

Şeker  GYO

ŞEKER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

17.03.2022

 **GLOBAL**
MENKUL DEĞERLER

İçindekiler

Kısaltma ve Tanımlar.....	3
1. Yönetici Özeti	4
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	6
2.1. Şirket'e İlişkin Özet Bilgiler	6
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	7
2.3. Şirket'in İştirakine İlişkin Bilgiler	7
2.4. Faaliyete İlişkin Bilgiler.....	7
2.5. Şirket'in Finansal Durumuna İlişkin Bilgiler	10
3. Temel Ekonomik Veriler ve Gayrimenkul Sektörü	13
3.1. Türkiye Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	13
3.1.1. Konut Satış İstatistikleri	14
3.1.2. İnşaat Maliyetleri	16
3.1.3. Ofis ve Ticari Gayrimenkul	16
3.1.4. Alışveriş Merkezi (AVM).....	17
3.1.5. Turizm ve Otelcilik	18
3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	19
4. Değerleme	20
4.1. Net Aktif Değer Analizi	21
4.2. Çarpan Analizi	23
4.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Analizi	23
4.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	24
4.3.1. Kira Geliri Projeksiyonları	25
4.3.2. Maliyet Projeksiyonları ve Amortisman Giderleri.....	25
4.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	26
4.3.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Hesaplaması.....	27
4.4. Değerleme Sonucu	27
EK - 1: Şirket Finansal Tabloları	28
EK - 2: Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı	30

Kısaltma ve Tanımlar

A.Ş.	Anonim Şirketi
AVM	Alışveriş Merkezi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasılat
Gösterge	GYODER 4. Çeyrek Gösterge Raporu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	Gayrimenkul ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
m ²	Metre Kare
Promesa	Promesa İnşaat Yatırım ve Yönetim A.Ş.
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
Şeker Kentsel	Şeker Kentsel Dönüşüm ve Danışmanlık A.Ş.
Şeker Kule	İstanbul ili, Kağıthane ilçesi, Merkez Mahallesi, 8836 ada, 4 no'lu parsel üzerinde yer alan, "36 katlı Betonarme Bina ve Arsası" vasıflı, 94 bağımsız bölümden oluşan ofis binası
Şekerbank	Şekerbank T.A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
USD	Amerikan Doları
XGMYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi
XU100	BIST-100 Endeksi

1. Yönetici Özeti

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir. Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun halka açılacak ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafı olması halinde, fiyat tespit raporunun başka bir yetkili kuruluş tarafından hazırlanması gerekmektedir.

Bu kapsamda; 17.03.2022 tarihli ve GLB KF 2022/08 sayılı işbu rapor, Emniyet Evleri Mah. Akarsu Cad. (Şeker Kule) No:3/51 K:11 Kağıthane/İstanbul – Türkiye adresinde mukim Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şeker GYO" ve/veya "Şirket") ile Yeşilce Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 65 Kat: 1 Kağıthane/İstanbul adresinde mukim Global Menkul Değerler A.Ş. ("Global Menkul") arasında 07.03.2022 tarihinde imzalanmış olan "Değerleme Raporu ve Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanması Sözleşmesi" gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket ile fiyat tespit raporunu hazırlayan Global Menkul arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Global Menkul ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Global Menkul'un fiyat tespit raporunun hazırlanması nedeniyle elde edeceği ücret haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Şirket Özeti:

Şeker Proje Geliştirme ve Gayrimenkul Yatırım A.Ş. unvanı ile tek pay sahibi Şekerbank T.A.Ş. aktifinde yer alan gayrimenkullerin kurulacak bir şirkete bölünme yoluyla devredilmesine ilişkin 19 Ocak 2017 tarih ve 7208 sayılı BDDK izni uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmek amacıyla 19 Nisan 2017 tarihinde Şekerbank T.A.Ş. tarafından kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Aralık 2019 tarih ve 72/1600 sayılı iznini takiben, 6 Ocak 2020 tarihinde Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanını alarak; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı"na dönüşmüştür.

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları, Sermaye Piyasası Kurulu'na belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumu niteliğinde kayıtlı sermayeli anonim ortaklıktır.

Proje Ekibi:

Global Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Departmanı işbu raporu hazırlayabilmek için gerekli ehliyet, tecrübe ve teknik altyapıya sahiptir. Değerleme ekibi aşağıdaki gibidir.

Yiğit Engiz, Global Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Müdürü olarak görev yapmaktadır. Değerleme çalışması Yiğit Engiz tarafından yürütülmüştür. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 903400) sahip Yiğit Engiz, kurumsal finansman alanında borçlanma araçları piyasası, Şirket halka arzları, değerleme projeleri ve diğer birçok sermaye piyasası projelerinde görev almıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Global Menkul, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Global Menkul, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Global Menkul elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Global Menkul tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Global Menkul olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Şirket'e İlişkin Özet Bilgiler

- Şeker Proje Geliştirme ve Gayrimenkul Yatırım A.Ş. unvanı ile tek pay sahibi Şekerbank T.A.Ş. aktifinde yer alan gayrimenkullerin kurulacak bir şirkete bölünme yoluyla devredilmesine ilişkin 19 Ocak 2017 tarih ve 7208 sayılı BDDK izni uyarınca, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmek amacıyla 19 Nisan 2017 tarihinde Şekerbank T.A.Ş. tarafından kurulmuştur.
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Aralık 2019 tarih ve 72/1600 sayılı iznini takiben, 6 Ocak 2020 tarihinde Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanını alarak; gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı"na dönüşmüştür.
- Şirket'in gayrimenkul portföyü, Türkiye genelinde 20 ilde, 36 lokasyonda konumlu olan toplam 163 adet gayrimenkulden oluşmaktadır. Şirket portföyünün büyük kısmını il ve ilçe merkezlerinde, ticari lokasyonlar üzerinde bulunan, Şekerbank'ın kiracısı olduğu ticari gayrimenkuller oluşturmaktadır. Bu gayrimenkullere ilaveten İstanbul'un ticari alanlarda konumlu olan ofisler, organize sanayi bölgelerinde konumlu fabrikalar ve farklı şehirlerde bulunan ticari gayrimenkuller de Şirket portföyünde yer almaktadır.
- 25 Aralık 2020 tarihinde tescil edilen Promesa ile kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemi sonucunda, Promesa'nın portföyünde yer alan, hâlihazırda Şirket merkezi ve Şekerbank Genel Müdürlük Binası'nın da bulunduğu ofis kompleksi olan Şeker Kule'nin Promesa'ya ait 74 adet ofis ve bir dükkan niteliğindeki bağımsız bölümleri de Şirket portföyüne dâhil edilmiştir.
- Promesa'ya ait ve İstanbul, Sarıyer ilçesinde bulunan bir adet taşınmaz da Şirket portföyüne dâhil edilmiş olup, söz konusu taşınmaz GYO mevzuatına uygun olmaması sebebiyle 11 Şubat 2021 tarihinde Şirket'in bağlı ortaklığı Şeker Kentsel Dönüşüm ve Danışmanlık A.Ş.'ne devredilmiştir.
- 07 Ocak 2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporları uyarınca, 31.12.2021 tarihi itibarıyla gayrimenkullerinin toplam değeri 1.132.793.000 TL'dir.
- Şirket'in yurt dışı gayrimenkulü Kazakistan, Almatı şehrinde, Alatau bölgesinde bulunan, 60.047 m² yüzölçümüne ve ticari yapılaşma hakkına sahip, geliştirme amacı ile Şirket portföyünde yer alan bir adet arsadan oluşmaktadır. 07 Ocak 2022 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporları uyarınca, Grup'un yurt dışı gayrimenkulünün gerçeğe uygun değeri 67.965.000 TL'dir.
- Şeker Şile Evleri Projesi kapsamında S.S. Şile Aydıncıkent Konut Yapı Kooperatifi ile 21 Nisan 2021 tarihinde yapılan sözleşme imzalamıştır. Sözleşme, İstanbul, Şile, Çayırbaşı Mahallesi'nde mülkiyeti Aydıncıkent Kooperatifi'ne ait toplamda 11.325,53 m² yüzölçümüne sahip 445, 678 ve 679 numaralı parsellerde yapılacak 29 adet villa (42 adet bağımsız bölüm) inşaat işi, proje alanının peyzajı ve ortak alanların arsa payı karşılığı, anahtar teslim inşaat işlerini kapsamaktadır. Söz konusu sözleşme kapsamında konut alanlarında ruhsat projesine göre çıkacak bağımsız bölüm metrekarelerinin toplamının %50'si Aydıncıkent Kooperatifi'ne, kalan %50'si ise herhangi bir bedel talep edilmeksizin Şeker GYO'ya devredilecektir. Söz konusu projenin tahmini tamamlanma süresi 18 aydır.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi olmakla beraber, 2021 – 2025 yılları dönemi için geçerli olmak üzere 3.000.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanına sahiptir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 610.166.462 TL'dir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 1 TL nominal değerinde 610.166.462 adet paya ayrılmış ve tamamı muvazaadan ari olarak taahhüt edilip 602.966.462 TL'si aynı olarak, 7.200.000 TL'si nakden ödenmiştir.

Şirket esas sözleşmesi uyarınca Şirket'in sermayesini temsil eden herhangi bir pay grubu bulunmadığı gibi paylara tanınmış herhangi bir imtiyaz da bulunmamaktadır. Şirket paylarının tamamı nama yazılıdır.

Şirket'in tek pay sahibi Şekerbank T.A.Ş.'tir. Ortaklık yapısını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Ortağın Adı-Soyadı/Ticaret Unvanı	Ticaret Sicili Numarası	Vergi Numarası	Sermayedeki Pay Tutarı (TL)	Sermayedeki Pay Oranı (%)
Şekerbank T.A.Ş.	İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü- 536973	8010048575	610.166.462	100
TOPLAM			610.166.462	100

Tablo 1: Ortaklık Yapısı - Kaynak: Şirket

2.3. Şirket'in İştirakine İlişkin Bilgiler

Şirket'in Şeker Kentsel Dönüşüm ve Danışmanlık Anonim Şirketi ("Şeker Kentsel") unvanlı %100 payına sahip olduğu iştiraki bulunmaktadır. Söz konusu iştirake ilişkin bilgileri içeren tablo aşağıda yer almaktadır.

Ticaret Unvanı	Merkezi	Faaliyet Konusu	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Hakkı	Sermaye Tutarı (TL)	Yedekleri (TL)	31.12.2021 Net Dönem Karı/Zararı (TL)
Şeker Kentsel Dönüşüm ve Danışmanlık A.Ş.	Emniyet Evleri Mahallesi Akarsu Cad. Promesa Sit. D Kapısı Apt. No: 3/51 Kağıthane / İstanbul, Türkiye	Kendisine ait gayrimenkullerin alınıp satılması ve bu gayrimenkuller üzerinde her türlü tasarrufta bulunulması	%100	25.000.000	10.000	4.284.460

Tablo 2: İştirake İlişkin Bilgiler - Kaynak: Şirket

Şeker GYO Yönetim Kurulu 2022 yılında Şeker Kentsel'in sermayesinin 5 milyon TL artırılarak 30.000.000 TL'ye çıkarılmasına karar vermiştir.

