

MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (MHRGY)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

MHRGYO

İçindekiler	Sayfa
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Halka Arz Özeti	5
Halka Arz Gelirinin Kullanımı	6
Halka Arz Bilgileri	7
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	8
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	10
Finansal Tablolar	11
Uyarı Notu	13

Şirket Hakkında

- Şirket, 06.01.2023 tarihli genel kurul kararı ile yapılan esas sözleşme değişikliği ile MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ. unvanını alarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.
- Şirket gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, sermaye piyasası araçları ve Kurul'ca 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 halka açık anonim ortaklıktır.
- Şirket'in faaliyet konusu; SPK'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek olup, Şirket GYO Tebliği'nde izin verilen faaliyetlerde bulunabilen bir sermaye piyasası kurumu olarak faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket'in ana faaliyet alanları gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak olup, ihraççı mevcut durumda portföyünde bulunan gayrimenkullerin kiraya verilmesi sonucunda kira geliri elde etmektedir.
- Şirket gayrimenkul sektörü içinde ağırlıklı olarak ofis ve ticari gayrimenkul segmentinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in portföyündeki gayrimenkuller şunlardır:

Quick Tower

- Quick Tower, İstanbul Ataşehir'de 10.577,47 m²yüz ölçümlü arsa üzerine kurulu 30 katlı A+ ofis ve dükkan binasıdır. 2015 yılında yapımı tamamlanan binanın 104 ayrı bağımsız bölüm ve 713 araç kapasitesine sahip bir otopark bulunmaktadır. Bu 104 ayrı bölümün 9, 10,11,12,16 nolu bağımsız bölümler hariç diğer tüm bölümleri Şirket adına kayıtlıdır.
- TSKB Değerleme tarafından hazırlanan değerlendirme raporu uyarınca, 9, 10,11,12,16 nolu bağımsız bölümler hariç binanın 71.441,89 m² kapalı alanı, yaklaşık 31.386 m² kiralanabilir alanı bulunmaktadır.
- Binada bulunan kiracı portföyü ağırlıklı olarak yabancı firmalardan oluşmaktadır. Şirket perakende alanların kiralanmasından elde edilen ciro üzerinden belirlenen oranlarda kira geliri elde etmekte, ofis alanlarından ise sabit kira geliri elde etmektedir. Elde edilen bu kira gelirleri doğrusal yöntemle gelir tablosuna aktarılmaktadır.

- TSKB Değerleme tarafından hazırlanan ve piyasa yaklaşımı uygulanan değerleme raporu uyarınca 9, 10,11,12,16 nolu bağımsız bölümler hariç Quick Tower piyasa değeri 30.06.2023 tarihi itibarıyla KDV hariç 2.856.245.000 TL, KDV dahil 3.370.369.100TL'dir.

Maidan İş ve Yaşam Merkezi

- Ankara ili, Çankaya ilçesinde bulunan Maidan İş ve Yaşam Merkezi, 22.435 m² yüz ölçümlü arsa üzerine kurulu, 4 adet bloğu bulunan 19 ve 5 katlı ofis binalarından oluşmaktadır. Maidan İş ve Yaşam Merkezi'nin B bloğunda 64, 165 ve 166 numaralı 3 adet bağımsız bölüm Şirket adına kayıtlıdır. TSKB Değerleme tarafından hazırlanan ve pazar yaklaşımı uygulanan değerleme raporu uyarınca, Şirket'in maliki bulunduğu bu 3 adet bağımsız bölümün toplam kiralanabilir alanı 317,00 m² 'dir.
- Şirket Maidan İş ve Yaşam Merkezi 'nde maliki bulunduğu bağımsız bölümlerden sabit kira geliri elde etmekte ve elde ettiği kira gelirlerini doğrusal yöntemle gelir tablosuna aktarmaktadır.
- TSKB Değerleme tarafından hazırlanan ve pazar yaklaşımı uygulanan değerleme raporu uyarınca, Şirket'in Maidan İş ve Yaşam Merkezi'nin B numaralı bloğunda maliki bulunduğu 164, 165 ve 166 numaralı bağımsız bölümlerinin piyasa değeri 30.06.2023 tarihi itibarıyla KDV hariç 24.735.000 TL, KDV dahil 29.187.300 TL'dir.

