu (“**FTR**”) 16.08.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (“**KAP**”)’nda yayımlanmış ve Şirket payları 29.08.2024 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“**SPK**”) VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29/4 Maddesi gereğince Halk Yatırım tarafından hazırlanan işbu değerlendirme raporu, FTR’de esas alınan halka arz fiyatı ile 26.02.2025 tarihinde gün kapanışına kadar oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeler içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Açıklamalar:

Tebliğ’in 29. Madde 4. fıkrası uyarınca;

“Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa 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 altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkidenden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur”.

İşbu rapor bu yükümlülük kapsamında hazırlanmıştır.

2. Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti

2.1. Değerleme Yaklaşımı

16.08.2024 tarihinde www.kap.org.tr’de yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda AHES GYO’nun halka arz fiyatı belirlenirken;

- Şirket’in 31.03.2024, 31.12.2023, 31.03.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 dönemlerine ilişkin gelir tabloları ile 31.03.2024, 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihli bilançolarına yer verilmiştir.

Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile madde 20 ve madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- Maliyet Yaklaşımı: Net Aktif Değer (“**NAD**”) Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Net Aktif Değer Analizi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının (“**GYO**”) değerlemesinde kullanılan NAD, şirketlerin sahip olduğu gayrimenkul portföyünün değerine, hazır değerler, alacaklar ve diğer aktifler eklendikten sonra yükümlülüklerin düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı- Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında; benzer şirketler çarpan grubu hesaplamaya dahil edilmiştir.

- Benzer şirketler grubunda Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan 47 adet GYO’nun 31.03.2024 verileri incelenmiştir. Portföy benzerliği bakımından 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

değerlemeye dahil edilmemiştir. Nihai olarak Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmekte olan 47 GYO'dan 22 tanesi ile çarpan analizi yapılmıştır.

Net aktif değer hesaplamasında kullanılan 22 adet GYO'nun PD / NAD çarpanı ortalaması 0,72 olarak hesaplanmıştır. AHES GYO'nun benzer şirketler çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri 3.891.660.510 TL olarak hesaplanmıştır.

2.2. Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde; Net Aktif Değer %50, Piyasa Yaklaşımı (PD / NAD) %50 ağırlıklandırılarak 4.654.773.674 TL halka arz öncesi öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Sermayesi 145.000.000 TL olan Şirket'in halka arz öncesi pay başına değeri 32,10 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %19,94 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise öz sermaye değeri 3.654.315.000 TL, pay başına değer ise 25,20 TL olarak hesaplanmıştır.

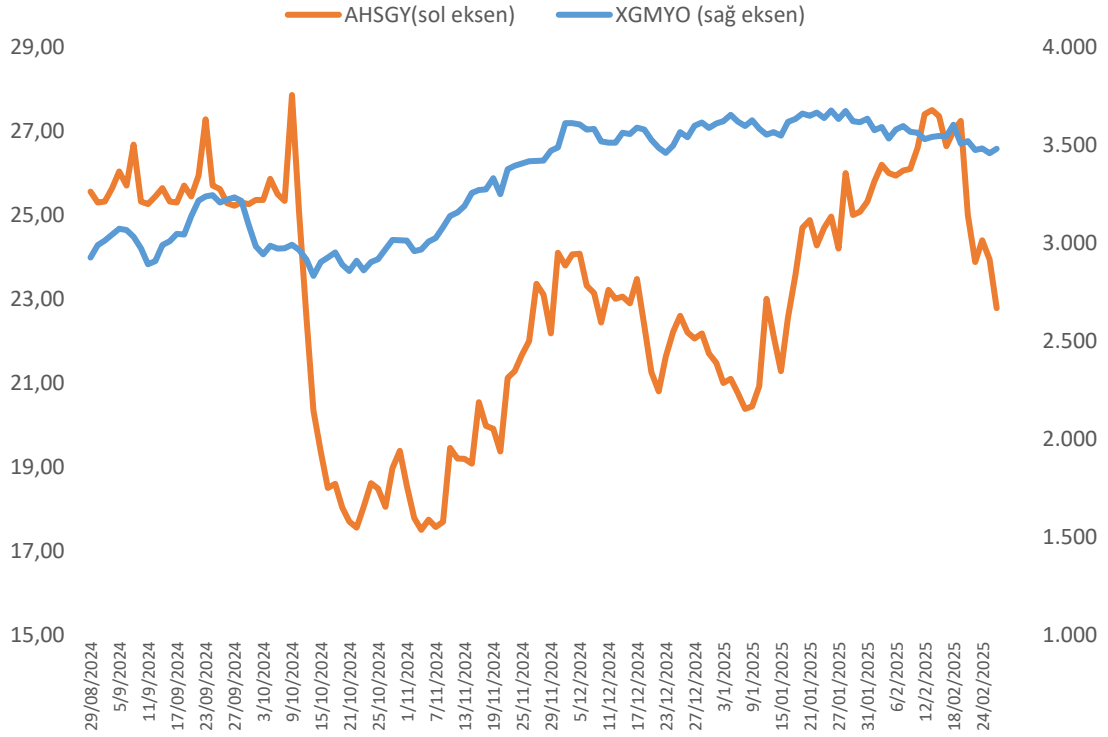
Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	(TL)
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	4.654.773.674
Nominal Sermaye Tutarı	145.000.000
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	32,10
Vergi Etkisinden Kaynaklı Tahmini İskonto Oranı*	%1,94
Halka Arz İskontosu	%19,94
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	3.654.315.000
Halka Arz Pay Fiyatı	25,20
Halka Arz Edilen Nominal Pay Sayısı	50.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.260.000.000