2.4. Faaliyete İlişkin Bilgiler

Şirket; mevcut iş konusu kapsamında mülkiyetinde bulunan ve satın alacağı her türlü arsa, arazi ve benzeri gayrimenkuller üzerine konut, iş, ofis, alışveriş ve eğlence merkezleri, eğitim merkezleri, spor merkezleri, sağlık kompleksleri ve hastane gibi sağlık tesisleri ile otel, motel, tatil köyü, yat limanı, restoran ve buna benzer turistik tesisler kurmak, inşa etmek,

ettirmek, işletmek, işletme hakkını devretmek, kiraya vermek, kurulu veya kurulacak tesisler kiralamak gibi faaliyetleri yürütmektedir.

Şirket'in ana faaliyet konusuna ilişkin hasılat kalemleri gayrimenkul kiralamalarından elde edilen kira gelirleri ve gayrimenkul satışlarından oluşmaktadır.

Gayrimenkul kiralamalarından elde edilen kira gelirleri

Şirket portföyü ağırlıklı olarak ofis ve işyeri olarak kullanılan gayrimenkullerden oluşmaktadır. Şirket, ilgili gayrimenkullerin kiraya verilmesinden gelir elde etmektedir. Şirket'in portföyünde 164 adet bağımsız bölüm mevcut olup gerek duyulması halinde her birinin değerlendirme raporlarına www.sekergyo.com.tr adresinden ulaşılabilir.

Şirket'in 01.01.2021-31.12.2021 tarihli finansal tablo dönemi içerisinde Şirket'in portföyünde bulunan ve Şirket'in kira geliri elde ettiği gayrimenkullerin dağılımını gösterir özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Sıra No	Gayrimenkul Adı	İşletim Olarak Kullanılmış Alan (m ²)	Doluluk Oranı (%)	2021 Yılında Alınan Toplam Kira Geliri (TL)
1	Şeker Kule (*)	20.235,36	91%	26.160.864,03
2	Afyon Şubesi	664,50	100%	265.076,27
3	Akyazı Şubesi	614,00	100%	109.150,35
4	Ankara Bölge Müdürlük Binası	1.245,00	100%	271.331,85
5	Ankara Gölbaşı Arsası	-	-	-
6	Beşiktaş Şubesi	243,00	100%	287.670,51
7	Boğazlıyan Şubesi	795,00	100%	113.190,12
8	Büyüçekmece İşyerleri	269,00	100%	22.690,00
9	Elbistan Şubesi	165,00	100%	106.849,11
10	Gazipaşa Şubesi	779,00	100%	450.820,77
11	Göztepe Şubesi	158,00	100%	780.825,93
12	Gümüşsuyu Şubesi	2.442,04	86%	903.834,14
13	Tophane Binası	557,49	45%	296.419,20
14	İzmir Şubesi ve Üst Katlar	4.440,00	100%	1.427.868,48
15	Karacabey Şubesi	344,00	100%	74.590,08
16	Karaman OSB Fabrika	-	-	-
17	Lara Şubesi	300,00	100%	309.783,24
18	Mecidiyeköy Şubesi	597,00	100%	879.449,76
19	Mersin Şubesi	954,00	100%	396.643,05
20	Merzifon Şubesi	752,00	100%	171.449,70
21	Metrocity Binası	2.565,57	89%	2.392.208,16
22	Muğla Bodrum İş Yeri	140,00	100%	33.809,22
23	Ordu Şubesi	568,00	100%	349.537,78
24	Ostim Şubesi	500,00	100%	270.491,06
25	Sivas Şubesi	586,00	100%	300.242,92
26	Söke Şubesi	261,00	100%	106.849,11
27	Sultanhamam Şubesi	426,00	100%	1.070.075,52
28	Turhal Şubesi	990,00	100%	120.680,74
29	Uzunköprü Şubesi	184,00	100%	131.506,53
30	Almatı Arsası	-	-	-
31	Amasya Şubesi	299,00	100%	220.371,96
32	Ankara Dupleks Mesken	566,30	100%	86.113,13
33	Kadıköy Şubesi	973,00	100%	878.446,98
34	Kastamonu Şubesi	343,00	100%	179.670,78
35	İstinye Arsası	-	-	-
TOPLAM		43.956,26		39.168.530,47

Tablo 3: Kira Gelirlerini Gösterir Tablo - Kaynak: Şirket

* Şeker Kule içerisindeki Şeker GYO'nun kullanımında olan 11. kat kiralanmış alan hesabına katılmıştır.

Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkullerin toplam kiralanabilir alanı 50.766 m² olup, 31.12.2021 tarihli finansal tablo dönemi itibarıyla doluluk oranı ortalaması %91 civarındadır. Kira gelirlerinin 36.751.859 TL'si ilişkili taraflardan elde edilmiştir.

Gayrimenkul satış gelirleri

Şirket'in gayrimenkul satış gelirlerini gösterir tablo aşağıdaki gibidir. Şirket'in hasılat rakamlarında gayrimenkul satışlarına bağlı olarak görülen değişim ve gayrimenkul satış maliyetlerinin gayrimenkul satış hasılatından yüksek olması özellikle 2021 yılında brüt karlılığı olumsuz etkilemiştir.

TL	2021	2020
Gayrimenkul Satış Geliri	13.450.848	37.075.560
Gayrimenkul Satışlarının Maliyeti	-16.131.000	-31.983.992
Satış Karı/Zararı	-2.680.152	5.091.568

Tablo 4: Gayrimenkul Satışlarını Gösterir Tablo - Kaynak: Şirket

Seker Şile Evleri Projesi (Şile Çayırbaşı Projesi)

Şirket, S.S. Şile Aydıncıkent Konut Yapı Kooperatifi ("Kooperatif") ile 6 Ekim 2021 tarihinde Kooperatif ile Düzenleme Şeklinde Taşınmaz Satış Vaadi ve Arsa Payı Karşılığı İnşaat Sözleşmesi imzalanmıştır. Söz konusu yatırım projesi kapsamında, Kooperatife ait bulunan İstanbul ili, Şile ilçesi, Çayırbaşı Mahallesi, 733 (Tevhid öncesi parsel numaraları: 445, 678 ve 679) no'lu parsel üzerinde Şirket'in anlaşıacağı bir müteahhit tarafından bağımsız bölümlerin inşası yapılacaktır. Projeye Haziran 2022 tarihinde başlanması ve Ekim 2023 tarihinde tamamlanması planlanmaktadır.

İlgili mevzuat kapsamında, proje ve inşaat başlanması için gerekli tüm yasal izin ve onayların alınması ve varsa projenin geliştirilmesine yönelik engellerin kaldırılması Kooperatifin sorumluluğundadır.

Bağımsız bölümlerin inşasıyla ilgili olarak inşaat ruhsatlarının alınması ile ilişkili masraflar, proje ve inşaat ile ilgili tüm masraflar ile resmi harç ve ruhsat masrafları Şirket tarafından karşılanacaktır. İnşaatın tamamlanması neticesinde Kooperatif ile Şirket'in müştereken sahip olacakları yapı inşaat alanının %50'si Şirket'e (14 adet tekli villa), %50'si (2 adet tekli, 13 adet ikiz villa) ise Kooperatife ait olacaktır.

Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.'nin 2020-192 sayılı 22 Şubat 2022 tarihli raporunda, İstanbul İli, Şile İlçesi, Çayırbaşı Mahallesi, 733 parselde bulunan "Arsa" vasıflı gayrimenkul üzerinde yapılması planlanan projenin tamamlanması durumundaki adil piyasa değeri Türk Lirası cinsinden tespit edilmiştir. Rapora göre, projenin tamamlanması durumundaki KDV hariç değeri, 142.000.000 TL'dir.

Rapora göre projenin kat karşılığı paylaşım oranına göre %50-%50 olarak paylaşılması durumunda ise karlılık oranının bir miktar değişkenlik göstereceği ve Şeker GYO'nun gelirinin 67.450.000 TL olacağı belirtilmiştir. Söz konusu 67.450.000 TL satış bedelinin 44.700.000 TL'si maliyet bedeli, 22.750.000 TL'si ise net kar olarak belirlenmiştir.

2.5. Şirket'in Finansal Durumuna İlişkin Bilgiler

Şirket'in seçilmiş bilanço kalemlerinden oluşan 2019 – 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin karşılaştırmalı bilanço tablosu aşağıdaki gibidir.

Bin TL	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR	470.595	187.516	210.186
Nakit ve Nakit Benzerleri	296.706	73.998	189.332
Finansal Yatırımlar	131.424	110.344	-
Türev Araçlar	36.790	-	-
Diğer	5.675	3.174	20.854
DURAN VARLIKLAR	1.132.796	922.146	343.229
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.105.913	898.809	338.990
Diğer	26.884	23.337	4.239
TOPLAM VARLIKLAR	1.603.391	1.109.661	553.415
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	324.153	99.205	1.512
Kısa Vadeli Borçlanmalar	180.250	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	139.786	93.696	-
Diğer	4.117	5.509	1512
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	471.794	327.921	1.603
Uzun Vadeli Borçlanmalar	469.449	326.972	1.153
Diğer	2.345	949	450
ÖZKAYNAKLAR	807.444	682.535	550.300
TOPLAM KAYNAKLAR	1.603.391	1.109.661	553.415

Tablo 5: Özet Bilanço Verileri - Kaynak: Şirket

Şirket 2019 yılında Kazakistan'da bulunan gayrimenkullerinin satışından elde edilen nakit ve aynı yıl yapılan nakit sermaye artırımı sonucu 189 milyon TL nakit mevcuduna sahip iken 2020 yılında ise nakit ve nakit benzerleri, 2019 yılına göre %61,2 azalarak 73,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bunun nedeni şirket devralınması sebebiyle ödenen satın alma bedelidir.

2021 yılında ise Şirket'in nakit ve nakit benzerlerinde 2020'ye göre %304'e yakın artış olmuştur. Söz konusu durum, özellikle 2021 yılının ikinci döneminden itibaren döviz kurlarında yaşanan aşırı oynaklık nedeniyle Şirket'in döviz kredilerinden kaynaklanacak kur riskini azaltmak amacıyla döviz pozisyonu tutmasından kaynaklanmaktadır. 2021 yılında 296,7 milyon TL'lik nakit varlıklar; 9,4 milyon TL ve 21,6 milyon USD mevduatından oluşmuştur.

Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansal tablo sonuçlarına göre 9.860.000 USD'lik (31.2.2020: 10.789.400 USD) Eurobond'u mevcuttur. Eurobond "Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan Finansal Varlık" olarak sınıflandırılmaktadır Eurobond'un vadesi 10.08.2024 olup faiz oranı %6,35'tir.

2019 yılında 20,7 milyon TL stoku bulunan Şirket'in portföyünde yer alan Kazakistan'da konumlu yedi adet gayrimenkul 2020 yılı içerisinde satılmıştır. 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in stoku bulunmamaktadır.

Şirket'in 2019 yılında 339 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkulü vardır. 2020 yılında ise Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değeri 2019 yılına göre %165,1 oranında artarak toplam 898,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. Söz konusu durum birleşme ve satın alma sonucunda bazı gayrimenkullerin Şirket portföyüne dâhil edilmiş olmasıdır.

2021 yılında Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değeri 2020 yılına göre %24 oranında artarak 1.105 milyon TL olmuştur. Şeker GYO'nun kullandığı 31.12.2021 tarihli finansallara göre 26.545.000 TL değerindeki 11. kata ilişkin değer maddi duran varlıklarda izlenmektedir. Söz konusu 223,2 milyon TL'lik artış gerçeğe uygun değer artışıdır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller içinde yer alan Şeker Kule üzerinde 150.000.000 USD'lik ipotek bulunmaktadır. Promesa'nın 31.12.2014 ve 23.07.2015 tarihli genel kredi sözleşmeleri kapsamında kullanılan kredinin teminatı olarak ipotek tesis edilmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerinde meydana gelen değişim kar/zarar tablosunda "Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler" içerisinde muhasebeleştirilmiştir.

Şirket'in 2021 yılında 320 milyon TL tutarındaki kısa vadeli borçlanmaları 2020 yılına göre %240 oranında artmıştır. Söz konusu tutarın 139,7 milyon TL'lik kısmını uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısmı oluşturmaktadır. 2020 yılında 93,7 milyon TL olan bu tutarın artması yeni kredi kullanımı olmayıp döviz kurlarında meydana gelen artışın etkisidir. Kısa vadeli yükümlülüklerin diğer önemli kısmını ise 180,2 milyon TL ile kısa vadeli (3 ay vadeli) TL bazlı borçlanmalar oluşturmaktadır. Bu krediler Şirket'in döviz kurundaki aşırı yükselmeye karşı döviz pozisyonu oluşturmak amacıyla kullandığı TL cinsinden krediler olup, bu krediler 26 Ocak 2022 itibarıyla tamamıyla ödenerek kapatılmıştır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri birleşme sonucu Şirket bünyesine katılan şirket (Promesa) tarafından kullanılan kredilerin kalan anapara tutarlarıdır. Şirket'in 2020'de 326,9 milyon TL (56.698.387 USD) olan uzun vadeli ana para borcu, 2021 yılında döviz bazında 45.250.000 USD'ye düşmesine karşın TL/USD paritesindeki değişiklikler nedeniyle TL bazında artış göstermiştir. Şirket'in 2021 yılında kullanmış olduğu herhangi bir yeni uzun vadeli kredisi bulunmamaktadır.

Şirket'in 2019 - 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin karşılaştırmalı gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

Bin TL	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
KAR / ZARAR			
Hasılat	53.020	47.954	188.663
Satışların maliyeti	-16.131	-31.984	-152.494
BRÜT KAR/ZARAR	36.889	15.970	36.169
Genel yönetim giderleri	-20.180	-17.758	-10.329
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler	-75	-4.990	54.502
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	16.634	-6.778	80.342
Yatırım faaliyetlerinden gelirler/giderler	223.201	60.879	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	239.835	54.101	80.342
Finansman gelirleri/giderleri	-112.919	72.522	-476
VERGİ ÖNCESİ KAR	126.916	126.623	79.866
Vergi Gideri	-1.447	-421	-28.138
DÖNEM KARI	125.469	126.202	51.728

Tablo 6: Gelir Tablosu - Kaynak: Şirket

Şirket'in hasılat tutarı Kira Gelirleri ve Gayrimenkul Satış gelirlerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda Şirket'in 2019 yılında toplam 188,6 milyon TL'lik satış hasılatı vardır. Bu hasılatın 178,6 milyon TL'lik bölümü Kazakistan'da bulunan gayrimenkullerin satışından elde edilmiştir. Aynı yıl kira geliri ise 9,6 milyon TL olmuştur.

2020 yılında brüt hasılat rakamı 47,9 milyon TL olarak gerçekleşmiş, söz konusu hasılat rakamının 37 milyon TL'si gayrimenkul satışlarından, 10,9 milyon TL'si ise kira gelirlerinden elde edilmiştir. 2020 yılında hasılatta yaşanan düşüş gayrimenkul satış gelirlerinin azalmasından ve kira gelirlerinde artış olmamasından kaynaklanmıştır.

2021 yılında ise satış hasılatı bir önceki yıla göre %9,6 artarak 53 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2021 yılındaki hasılat artışı, ağırlıklı olarak boş duran gayrimenkullerin kiralama gelirlerinin yapılarak doluluk oranlarının artırılması sonucu kira gelirlerinin artmasından kaynaklanmıştır. 2021 yılında kira gelirleri 39,5 milyon TL olmuştur. Söz konusu kira gelirlerinin %92'lik kısmı ilişkili taraflardan elde edilmiştir. Aynı yıl içinde gayrimenkul satış gelirleri 13,4 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir.

Şirket 2021 yılında döviz kurlarındaki aşırı oynaklığa karşı döviz pozisyonu tutması ve türev işlemler sonucunda 203,2 milyon TL'lik finansman gelirine ulaşmıştır. 2021 yılında elde edilen finansman gelirlerinin 157,4 milyon TL'si kur farkı gelirinden, 36,8 milyon TL'si türev işlemlerden (forward), 9 milyon TL'lik kısmı ise faiz gelirinden oluşmuştur. 2020 yılında elde edilen toplam finansman geliri ise 108,3 milyon TL'dir.

Finansman giderlerinin büyük kısmını döviz kredilerinden kaynaklanan kur farkı giderleri oluşturmaktadır. 2020 yılında döviz kredilerinin Promesa birleşmesi sonucunda o yıl içinde bilançoya dahil olması nedeniyle 25,9 milyon TL düzeyinde gerçekleşen kur farkı giderleri, 2021 yılında döviz kurlarındaki yükselişler nedeniyle 286,6 milyon TL olmuştur. Benzer şekilde kredilerin faiz giderleri de 2020'de 4,9 milyon TL iken, 2021 yılında kullanılan kısa vadeli TL kredilerin de etkisi ile 29,5 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in 2019 yılında dönem karı bir önceki yıla göre %129,1'lik artış ile 51,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın başlıca sebebi Şirket'in Kazakistan'daki gayrimenkullerinin satışından elde ettiği kardanır.

2020 yılında ise dönem karı 2019 yılına göre %144 artarak 126,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kar rakamındaki artışlar yatırım amaçlı gayrimenkul değerindeki artışların sonucudur.

2021 yılında net dönem karı 125,4 milyon TL olmuştur. Yüksek kur farkı giderlerine karşın kur farkı gelirleri ve yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışları 2021 yılının önceki yıl ile aynı düzeyde gerçekleşmesini sağlamıştır.

3. Temel Ekonomik Veriler ve Gayrimenkul Sektörü

2020 yılının başında etkinliğini artırarak tüm dünyayı etkisi altına alan COVID – 19 salgını, dünyadaki tüm ekonomik faaliyetleri kökten etkilediği gibi gayrimenkul sektörünü de derinden etkilemiştir. AVM'lerin kapatılması, sokağa çıkma yasakları, uzaktan çalışma sistemine geçilmesiyle birlikte ofislerin boşalması, otellerin hizmetlerinin durması, restoran ve kafe gibi yiyecek içecek eğlence mekanlarının dönem dönem kısıtlamalar kapsamında kapatılması gibi unsurlar ticari gayrimenkul sektörüne yatırım yapan GYO'ları olumsuz etkilemiştir.

COVID-19 salgınının ekonomi üzerindeki olumsuz etkisi sebebiyle AVM'lerin ziyaretçi sayıları ve satışları daha düşük gerçekleşmiş, otel ve ofis doluluk oranları da düşük oranlarda seyretmiştir.

2021 yılından itibaren kısmen yasakların kaldırılması ve aşılamanın yaygınlaşması tüm sektörleri olduğu gibi GYO sektörünü de pozitif etkilemiş ve hızlı bir toparlanma gerçekleştirmiştir. Diğer yandan küresel olarak COVID – 19 salgını önemli bir sorun olmaya devam etmekle birlikte 2021 yılının ikinci yarısından itibaren maliyet enflasyonu hemen hemen tüm ülkelerde anlamlı bir biçimde yükselmektedir. Talep yapısının değişimi ve üretim süreçlerinin aksaması küresel olarak tedarik ve lojistik sorunlarını beraberinde getirmiştir. Aynı zamanda hammadde maliyetlerinin artması dünya genelinde enflasyonist eğilimi güçlendirmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Ekonomik Görünüm Raporu¹ Ocak 2022 sayısını "Artan Vaka Yükleri, Kesintili Bir İyileşme ve Daha Yüksek Enflasyon" başlığı ile yayımlanan sayısında küresel ekonomik toparlanmanın azalarak devam ettiğini ve enflasyonist eğilimlerin güçlendiğine vurgu yapmıştır.

Türkiye'nin GSYH dördüncü çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, 2021 yılının dördüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %9,1 artmıştır. IMF tahminlerine göre 2022 ve 2023 yılları büyüme verileri her iki yıl için %3,3 olarak tahmin edilmiştir.

2021 yılının son çeyreğinde döviz kurlarının sert yükselişi ve küresel emtia fiyatlarında gerçekleşen artışın etkisiyle TÜFE (2003=100) hızlı bir artış göstermiştir. 2021 yılı Aralık ayı TÜFE verisi %36,08 olarak gerçekleşirken, 2022 yılı Ocak ve Şubat aylarında sırasıyla aylık TÜFE %11,10 ve %4,81 olarak gerçekleşmiş ve 2022 Şubat ayı itibarıyla yıllık enflasyon %54,44 seviyesine ulaşmıştır.