Hasılat (TL)	30.06.2023	%	31.12.2022	%	31.12.2021	%	31.12.2020	%
Quick Tower Projesi	46.747.780	99,27	58.944.495	99,87	37.904.107	100	30.534.190	100
Maidan İş ve Yaşam Merkezi	341.868	0,73	71.566	0,13	0	0	0	0
Toplam	47.089.648	100	59.016.061	100	37.904.107	100	30.534.190	100

Kaynak: Şirket İzahname

Halka Arz Özeti

- MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 620.000.000 TL'den 827.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabacak 207.000,000 TL nominal değerli 207.000.000 adet B grubu paylar halka arz edilmektedir.
- Şirket'in halka açıklık oranı çıkarılmış sermayesine oranı %25.03 olacaktır. Ek satış planlanmamaktadır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (MHRGY)	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Ortak	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Pay Grubu
Quick Sigorta	A	186.000.000	30,00%	186.000.000	A	22,49%
Quick Sigorta	B	329.866.600	53,20%	329.866.600	B	39,89%
Corpus Sigorta	B	104.133.400	16,80%	104.133.400		12,59%
Halka Açık				207.000.000	B	25,03%
<i>Sermaye Artışı</i>				207.000.000	B	25,03%
<i>Ortak Satışı</i>				0	B	0,00%
Toplam		620.000.000	100,0%	827.000.000		100,0%

Kaynak: Şirket İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in sermaye artırımını ile gerçekleştirecek halka arzdan toplam 890.100.000 TL brüt, 856.250.239 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir. Şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin;

- %0-75'i Şirket'in gayrimenkul portföyünün genişletilmesi amacıyla iktisap edilecek yeni gayrimenkullerin (arsa, arazi, yapımı başlamış veya tamamlanmış gayrimenkul vb.) finansmanı ile ileride portföye dahil edilebilecek arsa ve araziler üzerinde geliştirilecek inşaat projelerinin finansmanı kapsamında; İstanbul İli Ataşehir İlçesinde yer alan arsa veya arsaların alımında,
- %0-50'si Şirket'in mülkiyeti başkasına ait arsa ve araziler üzerinde geliştirilecek kat karşılığı veya hasılat payı karşılığı inşaat projelerinin finansmanı kapsamında; İstanbul İli Tuzla İlçesinde yer alan arsa üzerinde arsa sahipleri ile yapılacak %50-%50 oranında kat karşılığı sözleşmeyle paylaşılacak villa projesinin yapımında,
- %0-30'u kentsel dönüşüm projelerinin finansmanı kapsamında; İstanbul İli Ataşehir ilçesinde yer alan arsalar üzerinde arsa sahipleri ile yapılacak oransal dağılıma göre kat karşılığı sözleşme ile paylaşılacak konut ve ticari alanların yapımında,

Şirket, global ve yerel ekonomik koşulları dikkate alarak fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler arasında Şirket menfaatleri doğrultusunda geçiş yapabilecek veya bu fonun tamamını yukarıda belirtilen fon kullanım alanlarından sadece birinde kullanabilecektir. Halka arzın tamamlanmasını takip eden en geç üç ay içerisinde gayrimenkul yatırımlarına başlanacaktır.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	620.000.000 TL
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı : 207.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%25,03
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Halka Arz Fiyatı Halka Arz Pay Fiyatı ve Büyüklüğü	4,30 TL ve 890.100.000 TL
Halka Arz Tarihi	12-13 Ekim 2023 (Perşembe-Cuma)
Konsorsiyum Lideri	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca gerçekleştirilmesi planlamaktadır, halka arz gelirinin %20'si kadar