*Halihazırda gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna olmakla birlikte 02.08.2024 tarihli 32620 sayılı Resmî 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 dağıtımı planlanmayarak 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.

3. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyata Etki Eden Faktörler

Şirket payları, 29.08.2024 tarihinden itibaren Borsa İstanbul’da 25,20 TL / pay baz fiyatından “AHSGY” kodu ve sürekli işlem yöntemiyle işlem görmeye başlamıştır. Şirket paylarının 26 Şubat 2025 tarihi itibarıyla kapanış fiyatı 22,78 TL seviyesinden gerçekleşmiştir. Şirket payları halka arz tarihinden bugüne kadar en yüksek 27,86 TL seviyesinden günlük kapanış gerçekleştiren, en düşük ise 17,50 TL seviyesinden günlük kapanış gerçekleştirmiştir.

AHES GYO ve BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi Fiyat Gelişimleri*



* 26.02.2025 tarihinde; AHSGY kapanış fiyatı 22,78 TL ve XGMYO 3.481 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Yukarıda yer alan grafikler AHES GYO’nun AHSGY koduyla borsada işlem görmeye başladığı 29.08.2024 tarihinden 26.02.2025 seans kapanışına kadar aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerden oluşan; BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi (“XGMYO”) ile karşılaştırılmıştır.

AHES GYO 29.08.2024 tarihinde 25,20 TL fiyatla işlem görmeye başlamış olup, 26.02.2025 tarihinde 22,78 TL fiyatı ile gün sonu kapanışı gerçekleşmiştir. Bu iki dönem arasında AHSGY’nin fiyat değişimi -%10 olarak gerçekleşmiştir. Aynı iki tarih aralığında; BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi 2.926 seviyesinden 3.481 seviyesine gelmiş olup, değişim %19 olarak hesaplanmaktadır.



4. Halka Arz Sonrası Önemli Gelişmeler

Şirket, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilgili tabloda yer verilen tarihlerde aşağıdaki özel durum ve diğer açıklamalarını yayımlamıştır. Şirket'in operasyonlarına yönelik olarak yapılan işbu açıklamaların nihai halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki oluşan farklılıkların olası nedenleri arasında olduğu düşünülmektedir.