3.1. Türkiye Gayrimenkul Sektörü ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

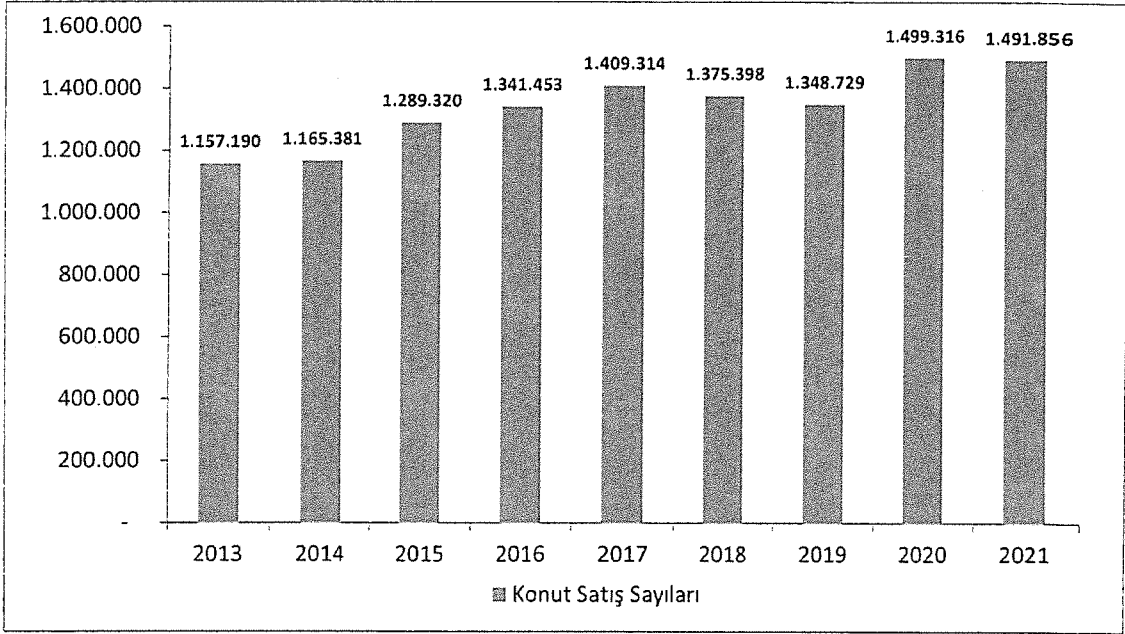
Gayrimenkul sektörü ticari gayrimenkul, AVM, turizm, perakende sektörü, turizm-otelcilik sektörü ve konut sektörünü içinde barındıran, ülke ekonomisi için önem arz eden sektörlerden biridir. Türkiye'de gayrimenkul faaliyetlerinin GSYH içindeki payı 2020 yılında %6,3 iken 2021 yılında %5 seviyesindedir. 2021 yılı verilerine göre gayrimenkul sektörü hasılatı 358,2 milyar TL civarındadır.

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022>

3.1.1. Konut Satış İstatistikleri

2020 yılı içerisinde ortaya çıkan COVID – 19 salgını nedeniyle yapılan teşvikler ve kamu bankaları öncülüğünde konut kredisi faiz oranlarının %0,64 seviyelerine kadar indirilmesi sonucunda tüm zamanların en yüksek konut satışı gerçekleşmiştir.

2021 yılı dördüncü çeyrek konut satışları, bir önceki çeyreğe göre yaklaşık %36,9 oranında bir artışla veri tarihindeki en yüksek seviyesine ulaşarak 542.718 adet olmuştur. Böylece, 2021 yılında 2020 yılı toplam konut satışı olan 1.499.316 adet ile benzer bir seviyede, 1.491.856 adet konut satışı gerçekleşmiştir. Yıllar içerisinde konut satışlarını gösterir grafik aşağıda yer almaktadır.



Şekil 1: Konut Satış İstatistikleri - Kaynak: TUIK

İpotekli konut satışlarının toplam satışlar içerisindeki oranı 2013 – 2017 yılları arasında %35 seviyesindedir. 2013 – 2017 dönemine göre faizlerin yüksek olduğu 2018, 2019 ve 2021 yıllarında ipotekli satışların toplam satışlara oranı %22 seviyesindedir. Konut kredi faizlerinin COVID – 19 ile mücadele kapsamında teşviklerle düşürüldüğü 2020 yılında ise ipotekli satışların toplam satışlara oranı %38 ile son 8 yılın en yüksek seviyesindedir.

2021 yılı 4. çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre ilk defa satılan konutlar %36,61 azalarak 174 bin 367 adet oldu. İkinci el konut satışları da %38,24 azalarak 368 bin 351 adet olarak gerçekleşti.

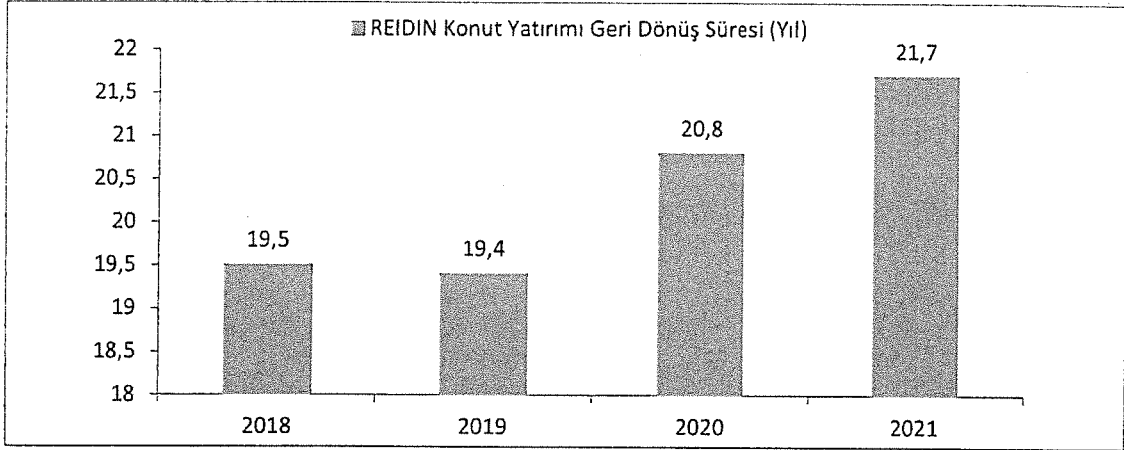
2021 yılı toplamında ilk satış adeti 461.523, ikinci el satış adedi ise 1.030.333 olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre ilk satışlar %1,78 azalmış, ikinci el satışlar ise %0,07 artmıştır. 2021 yılı genelinde toplam 1.491.856 adet konut satışı gerçekleşmiştir.

Türkiye’de konut satışlarında ipotekli satışları gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Konut Satış Sayıları	İpotekli Satış	İpotekli Satış/Toplam Satış Oranı	Diğer Satış	Diğer Satış/Toplam Satış Oranı	Toplam
2013	460.112	%40	697.078	%60	1.157.190
2014	389.689	%33	775.692	%67	1.165.381
2015	434.388	%34	854.932	%66	1.289.320
2016	449.508	%34	891.945	%66	1.341.453
2017	473.099	%34	936.215	%66	1.409.314
2018	276.820	%20	1.098.578	%80	1.375.398
2019	332.508	%25	1.016.221	%75	1.348.729
2020	573.337	%38	925.979	%62	1.499.316
2021	294.530	%20	1.197.326	%80	1.491.856

Tablo 7: İpotekli Satış İstatistikleri - Kaynak: TUIK

REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, 2021 Aralık ayında bir önceki aya göre %1,6, geçen yılın aynı dönemine göre %5,50 ve endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise %151,00 oranında nominal artış gerçekleşmiştir. GYODER'in Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 4. Çeyrek Raporu'na göre Türkiye'de konut yatırımının geri dönüş sürelerini gösterir grafik aşağıda yer almaktadır. Grafiğe göre konut yatırımı geri dönüş süresi 2021 yıl sonu itibarıyla 21,7 yıldır.



Şekil 2: Konut Yatırımı Geri Dönüş Süresi (Yıl) - Kaynak: GYODER Gösterge

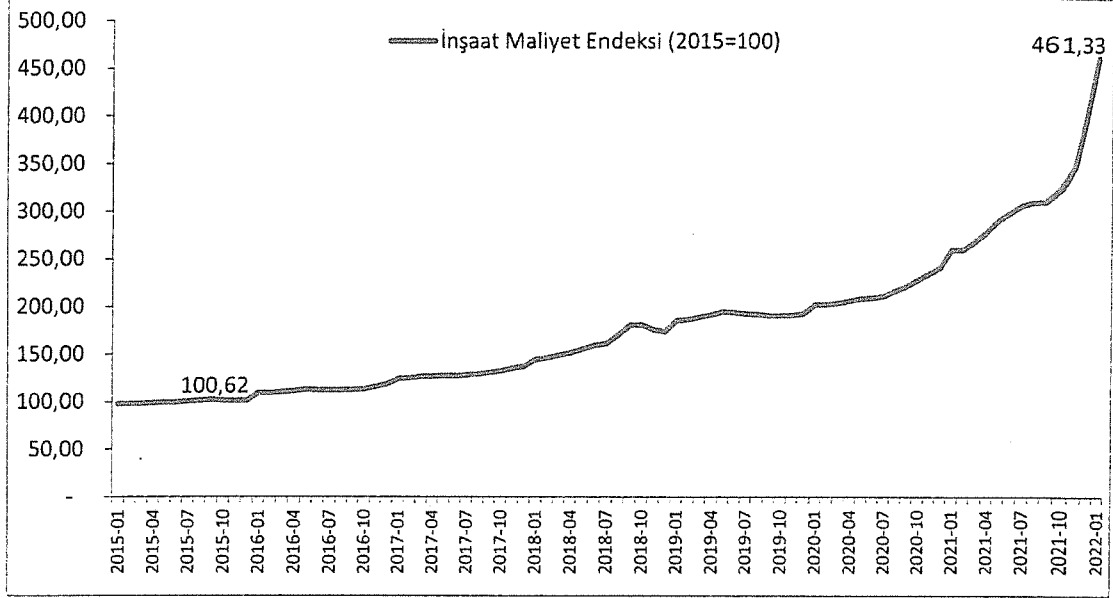
GYODER'in yayımladığı Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2021 4. Çeyrek Raporu'na göre 2021 yılı başında %18,61 seviyelerinde başlayan yıllık faiz oranı yıl sonunda %17,48 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 Ocak itibarıyla da %18,58 olarak seyretmektedir. 2021 yılı Kasım ayı sonunda konut kredisi hacmi 291,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Kamu mevduat bankalarının toplam konut kredisi hacmi içindeki payı 2020 Kasım ayında %63,40 seviyesindeyken, 2021 yılı Kasım ayında %60,66'ya gerilemiştir. Çeyreklik dönemler itibarıyla kullanılan kredi tutarı ve sayısını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Dönem	2019-03	2019-04	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2021-01	2021-02	2021-03
Kullandırılan kredi toplamı (Milyon TL)	18.216	25.075	24.089	33.230	55.001	13.975	11.692	14.269	20.051
Kullandırılan kredi sayısı (adet)	11.312	147.731	127.574	151.445	230.193	64.062	47.418	59.572	79.258

Tablo 8: Kullandırılan Konut Kredisi - Kaynak: GYODER Gösterge

3.1.2. İnşaat Maliyetleri

İnşaat maliyetlerine ilişkin olarak “Binalar ve Bina İnşaat İşleri” kapsamında genel maliyetleri gösterir İnşaat Maliyet Endeksi (2015=100) grafiği aşağıdaki gibidir. Türkiye’de inşaat sektöründe işçilik ve malzemeyle toplam maliyetler enflasyonist eğilimler, döviz kurundaki artış ve emtia fiyatlarında yaşanan yükseliş sebebiyle arttığı görülmektedir.



Şekil 3: İnşaat Maliyetleri Endeksi - Kaynak: TUIK

3.1.3. Ofis ve Ticari Gayrimenkul

2021 yılı pandeminin süregelen etkilerinin devamı, aşılanan kişi sayısının artışı ve yeni varyantların ortaya çıkmasının getirdiği etki ile piyasalar için hareketli bir yıl olmuştur. Yılın ilk yarısının sonunda kademeli normalleşme süreci kapsamında faaliyetlerine ara veren tüm iş yerleri, kamu kurum ve kuruluşları normal mesai saatlerine uygun çalışmaya başlamış, sokağa çıkma ve şehirler arası seyahat kısıtlamaları kaldırılmıştır. Yılın ikinci yarısında ise okulların yüz yüze eğitime devam etmesinin de eklenmesiyle 2 senenin ardından kısıtlamaların çoğunun kalktığı bir döneme girilmiştir. Bu süreçte yılın ilk yarısında çoğunlukla uzaktan çalışma sistemiyle ilerleyen firmalar, ikinci yarıda hızlıca hibrit çalışma modeline adaptasyon sağlayarak büyük oranda ofise dönmüşlerdir.

GYODER 4. Çeyrek Gösterge Raporu’na göre 2021 4. çeyrek itibarıyla toplam kiralama işlemi 124 bin m²’dir. Boşluk oranı ise, toplamda %21,5 olarak gerçekleşmiştir. Özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Kiralama İşlemleri	Ç4'20	Ç3'21	Ç4'21
Gerçekleşen Toplam Kiralama İşlemi (bin m ²)	90	64	124
Birincil Kira (USD/m ² /ay)*	25	25	22
Birincil Getiri Oranı (%)	7,8	7,8	7,8
Boşluk Oranı (%)	22,7	21,3	21,5

Tablo 9: İstanbul Ofis Kiralama İşlemleri - Kaynak: GYODER Gösterge

*Gerçekleşen kiralama işlemleri içinde uç değerler hariç tutularak en yüksek çeyrek diliminde yer alan kira değerlerinin ortalamasıdır. Birincil ofis kirası, analiz tarihinde (her çeyrek sonunda) bir pazardaki en iyi konumda en yüksek kalite ve spesifikasyona sahip bir ofis birimi için beklenebilecek en yüksek açık piyasa kirasını temsil eder.

Son 3 çeyrek dönem itibarıyla, İstanbul ofis pazarında bölgelere göre boşluk oranları, aylık metrekare başına kiralama tutarları ve stok verilerini içeren detay tablo aşağıda yer almaktadır.

Avrupa Yakası	Stok (bin m ²)	2021/06		Stok (bin m ²)	2021/09		Stok (bin m ²)	2021/12	
		Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)		Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)		Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)
Levent Etiler	881	18	25	891	14,6	25	891	16	22
Maslak	891	19,5	15	941	22,4	15	941	23,3	13
Z.Kuyu - Şişli Hattı	539	16,9	14	539	15,2	14	539	15,8	12
Taksim ve Çevresi	187	21,1	9	187	19,5	9	187	20,2	10
Kağıthane	302	38,8	9	302	31,2	9	302	29,3	10
Beşiktaş	103	13,8	9	103	20,2	9	103	32	9
Batı İstanbul	829	4,5	6	829	8,4	6	829	10,6	8
Cendere-Seyrantepe	422	66,7	9	422	52,6	9	422	43,7	10
Anadolu Yakası	Stok (bin m ²)	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)	Stok (bin m ²)	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)	Stok (bin m ²)	Boşluk Oranı (%)	Birincil Kira (\$/m ² /ay)
Kavacık	105	19,8	9	105	19,5	9	105	14,2	10
Ümraniye	753	14,7	12	753	14	12	753	16,2	12
Altunizade	84	30,7	12	84	30,6	12	84	38,6	12
Kozyatağı	789	28,4	17	789	24	17	789	21,2	16
Doğu İstanbul	583	38,1	7	583	32,8	7	583	25,4	7

Tablo 10: Bölgelere Göre İstanbul Ofis Pazarı - Kaynak: GYODER Gösterge

GYODER 4. Çeyrek Gösterge Raporu'na göre ticari gayrimenkul satış fiyatlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

İl	Ticari Gayrimenkul Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL/m ²)	Dükkan ve Magazalar Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL/m ²)	Ofis ve Bürolar Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL/m ²)
İstanbul	9.814	9.816	10.366
İzmir	7.900	8.062	8.043
Bursa	6.069	6.411	6.095
Ankara	5.685	6.111	4.884
Antalya	6.805	6.661	6.281
Kocaeli	5.132	5.087	4.831
Adana	4.723	5.526	3.950

Tablo 11: Ticari Gayrimenkul Satış Fiyatları (TL/m²) - Kaynak: GYODER Gösterge

3.1.4. Alışveriş Merkezi (AVM)

GYODER 4. Çeyrek Gösterge Raporu'na göre Türkiye'deki mevcut alışveriş merkezi arzı 453 alışveriş merkezinde 14 milyon m² seviyesine gelmiştir. İstanbul toplam kiralanabilir alan içerisinde %37'lik payı ile mevcut arzın çoğunluğuna ev sahipliği yapmaktadır. Ankara %12 ile ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye genelinde, ortalama 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan ise 167m²'dir.

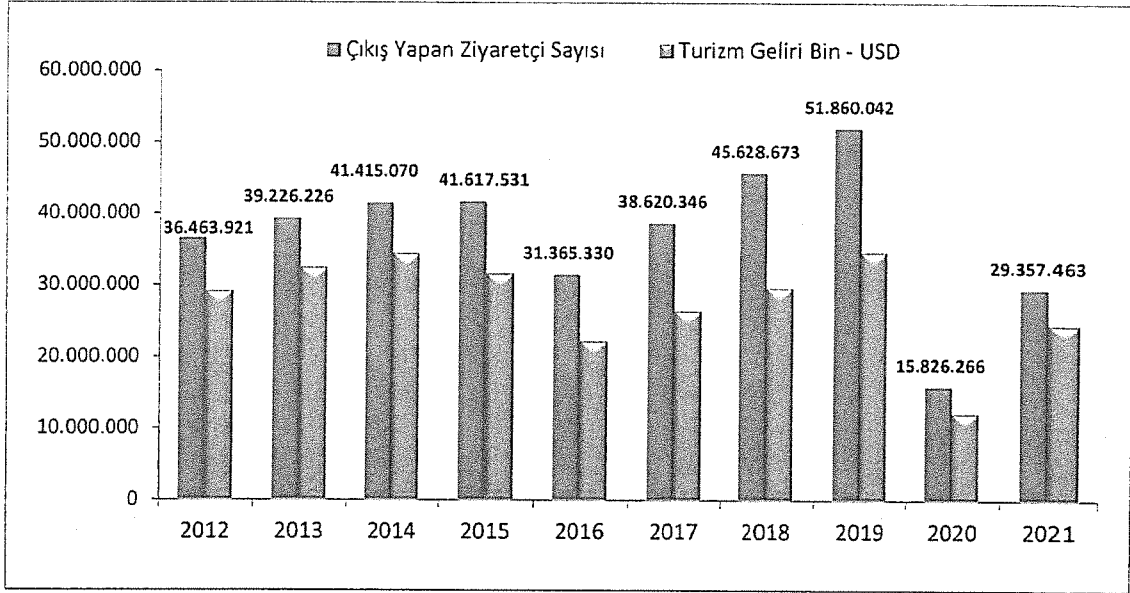
Türkiye’de halihazırda faal olan ve inşaat halinde olan AVM sayısı ve AVM’lerin toplam kiralanabilir alanını gösteren özet tablo aşağıda yer almaktadır.

	Mevcut Durum	Aktif	İnşaat Halinde	TOPLAMI
İstanbul	Birim	134	9	143
	TKA (m ²)	5.152.116	324,416	5.476.532
Ankara	Birim	45	3	48
	TKA (m ²)	1.722.142	88,85	1.810.992
Diğer Şehirler	Birim	274	16	290
	TKA (m ²)	7.095.110	469,6	7.564.710
Türkiye	Birim	453	28	481
	TKA (m ²)	13.969.368	882,866	14.852.234

Tablo 12: AVM Sayıları ve TKA Tablosu - Kaynak: Gösterge

3.1.5. Turizm ve Otelcilik

TÜİK verilerine göre 2012 – 2021 yılları arasında Türkiye’ye gelen ve çıkış yapan turist sayılarını ve yıllık turizm gelirlerini gösterir grafik aşağıda yer almaktadır.



Şekil 4: Turist Sayısı - Kaynak: TÜİK

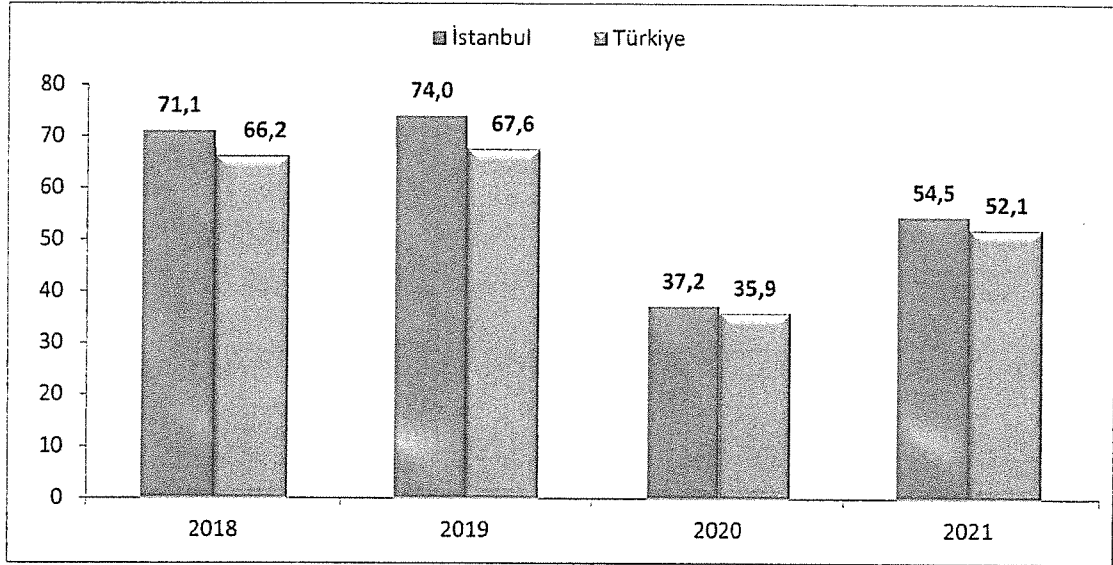
2012 – 2019 yılları arasında Türkiye’yi yaklaşık yıllık ortalama 40 milyon turist ziyaret ederken bu sayı 2020 yılında COVID – 19 salgını nedeniyle 15,8 milyona düşmüştür. Türkiye’ye gelen turist sayısı 2021 yılı itibarıyla 29,3 milyon seviyesindedir. Türkiye 2020 yılında yaklaşık 12 milyar USD ve 2021 yılında 24,5 milyar USD turizm geliri elde etmiştir. Türkiye’nin elde ettiği kişi başı turizm geliri 2020 yılında 762 USD iken 2021 yılında 834 USD seviyesindedir.

İşletme belgeli ya da yatırım belgeli tesis sayısını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. GYODER 4. Çeyrek Gösterge Raporu’na göre, Türkiye genelinde toplam 500 bin oda kapasitesi ile 4.511 işletme belgeli, 64 bin oda kapasitesi ile 573 yatırım belgeli konaklama tesisi olduğu görülmektedir.

Şehir	İşletme Belgeli		Yatırım Belgeli	
	Tesis	Oda	Tesis	Oda
Antalya	832	219	90	16.317
Muğla	426	52	58	6.270
İstanbul	671	65	71	7.656
İzmir	339	22	33	3.141
Ankara	187	15	12	1.218
Diğer	2.056	127	309	29.665
TÜRKİYE	4.511	500.323	573	64.267

Tablo 13: İşletme & Yatırım Belgeli Tesis Sayısı - Kaynak: GYODER Gösterge

Türkiye - İstanbul yıllık oda doluluk (%) oranlarını gösterir grafik aşağıda yer almaktadır. Grafikten görüldüğü üzere oda doluluk oranları Türkiye’de 2018 – 2019 yıllarında %67 seviyesinde iken COVID – 19 salgınından kaynaklı olarak 2020 yılında %36 seviyesine gerilemiştir. 2021 yılında söz konusu oran %52 düzeyindedir.



Şekil 5: Türkiye - İstanbul Yıllık Oda Doluluk Oranları - Kaynak: Gösterge

3.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Borsa İstanbul’da işlem gören toplam GYO sayısı 2021 yılında 37’ye ulaşmıştır. 10.03.2021 – 10.03.2022 döneminde XGMYO endeksi %10,27 oranında getiri sağlamış ve aynı dönemde XU100 endeksinin (%30,48) altında getiri sağlamıştır.

XGMYO – XU100 Tablosu	XU100	XGMYO
10.03.2021	1.564,94	727,94
10.03.2022	2.042,01	802,68
1 Yıllık Değişim	%30,48	%10,27

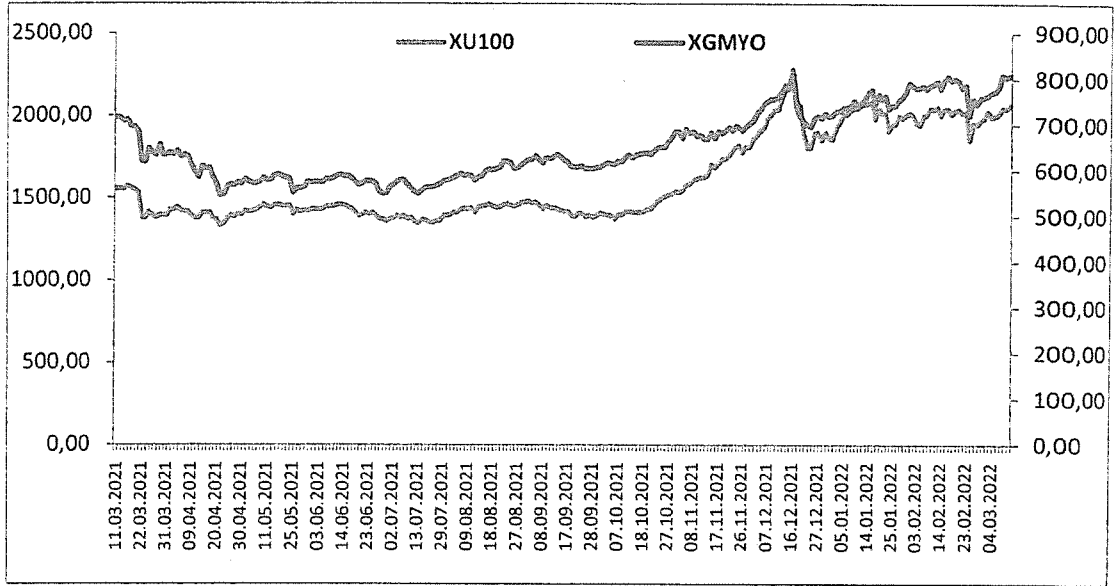
Table 14: XU100 - XGMYO Karşılaştırmalı Tablo - Kaynak: Matriks Veri Terminali

Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'lara ilişkin olarak özet verileri içeren tablo aşağıda yer almaktadır.

GYO Özet Veriler	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Borsa İstanbul'da İşlem Gören GYO Sayısı	30	31	31	32	31	33	33	33	37
Halka Açıklık Oranı	%51	%52	%52	%51	%50	%53	%53	%53	%44
Fiili Dolaşım	%37	%37	%42	%39	%39	%38	%36	%32	%27
Yabancı İşlemleri - Net Giriş Çıkış (Mn USD)	-210,4	142,56	-18,63	130,01	-143,63	-38,81	-82,44	-145,12	-42,79
Piyasa Değerleri (Milyon TL)	18.119	21.731	21.465	25.447	26.924	18.384	27.777	54.163	94.952
Piyasa Değerleri (Milyon USD)	8.505	9.339	7.356	7.231	7.138	3.481	4.676	7.379	7.317

Tablo 15: GYO'lar Özet Tablo - Kaynak: Gösterge

BIST GYO endeksinin BIST – 100 endeksi ile karşılaştırmalı grafiği aşağıda yer almaktadır.



Şekil 6: BIST GYO Performansı (TL) - Kaynak: Matriks Veri Terminali

4. Değerleme

Global Menkul; Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin değerleme çalışmasında bağımsız denetimden geçmiş bağımsız denetim raporlarını, Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş.'nin hazırlamış olduğu gayrimenkul değerleme raporlarını ve Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.'nin hazırlamış olduğu Şile projesinin piyasa değerinin tespiti amacıyla hazırlanan değerleme raporunu ve diğer kamuya açık kaynakları inceleyerek değerlendirmeye yapmıştır.

Şirket yönetiminin stratejik planları ile sektörün güncel durumu göz önüne alınarak yapılan değerlendirme neticesinde "Net Aktif Değer Yöntemi", "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi'nin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve

[Signature]
GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İşletmedeki Paylar madde 60.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması, durumunda bu yaklaşımın uygulaması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Değerleme çalışmamızda İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine yer verilmekle beraber, Şirket’in portföy yapısı, halihazırda tek projesinin bulunması, Dünya ve Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyonist süreç, faiz ve kurlarda yaşanan dalgalanmalar, küresel jeopolitik belirsizliklerin emtia piyasalarına olumsuz yansımaları gibi nedenlerle İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi değerleme çalışmasında %30 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında yer alan “Net Aktif Değer Yöntemi” ve “Çarpan Analizi Yöntemi” %35 oranında eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Net Aktif Değer Analizi

Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değerinden yer aldığı bir bilanço’daki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır.

Net aktif değer hesaplaması sırasında, SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerleme şirketlerince hazırlanan Aralık 2021 itibarıyla tamamlanan gayrimenkul değerleme/ekspertiz raporları ile 31 Aralık 2021 tarihli bağımsız denetim raporunda belirtilen finansal veriler dikkate alınmıştır.

Şirket’in 31 Aralık 2021 tarihli yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Gerçeğe Uygun Değer - TL
Afyonkarahisar - Merkez Hizmet Binası ve Üç Adet Lojmanı olan Kargir Apartman	4.080.000
Sakarya - Akyazı Bina	2.734.000
Ankara - Çankaya 1 Adet Dükkan, 3 Adet Ofis	5.291.000
Ankara - Gölbaşı Arsa	6.470.000
İstanbul - Beşiktaş Büro	7.560.000
Yozgat - Boğazlıyan 3 Katlı Kargir Hizmet Binası	3.478.000
İstanbul - Büyükçekmece 3 Adet Dükkan	1.440.000
Kahramanmaraş - Elbistan İş Yeri	3.343.000
Adana - Seyhan 2 Dükkan, 4 Büro, 2 Depo	8.161.000
İstanbul - Kadıköy Büro	16.800.000
İstanbul - Beyoğlu Mağaza ve Büro	48.277.000
İstanbul - Beyoğlu 12 Adet İşyeri	19.936.000
İzmir - Konak Bina	40.628.000
Bursa - Karacabey Dükkan ve Mesken	1.244.000
Karaman - Merkez Betonarme Dört Katlı Fabrika Binası ve Arsası	2.698.000
Antalya - Muratpaşa İşyeri	3.000.000
İstanbul - Şişli İşyeri	27.000.000
Mersin - Akdeniz Banka Şubesi ve Lojman	5.958.000
Amasya - Merzifon Bir Bodrum Bir Zemin ve Üç Katlı Kargir Betonarme Bina	3.319.000
İstanbul - Şişli 8 Adet Ofis	73.944.000
Muğla - Bodrum Restaurant	1.000.000
Ordu - Altınordu Kargir Bina	6.600.000

Ankara - Yenimahalle Kargir Dükkan	4.060.000
Sivas - Merkez Bina	7.250.000
Aydın - Söke Dükkan	3.000.000
Fatih - Hobyar Dükkan ve Büro	25.903.000
Tokat - Turhal 6 Katlı Kargir Bina	3.790.000
Edirne - Uzunköprü Kargir Bina	2.770.000
Amasya - Merkez Dükkan ve Mesken	6.460.000
Şeker Kule*	665.295.000
Kazakistan - Almata Arsa	67.965.000
Ankara - Çankaya Dupleks Mesken	2.020.000
İstanbul - Kadıköy Dükkan - Büro	12.914.000
Kastamonu -Merkez Dükkan ve Depolar	6.640.000
İstanbul Sarıyer İstinye Tarla	4.885.000
TOPLAM	1.105.913.000

Tablo 16: Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Tablosu - Kaynak: Şirket

*Şeker Kule'nin 31.12.2021 tarihli değerleme raporuna göre pazar değeri 691.840.000 TL olup, Şeker GYO'nun kullandığı 11. kata ilişkin değer (26.545.000 TL) maddi duran varlıklarda izlenmektedir.

Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.'nin "Özel 2022-0192" sayılı raporuna göre İstanbul İli, Şile İlçesi, Çayırbaşı Mahallesi, 733 parselde bulunan "Arsa" vasıflı gayrimenkul üzerinde yapılması planlanan Şeker Şile Evleri Projesi tamamlanması durumunda toplam Şeker GYO A.Ş.'nin elde edeceği gelir 67.450.000 TL olarak takdir edilmiştir.

Söz konusu bedelin 44.700.000 TL'si maliyet bedeli, 22.750.000 TL'si ise net kar olarak belirlenmiştir. Şirket'in 31.12.2021 tarihli mali tablolarında proje halindeki stokların değeri 274.846 TL olarak izlenmektedir.

Şeker Şile Evleri Projesi kapsamında;

- Arsa sahibi kooperatif ile 22.02.2021 tarihinde ön protokol imzalanmıştır.
- Projenin üzerinde inşa edileceği taşınmazların üzerindeki yapılar için 21.09.2021 tarihinde Şile Belediyesi'nden riskli yapı onay yazısı alınmıştır.
- Arsa sahibi kooperatif ile "Düzenleme Şeklinde Taşınmaz Satış Vaadi ve Arsa Payı Kat Karşılığı Sözleşmesi" 06.10.2021 tarihinde imzalanmıştır.
- Projenin üzerinde inşa edileceği taşınmazların üzerindeki yapıların yıkımı tamamlanarak 14.12.2021 tarihinde arsanın yer teslimi yapılmıştır.
- "Düzenleme Şeklinde Taşınmaz Satış Vaadi ve Arsa Payı Kat Karşılığı Sözleşmesi"nin tapuya şerh edilmesi için 03.02.2022 tarihinde Şile Tapu ve Kadastro Müdürlüğüne başvuru yapılmıştır.
- Avan projelerin onayı için 22.02.2022 tarihinde Şile Belediyesi'ne başvuru yapılmış ve avan projeler 25.02.2022 tarihinde Şile Belediyesi'nce onaylanmıştır.

Diğer yandan (III-48.1) sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 22. maddesi birinci fıkrası (d) bendinde yer alan hüküm² uyarınca söz konusu projede henüz tüm izinlerin tamamlanmamış olmasından kaynaklı olarak, projeden elde edilecek net kar tutarı net aktif değer hesaplamasına dahil edilmemiştir.

² "Gerçekleştirecekleri veya yatırım yapacakları projelerin ilgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinlerinin alınmış, projesinin hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu hususlarının bağımsız gayrimenkul değerleme kuruluşları tarafından tespit edilmiş olması gerekir."

Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilançosu aşağıda yer almaktadır. Bu minvalde Şirket'in net aktif değeri 807.444.242 TL olarak hesaplanmıştır.

Düzeltilmiş Bilanço - TL	31.12.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	296.705.813
Finansal Yatırımlar	131.423.940
Türev Araçlar	36.790.000
Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar	5.678.762
Maddi Duran Varlıklar	26.879.616
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.105.913.000
VARLIKLAR	1.603.391.131
Finansal Borçlar	789.485.638
Ticari ve Diğer Borçlar	6.461.251
YÜKÜMLÜLÜKLER	795.946.889
ÖZKAYNAKLAR	807.444.242

Tablo 17: Bilanço - Kaynak: Şirket

4.2. Çarpan Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırma yapılması yoluyla piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Piyasa çarpanları yönteminde BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (XGMYO) endeksinde faaliyet gösteren benzer şirket çarpanları dikkate alınmıştır.

Çarpan analizinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının değerlemelerinde sıkça kullanılan PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) yöntemi kullanılmıştır. Çarpan analizi yönteminde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının proje odaklı çalışması, gelirlerinin dönemsellik arz etmesi gibi sebepler firma çarpanlarında oynaklığa sebep olabileceğinden ötürü gelir tablosu bazlı çarpanlar değerlemede kullanılmamıştır.

4.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Analizi

Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip olan halka açık şirketler ile karşılaştırmalı analiz yapılarak Şirket'in piyasa değerinin bulunması için piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) çarpanı kullanılmıştır.

PD/DD çarpanı, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının değerlemesinde en çok kullanılan çarpanlardan olması nedeniyle tercih edilmiştir. Şirket portföyü ağırlıklı olarak ofis ve işyeri olarak kullanılan gayrimenkullerden oluşmaktadır. Şirket, ilgili gayrimenkullerin kiraya verilmesinden gelir elde ettiğinden dolayı çarpan analizinde halka açık şirketler arasında gelirlerinin ağırlıklı kira geliri olan şirketler dikkate alınmıştır. Diğer taraftan gelirleri ağırlıklı olarak kira geliri olmasına karşın filli dolaşım oranları %10'un altında olan Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (AKMGY) ve Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (DGGYO) ile negatif özkaynağa sahip Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (YGYO) değerlemeye dahil edilmemiştir.

Rasyonet veri tabanından elde edilen 14.03.2022 tarihli benzer şirketlerin PD/DD değerlerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Borsa Kodu	Şirket Unvanı	PD	PD/DD
AGYO	Atakule G.M.Y.O.	676.783.800	1,12
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	3.276.000.000	0,76
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	1.416.800.000	0,34
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	2.138.080.000	0,70
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	92.625.000	1,83
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	324.756.000	1,22
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	2.631.600.000	0,80
ISGYO	İş G.M.Y.O.	7.516.600.000	1,37
KGYO	Koray G.M.Y.O.	225.600.000	2,13
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	778.650.000	0,67
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	5.820.000.000	0,40
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	2.762.500.000	3,73
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O.	3.619.123.200	1,31
	Ortalama		1,26
	Medyan		1,12

Tablo 18: PD/DD Değerleri Tablosu - Kaynak: Rasyonet

Şirket'in 31.12.20221 tarihli finansal tablo sonuçlarına göre özkaynak kalemi 807.444.242 TL olup, çarpan analizinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının PD/DD çarpan değerlerinin medyanı alınmıştır.

Çarpan analizine göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

	TL
Özkaynaklar	807.444.242
Benzer Şirketler PD/DD Çarpan Medyanı (X)	1,12
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	902.374.373

Tablo 19: PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değeri - Hesaplama: Global Menkul

4.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinden elde ettiği kira gelirleri ve portföyünde yer alan arsalar değerlendirilmiş ve yaratacakları potansiyel nakit akımları hesaplanmıştır.

İNA analizinde risksiz faiz oranı ve TÜFE hesaplamalarında sabit bir oran kullanılmamış olup, projeksiyon dönemi için Bloomberg veri terminalinden alınan tahminler ve Global Menkul Kurumsal Finansman ekibinin tahminleri kullanılmıştır. Bu nedenle projeksiyon döneminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti AOSM her yıl için ayrı hesaplanmıştır.

Şirket'in portföy yapısının ağırlıklı olarak kira gelirlerine dayalı gayrimenkul yatırımlarından oluşması, mevcut tek projenin hasılat paylaşım modeline dayanması, Şirket'in stoksuz iş modeline sahip olması, ticari alacak ve ticari borç bakiyelerinin çok düşük olması gibi nedenlerden ötürü işletme sermayesi ihtiyacı oluşmayacağı varsayılarak işletme sermayesi ihtiyacı projeksiyonlarda göz ardı edilmiştir.

TÜFE ve risksiz faiz oranı verilerine ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
TÜFE Yılsonu - %	52,50	20,00	16,50	15,00	13,00	11,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Risksiz Faiz Oranı - %	24,00	20,00	16,00	12,00	12,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00

Tablo 20: Makro Tahminler - Kaynak: Bloomberg Veri Terminali / Global Menkul

4.3.1. Kira Geliri Projeksiyonları

Şirket'in 2022 - 2031 yılları arasında halihazırda kiralanmış olan gayrimenkullerinden elde edeceği kira geliri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Mn TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Şeker Kule	45,2	68,9	82,7	96,3	110,8	125,2	141,0	155,1	170,6	187,6
Metrocity	4,4	6,7	8,3	9,8	11,5	13,0	14,4	15,9	17,5	19,2
Gümüşsuyu Şubesi	1,5	2,3	2,8	3,6	4,1	4,6	5,1	5,6	6,2	6,8
İzmir Şubesi ve Üst Katlar	1,5	2,3	2,7	3,2	3,6	4,1	4,6	5,0	5,5	6,1
Mecidiyeköy Şubesi	0,9	1,4	1,7	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7
Sultanhamam Şubesi	1,3	2,0	2,3	2,7	3,1	3,5	3,9	4,3	4,8	5,2
Kadıköy Şubesi	0,9	1,4	1,7	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7
Tophane Binası	0,4	0,7	0,9	1,3	1,5	1,9	2,2	2,5	2,8	3,1
Diğer Kiralanmış Varlıklar	5,5	8,3	10,0	11,6	13,4	15,1	16,8	18,5	20,3	22,4
Toplam Kira Gelirleri	61,5	93,9	113,1	132,4	152,6	172,5	193,6	213,1	234,4	257,8

Tablo 21: Kira Gelirlerine İlişkin Projeksiyonlar - Kaynak: Şirket

Şirket'in 2021 yılında kira gelirleri 39,5 Milyon TL olup, söz konusu kira gelirlerinin %92'lik kısmı ilişkili taraflardan elde edilmiştir. Şirket, kira gelirlerinin önemli bir kısmını pay sahibi ve ilişkili tarafı olan Şekerbank'tan elde etmektedir. Projeksiyon döneminde de kira gelirlerinin Şekerbank'tan elde edileceği tahmin edilmektedir. Kira gelirlerindeki artış TÜFE tahminleri doğrultusunda yıllıklandırılmıştır.

4.3.2. Maliyet Projeksiyonları ve Amortisman Giderleri

Şirket'in faaliyetleri arasında en önemli maliyet kalemi genel yönetim giderleridir. Genel yönetim giderleri arasında personel giderleri, danışmanlık ücretleri, reklam giderleri, vergi harç ve benzeri giderler, gayrimenkullerin bakım, onarım, güvenlik, sigorta, ekspertiz ve benzeri giderleri ve diğer muhtelif giderler yer almaktadır.