Kaynak: Şirket İzahname

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda uygulanan %9,6 halka arz iskontosu sonrasında Halka Arz Fiyatı 4,30TL olarak belirlenmiştir.
- MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde Piyasa Çarpanları Analizi, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Net Aktif Değer yöntemi kullanılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 2023 (son 6 ay) - 2032 dönemi için projeksiyon yapılmıştır. Sonsuz büyüme oranı %5,0 olarak belirlenmiş ve Türk Lirası (TL) cinsinden değerlendirilmiştir.
- Şirket'in portföy yapısının ağırlıklı olarak kira gelirlerine dayalı gayrimenkul yatırımlarından oluşması, Şirket'in stoksuz iş modeline sahip olması, ticari alacak ve ticari borç bakiyelerinin çok düşük olması gibi nedenlerden ötürü işletme sermayesi ihtiyacı oluşmadığı varsayılarak işletme sermayesi ihtiyacı projeksiyonlarda göz ardı edilmiştir.
- 2023 yılı için halihazırda imzalanmış olan kira sözleşmelerine göre yıl içerisinde yapılacak zamlar gözetilerek hasılat geliri hesaplanmıştır, ilerleyen yıllar için yıllık ortalama TÜFE oranına ve mevcut kira sözleşmelerinin bir kısmının rayiç bedelin altında kalması da gözetilerek rayiç bedel düzeltme oranına göre kira gelirlerinin artacağı varsayılarak toplam kira geliri projekte edilmiştir.
- 2023 için yılsonu TÜFE oranı %43,82 ve uzun dönem için ise % 8,86 olarak hesaplamalarda kullanılmıştır. 2023 yılı ortalama enflasyon oranı %54,05 olarak hesaplanmıştır.
- 2023 yılı için faaliyet giderlerini oluşturan satışlarının maliyeti ve genel yönetim giderleri için şirketin iş planı dikkate alınmıştır. İlerleyen yıllar için ise yıllık ortalama TÜFE oranında artırılmıştır.
- Risksiz getiri oranı 2023 ve 2024 yıllarında %17,5 olarak dikkate alınmıştır. 2026 yılında kademeli olarak düşüş sonrasında ise ilerleyen yıllar için enflasyon oranına paralel bir seyir izleyeceği varsayılmıştır. Hisse senedi risk primi 2023-2032 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak hesaplamalarda kullanılmıştır. Şirketin kaldıraçlı betası 1,0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı 30.06.2023 itibarıyla borç yapısı dikkate alınarak %0 olarak hesaplamalarda kullanılmıştır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş olup vergi oranı %0 olarak dikkate alınmıştır.

- MHR GYO'nun bağımsız denetim raporlarına ve değerlendirme raporlarına göre Şirket'in Haziran 2023 sonu itibarıyla 3.021.101.064 TL değerinde Net Aktif Değeri bulunmaktadır.
- Çarpan çalışmasında Şirket'in portföyü kiraya verilen ofis ve iş yerlerinden oluşması nedeniyle halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarından benzer portföy yapısına sahip kira geliri elde eden gayrimenkul yatırım ortaklıkları dikkate alınmıştır ve seçilen şirketlerin Piyasa Değeri /Defter Değeri (PD/DD) çarpanları baz alınmıştır.
- Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, Net Aktif Değer Analizi ve Piyasa Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %9,6 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz fiyatı pay başına 4,30 TL olarak belirlenmiştir.**

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Piyasa Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	2.618.057.068	33,3%	872.685.689
Net Aktif Değer Yöntemi	3.021.101.064	33,3%	1.007.033.688
Piyasa Çarpanları Yöntemi	3.204.250.657	33,3%	1.068.083.552
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100,0%	2.947.802.930

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	Sonuç (TL)
Nominal Sermaye Tutarı	620.000.000
Değerleme Yöntemleri ile Halka Arz öncesi Özkaynak Değeri	2.947.802.930
Halka Arz İskonto Oranı	9,6%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	2.666.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/ Pay)	4,30
Halka Arz Sonrası ödenmiş Sermaye	827.000.000
Halka Arz Sonrası Şirket Piyasa Değeri	3.556.100.000
Halka Açıklık Oranı	25,03%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

MHR Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu detaylıca incelenmiştir:

- Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun (FTR) kapsamlı, net ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemleri ve projeksiyonlar yeterince açıklanmıştır.
- Fiyat tespit raporunda kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları" "Net Aktif Değer" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerini ve verilen ağırlıkları makul buluyoruz.
- Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının esas alınmasını, uç değerleri olan çarpanların elenmesini ayrıca çarpanlar için medyan kullanılmasının değerlemeyi daha makul yaptığını düşünüyoruz. INA değerlemesinde projeksiyon dönemi boyunca gelir varsayımlarını makul buluyoruz.
- **Sonuç olarak, kullanılan metotlar ve sonuçları incelendiğinde Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %9,6 halka arz iskontosu uygulanan ve 4,30TL olarak hesaplanan halka arz için fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**