KAP'ta Yapılan Açıklama Tarihi	Açıklama
21.10.2024	Şirket portföyünde yer alan İstanbul İli Üsküdar İlçesi Bulgurlu Mahallesi 84 Ada 95 Parselde yer alan Şirket'in maliki olduğu taşınmazda kiracı olarak kullanan şirket ile kira sözleşmesinin 5.yılı sona ermiştir. Kira sözleşmesinin 5 yılı doldurması nedeniyle Şirket'in Türk Borçlar Kanunu m.138 gereğince kira bedelinin emsal değerlere uyarlanmasına dair dava açma hakkı bulunmaktadır. Ancak kiracı ile anlaşamama halinde yürütülecek yasal süreçte kaybedilecek zaman ve kira miktarı göz önüne alınarak mevcut kiracı ile anlaşma yoluna gidilmiştir. 2024 Eylül ayı itibarıyla Şirket ve kiracı arasında bir yıllık kira döneminde, aylık 5.250.000 TL + KDV kira bedelinin ödenmesinde mutabık kalındığı aktarılmıştır. Açıklananlar kapsamında, Şirket'in maliki olduğu taşınmaza ait 31.03.2024 tarihli ve 2024-PD-23 numaralı raporda belirlenen 5.950.000 TL + KDV kira bedeli üzerinden iskonto yapılarak ilgili taşınmaz 5.250.000 TL + KDV aylık kira bedelinin ödenmesinde kiracı ile anlaşmaya varıldığı aktarılmıştır. Şirket'in ilgili gayrimenkulden Eylül 2024 döneminden itibaren 1 yıllık 63.000.000 TL + KDV kira geliri elde edeceği belirtilmiştir.
29.11.2024	Şirket'in sermayesine %49 oranında ortaklığının bulunduğu iştiraklerinden Sour Turizm A.Ş. ve Çağrankaya Turizm A.Ş.'nin sermayelerinin tamamen nakden olmak üzere 50.000 TL'den 250.000.000 TL'ye çıkarılmasına karar verilmiş olup, söz konusu husus Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde tescil ve ilan olunmuştur.
18.12.2024	Şirket portföyünde yer alan Antalya İli Gazipaşa İlçesi 2308 Ada 1 Parsel'de yer alan 5 Yıldızlı 700 Yataklı Otel Projesi kapsamında T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığına Turizm Yatırım Belgesi başvurusu yapılmış olup, inceleme aşamasındadır.
18.12.2024	Şirket'in sermayesine %49 oranında ortaklığının bulunduğu iştiraklerinden Sour Turizm A.Ş. ve Çağrankaya Turizm A.Ş.'nin portföyünde yer alan Antalya İli Gazipaşa İlçesi 2310 Ada 1 Parsel ve 2312 Ada 1 Parsel de yer alan her bir iştirak tarafından ayrı ayrı geliştirilecek olan 5 Yıldızlı 700 Yataklı Otel Projesi kapsamında T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığına Turizm Yatırım Belgesi başvurusu yapılmış olup inceleme aşamasındadır.
14.01.2025	Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 40. maddesinin 3. fıkrasının ç bendi gereği; ortaklığın kamuya açıklamış olduğu son finansal tablolarında yer alan aktiflerinin (varlıklar) toplamının %2'sini geçmeyen alım, satım ve/veya kiralama işlemlerinin kamuoyu ile paylaşılması kapsamında, Şirket portföyünde yer alan gayrimenkullerinden toplam 56.600.000 TL + KDV satış ve kiralama işlemi gerçekleştirilmiştir. Söz konusu işlemlerin 17.600.000 TL + KDV'lik kısmı satış işlemleri, 39.000.000 TL + KDV'lik kısmı kiralama işlemleri yoluyla gerçekleştirilmiştir.



5. Değerlendirme

29.08.2024 tarihinde pay başına 25,20 TL fiyatla BİST’te işlem görmeye başlayan AHSGY payları, 26.02.2025 itibarıyla 22,78 TL fiyat ile kapanmıştır. Halka arzdan bu yana geçen süre içinde Şirket paylarında meydana gelen fiyat artış ve azalışları ile mevcut fiyat seviyesinin oluşması üzerinde rol oynayan önemli faktörler özetle;

- Şirket’in halka arz İzahnamesinde bahsi geçen İhraç Edilecek Paylara İlişkin Riskler kapsamında yer verilen *“TL’nin değerindeki dalgalanmalar pay fiyatını etkileyebilir, Ekonomik konjonktürden kaynaklanan riskler pay fiyatını olumsuz etkileyebilir”* başlıklı riskler kapsamında pay fiyatındaki değişiklikler üzerinde etkili olmuştur.

olarak değerlendirilmektedir.