Diğer yandan amortisman giderleri de genel yönetim giderleri altında muhasebeleştirilmektedir. Amortisman giderleri ve genel yönetim giderleri TÜFE tahminleri doğrultusunda yıllıklandırılmıştır. Genel yönetim giderlerine ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Mn TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Genel Yönetim Gideri	30,78	36,93	43,02	49,48	55,91	62,06	68,27	75,09	82,60	90,86
Genel Yön. Gid. /Kira Geliri	50%	39%	38%	37%	37%	36%	35%	35%	35%	35%
Amortisman Giderleri	1,04	1,25	1,46	1,68	1,90	2,10	2,32	2,55	2,80	3,08

Tablo 22: Maliyet Projeksiyonları - Kaynak: Şirket

4.3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

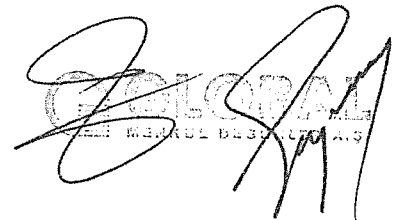
Projeksiyon döneminde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) her yıl için ayrı hesaplanmıştır

- 2022 yılı risksiz faiz oranı 10 yıllık gösterge devlet tahvilinin son 3 aylık ortalaması baz alınarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyon döneminde piyasa risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.
- Beta katsayısı hesaplamasında 14.03.2022 tarihli Bloomberg veri terminalinden elde edilen BIST XGMYO – Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Endeksi'nde yer alan benzer şirketlerin 1 yıllık betalarının ortalaması alınmıştır.
- Benzer şirketlerin borçlanma araçları incelenerek, Şirket'in borçlanma oranının risksiz faiz oranı üzerinden 1 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.
- Şirket, GYO olmasından kaynaklı kurumlar vergisinden muaftır. Değerlemede dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in 31.12.2021 tarihli finansallarına göre borç/özkaynak oranı %50 olup, bu oranın projeksiyon dönemi boyunca devam edeceği varsayılmaktadır.
- Şirket'in projeksiyon döneminde kesinleşmiş yatırım planı bulunmamaktadır.
- Türkiye'de 2000-2022 yılları arasında üretim yöntemine göre (mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış) zincirlenmiş gayrisafi yurt içi hasıla verisi yıllık %5,1 düzeyindedir. Dünyada yaşanan olağan üstü enflasyonist süreçten kaynaklı olarak 2021-2022 yıllarını dikkate almadığımız takdirde dahi 2005-2020 yılları arası ortalama yıllık Tüfe %9,81 seviyesindedir. Bu varsayımlar doğrultusunda ve TCMB'nin önümüzdeki yıllara ilişkin enflasyon hedefleri doğrultusunda terminal değer hesaplamasında terminal büyüme oranı %5 olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıda yer alan varsayımlar dahilinde AOSM hesaplamalarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

AOSM	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Faiz Oranı %	24,00	20,00	16,00	12,00	12,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Ülke Risk Primi %	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Özsermaye Maliyeti %	28,40	24,40	20,40	16,40	16,40	14,40	14,40	14,40	14,40	14,40
Borçlanma Maliyeti %	25,00	21,00	17,00	13,00	13,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Özsermaye Oranı %	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Borç Oranı %	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
AOSM %	26,70	22,70	18,70	14,70	14,70	12,70	12,70	12,70	12,70	12,70

Tablo 23: AOSM Tablosu - Hesaplama: Global Menkul



4.3.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Hesaplaması

2022 - 2031 dönemi nakit akımları ve 2031 yılı sonrası terminal değer hesaplamalarının olduğu, Şirket'in indirgenmiş nakit akımları hesaplamalarına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Mn TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2031+
Toplam Kira Gelirleri	61,50	93,90	113,10	132,37	152,57	172,51	193,60	213,09	234,40	257,84	-
Genel Yönetim Gideri	30,78	36,93	43,02	49,48	55,91	62,06	68,27	75,09	82,60	90,86	-
Esas Faaliyet Karı	30,72	56,97	70,08	82,90	96,66	110,45	125,33	138,00	151,80	166,98	-
Amortisman	1,04	1,25	1,46	1,68	1,90	2,10	2,32	2,55	2,80	3,08	-
Serbest Nakit Akımları	31,77	58,23	71,53	84,57	98,55	112,56	127,65	140,55	154,60	170,06	2.319,03
AOSM - %	26,70	22,70	18,70	14,70	14,70	12,70	12,70	12,70	12,70	12,70	12,70
İskonto Faktörü	0,79	0,64	0,54	0,47	0,41	0,37	0,32	0,29	0,26	0,23	0,23
İndirgenmiş Nakit Akımları	25,07	37,45	38,77	39,96	40,60	41,14	41,40	40,44	39,47	38,53	525,40

Tablo 24: İNA Tablosu - Hesaplama Global Menkul

Şirket'in nakit akımları toplamından, 31.12.2021 tarihli finansal tablolara göre hesaplanan net nakit pozisyonu, Şirket'in yatırım portföyünde bulunan arsalar (Gölbaşı, İstinye, Almata, Karaman) 2021 güncel değerlemeleri üzerinden Şirket değerine eklenmiştir. Yapılan hesaplamalar neticesinde Şirket Özkaynak Değeri 628.887.059 TL bulunmuştur.

Nakit Akımı Toplamı – Mn TL	908,22
Net Nakit Pozisyon (-)	361,36
Portföyde Bulunan Arsaların Bugünkü Değeri	82,02
Şirket Özkaynak Değeri	628,89

Tablo 25: İNA Sonuç Tablosu – Hesaplama: Global Menkul

4.4. Değerleme Sonucu

Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. beher pay değeri hesaplanırken “Net Aktif Değer”, “Çarpan Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma Oranı
Net Aktif Değer	807.444.242	35%
Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı Yöntemi	902.374.373	35%
İndirgenmiş Nakit Akımları	628.887.059	30%
TOPLAM	787.102.633	100%

Tablo 26: Değerleme Sonuç Tablosu - Hesaplama: Global Menkul

Yapılan hesaplamalar neticesinde Şirket piyasa değeri 787.102.633 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arzında halka arz iskontosu %15 olarak belirlenmiş olup, iskontolu beher pay değerini gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Değerleme – TL	Sonuç
Şirket Değeri	787.102.633
Halka Arz Öncesi Sermaye	610.166.462
Pay Değeri	1,29
Halka Arz İskontosu	15%
Halka Arz Fiyatı - İskontolu Pay Değeri	1,10

Tablo 27: Halka Arz Fiyatını Gösterir Tablo - Hesaplama: Global Menkul

EK - 1: Şirket Finansal Tabloları

Bilanço – Bin TL	2021	Düzeltilmiş 2020	2019
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	470.595	187.516	210.186
Nakit ve Nakit Benzerleri	296.706	73.998	189.332
Finansal Yatırımlar	131.424	110.344	--
Ticari Alacaklar	9	2.039	--
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	0	1.817	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	9	222	--
Diğer Alacaklar	705	62	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	705	62	--
Türev Araçlar	36.790	--	--
Stoklar	--	--	20.755
Proje Halindeki Stoklar	275	--	--
Peşin Ödenmiş Gelirler	151	255	--
Diğer Dönen Varlıklar	4.535	818	99
Duran Varlıklar	1.132.796	922.146	343.229
Diğer Alacaklar	4	143	21
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	4	143	21
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.105.913	898.809	338.990
Maddi Duran Varlıklar	26.880	22.811	2.353
Kullanım Hakları	--	53	1.820
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	--	61	45
Peşin Ödenmiş Giderler	--	269	--
TOPLAM VARLIKLAR	1.603.391	1.109.662	553.415
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	324.153	99.205	1.512
Kısa Vadeli Borçlanmalar	180.250	--	--
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	139.786	93.696	--
<i>İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları</i>	--	2.349	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vad. Borçlanmaların Kısa Vad. Kıs</i>	139.786	91.347	--
Diğer Finansal Yükümlülükler	--	59	859
Ticari borçlar	343	1.998	224
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	--	920	--
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	343	1.079	224
Diğer borçlar	1.369	2.043	389
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.369	2.043	389
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	2.338	991	--
Kısa Vadeli Karşılıklar	67	130	40
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	67	130	40
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	189	--
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	--	99	--
Uzun Vadeli Yükümlülükler	471.794	327.921	1.603
Uzun Vadeli Borçlanmalar	469.449	326.972	1.153
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Finansal Borçlar</i>	469.449	326.972	1.153
Uzun Vadeli Karşılıklar	448	500	30
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	107	131	30
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	341	369	--
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.897	449	420
ÖZKAYNAKLAR	807.444	682.535	550.300
Ödenmiş sermaye	610.166	610.166	610.166
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler (giderler)	5.480	804	--
<i>Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışıları (azalışları)</i>	5.393	800	--
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları (kayıpları)</i>	87	4	--
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak bir. diğer kap. gelir/gider	--	5.235	--
<i>Gerçeğe uygun değer farkı diğer kaps. gelire yansıtılan fin. var. kazanç/kayıpları</i>	--	5.235	--
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	340	4	19
Geçmiş yıllar karları veya zararları	65.990	-59.876	-111.613
Net dönem karı veya zararı	125.468	126.202	51.728
TOPLAM KAYNAKLAR	1.603.391	1.109.661	553.415

Gelir Tablosu – Bin TL	2021	Düzeltilmiş 2020	2019
KAR / ZARAR			
Hasılat	53.020	47.954	187.663
Satışların maliyeti	-16.131	-31.984	-152.494
BRÜT KAR/ZARAR	36.889	15.970	36.169
Genel yönetim giderleri	-20.180	-17.758	-10.329
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	943	1.707	54.586
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-1.018	-6.697	84
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	16.634	-6.778	80.342
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	223.235	60.879	--
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-34	--	--
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	239.835	54.101	80.342
Finansman gelirleri	203.273	103.333	-
Finansman giderleri	-316.192	-30.811	-476
VERGİ ÖNCESİ KAR	126.916	126.623	79.866
Vergi Gideri	-1.447	-421	-28.138
Dönem vergi gideri/geliri	--	-392	-67
Ertelenmiş vergi gideri/geliri	-1.447	-29	-28.071
DÖNEM KARI	125.469	126.202	51.728
Pay Başına Kazanç (Tam TL)	0	0	3
DİĞER KAPSAMLI GELİR KISMI			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	4.676	804	
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	4.593	800	--
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	83	4	-
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar	-5.235	5.235	--
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire Yansıtılan Finansal Varlıklardan Kazançlar (Kayıplar)	-5.235	5.235	--
TOPLAM DİĞER KAPSAMLI GELİR	-559	6.039	-
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	124.910	132.241	51.728

EK - 2: Değerleme Raporu Sorumluluk Beyanı

FİYAT TESPİT RAPORU SORUMLULUK BEYANI

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

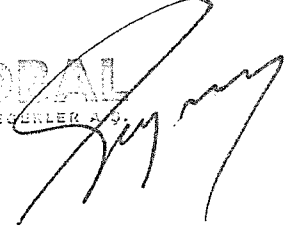
"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şeker Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. fiyat tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu ve değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

SORUMLU DEĞERLEME UZMANI



**KURUMSAL FİNANSMAN
MÜDÜRÜ
YİĞİT ENGİZ**

GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.



**MALİ VE İDARİ İŞLER
DİREKTÖRÜ
TOLGA UĞUR**

**GENEL MÜDÜR
GÜLŞEYMA DOĞANÇAY**