BİLANÇO (TL)	2020	2021	2022	30.06.2023
VARLIKLAR				
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit ve nakit benzerleri	4.660.769	20.328.552	48.494.805	84.225.762
Finansal yatırımlar		13.259.950	52.536.500	63.525.000
Ticari atacaklar	3.750.129	15.725.441	12.135.612	9.524.812
Diğer alacaklar	77.636	19.250	93.589	994.869
Peşin ödenmiş giderler	2.436.912	500.437	983.214	2.370.410
Câri dönem vergisiyle ilgili varlıklar	19.632	115.651	197.185	0
Diğer dönen varlıklar	514.792	1.482.705	138.346	382.494
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	11.459.870	51.431.986	114.579.251	161.023.347
DURAN VARLIKLAR				
Diğer alacaklar	142.569	142.569	3.857	3.857
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	680.650.505	1.096.769.415	2.099.720.000	2.880.980.000
Maddi duran varlıklar	202.745	992.431	1.753.564	2.152.742
Maddi olmayan duran varlıklar	232.285	94.515	81.772	75.401
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	681.688.053	1.097.998.930	2.101.559.193	2.883.212.000
TOPLAM VARLIKLAR	693.047.923	1.149.430.916	2.216.138.444	3.044.235.347
KAYNAKLAR (TL)				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	174206.834	1.527	13.158	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	146.038.221	0	0	0
Ticari Borçlar	1.617.591	4.355.151	1.081.039	2.046.639
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	767.124	40.606	210.942	391.592
Diğer Borçlar	7.487.361	0	0	36.333
Ertelenmiş Gelirler	7.393.809	6.380.577	7.779.061	10.660.721
Kısa Vadeli Karşılıklar	358641	178.887	196.722	170.632
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	777.322	54.248	9.706.732	4.200.634
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	338.646.903	11.010.996	18.987.654	17.506.551
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	201.368.910	0	0	0
Diğer Borçlar	1.921.928	2.977.119	4.474.754	5.625.710
Ertelenmiş Gelirler	1.335.005	1.143.000	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	558.075	0	0	2.022
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	101.730.883	186.763.013	0	0
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	306.914.801	190.883.132	4.474.754	5.627.732
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	645.561.704	201.894.128	23.462.408	23.134.283
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	47.486.219	947.536.788	2.192.676.036	3.021.101.064
Ödenmiş Sermaye	40.500.000	612.336.923	620.000.000	620.000.000
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	47.486.219	947.536.788	2.192.676.036	3.021.101.064
TOPLAM KAYNAKLAR	693.047.923	1.149.430.916	2.216.138.444	3.044.235.347

Kaynak: Şirket İzahname

KAR VEYA ZARAR TABLOSU (TL)	2020	2021	2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	30.534.190	37.904.107	59.016.061	24.957.022	47.082.862
Satışların Maliyeti (-)	-5.221.653	-4.380.268	-3.972.485	-2.781.833	-4.063.036
BRÜT KAR (ZARAR)	25.312.537	33.623.839	55.043.576	22.175.189	43.019.826
Genel Yönetim Giderleri (-)	-14.749.060	-4.812.660	-12.571.751	-1.523.704	-14.262.590
Pazarlama Giderleri (-)	-1.902.562	270.374	0	0	-13.86
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.278.544	3.763.641	1.991.461	3.133.946	362.760
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-415.157	-1.598.606	-1.533.414	-1.491.674	-1.912.259
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	22.524.302	30.605.840	42.930.372	22.293.767	27.193.867
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	49.491.308	418.387.301	997.391.728	540.233.493	802.104.293
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	0	-869
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	72.015.610	448.993.141	1.040.322.100	662.527.250	828.429.160
Finansman Gelirleri	479.589	8.584.179	10.152.152	0	0
Finansman Giderleri (-)	-116.538.710	-44.080.398	-12.240	-4.472	-4.132
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	44.043.511	413.496.922	1.050.462.012	562.527.250	828.425.028
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-11.541.600	45.089.894	186.820.777	186.820.777	0
Dönem Karı / (Zararı)	-55.585.111	328.407.028	1.237.282.789	749.343.555	828.425.028

Kaynak: Şirket İzahname

UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi
Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr