

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. fiyat tespit değerlendirme raporumuz 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde yer alan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında belirtilen;

A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar

7) Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

8) Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlara ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

Maddeleri kapsamında Turkish Yatırım A.Ş tarafından hazırlanmış ve yayınlanmıştır.

SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş

Şirket 2009 yılı Mayıs ayında 12.000.000 TL nakit sermaye ile kurulmuştur. 2009 yılında hem aynı hem de nakdi sermaye artırımını ile Şirketin çıkarılmış sermayesi 55.000.000 TL'ye yükseltilmiştir. Şirket 2011 yılı Eylül ayında Sinpaş grubu şirketlerinden Doğu İstanbul Gayrimenkul ve Yatırımları A.Ş. ile söz konusu şirketi kayıtlı değeri üzerinden ve kül halinde devralmak sureti ile birleşmiş ve böylece çıkarılmış sermayesini 304.493.148 TL'ye yükseltmiştir.

Diğer yandan Şirket 2012 yılında SPK'nın portföy sınırlarına uyum sağlamak amacıyla bir kısmı bölünme gerçekleştirmiştir. Bölünme işlemi ile Şirket'in sahip olduğu kayıtlı değeri 296.703.951 TL olan varlıklar ile 289.503.951 TL olan yükümlülükler Şirket'in hissedarlarından Sinpaş Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.Ş.'ye devredilmiştir.

Bölünme nedeniyle Şirketin sermayesi bölünmeye konu varlık ve yükümlülüklerin kayıtlı değerleri arasındaki fark olan 7.200.000 TL tutarında azaltılmıştır.

Ayrıca Şirket'in yasal kayıtlarında "Sermaye Düzeltmesi Olumsuz Farkları" hesabında negatif bir değer olarak yer alan 246.948.493 TL, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 474. maddesinin ikinci fıkrası kapsamında Şirket'in bölünmesi sonrasında ulaşılan 296.948.493 TL sermaye tutarından mahsup edilerek Şirket'in sermayesi nihai olarak 50.000.000 TL'ye düşürülmüştür.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Şirketin ana yatırım stratejisi mevcut binalarını en iyi şekilde yöneterek istikrarlı bir kira geliri elde etmek ve uygun fırsatlar buldukça yeni yatırımlarla portföyünü büyütmektir.

Şirket yeni yatırımlarında tamamlanmış binaları satın almaktan ziyade boş arsalar üzerinde proje geliştirmeyi tercih etmektedir.

Şirket başlangıç yatırımı daha düşük olduğundan arsaları peşin bedelle satın almak yerine arsa sahipleri ile kat karşılığı veya hasılat payı karşılığı anlaşmalar yapmayı tercih etmektedir.

Son durum itibarıyla Şirket aktifinde 4 adet bina bulunmaktadır. Bunlar;

- 1- **Deposit Outlet ve Depo Merkezi A5 ve A6 Bloklar** ; İstanbul İli, Başakşehir İlçesi'nde yer alan, 365 gün sürekli indirim sunan mağazalarıyla her kata kamyon ulaşımı sağlanmış, 24 saat güvenli depoların bir arada bulunduğu kapsamlı bir projedir. Binanın tamamı Şirkete aittir.
- 2- **Çelik&Tüzün Lojistik Merkezi** ; İstanbul İli, Sancaktepe İlçesi'nde yer alan, geniş TIR parklarıyla, mono blok çelik konstrüksiyon yapıları ve araç yükleme platformlarıyla Lojistik ve Depolama konusunda çözümlerin üretildiği bir merkezdir. Binanın % 76 oranındaki hissesi Şirkete aittir.
- 3- **Çelik&Özer İş Merkezi**; Çelik Törün Endüstri Merkezi de Deposit Outlet ve Depo Merkezi gibi İstanbul Başakşehir'de yer almakta olup sanayinin ihtiyaç duyabileceği her türlü altyapı problemi çözülmüş endüstriyel bir yapıdır. Binanın % 60 oranındaki hissesi Şirkete aittir.
- 4- **Çelik&Törün Endüstri Merkezi** ; İstanbul İli Kağıthane İlçesi'nde yer alan, her kata kamyon ulaşımı sağlanan, sanayi ve lojistiğin yanı sıra lokal perakendeye de hizmet verebilen karma kullanımlı bir iş merkezidir. Binanın % 57 oranındaki hissesi Şirkete aittir.

Ayrıca şirket borsada işlem görmekte olan Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin %3,64'üne denk gelen paylara sahip durumdadır. (1,40 TL fiyat ile 30,596,896 TL)

Bugün itibarı ile şirket, portföyünde yer alan ve toplam 106.400 m2 kiralanabilir alana sahip 4 adet ticari gayrimenkul ile faaliyetini sürdürmektedir. Bu gayrimenkullerden bir tanesi tamamen Servet GYO'ya ait iken, diğerlerinde Servet GYO dışında hissedarlar bulunmaktadır. Bu dört gayrimenkulde Servet GYO hissesine düşen kiralanabilir alan toplamı 90.300 m²'dir.

Şirketin 2012 yılsonu itibarıyla 33,8 Mn TL dönen varlığı bulunurken,171,3 Mn TL duran varlığı mevcuttur. Ödenmiş sermayesi 50 Mn TL olan şirketin; 185,8 Mn TL özkaynağı bulunmaktadır. Şirketin 7,5 Mn TL'si kısa vadeli olmak üzere 18,6 Mn TL finansal borcu bulunmaktadır. Tek bir bankaya ait olan bu borç rakamı sözleşme gereği Nisan 2015'e kadar aylık eşit taksitler halinde ödenecektir.

2012 yılında 90 Mn TL gelir elde eden şirket, bu gelirlerin 12,7 Mn TL'sini kira gelirlerinden 77,5 Mn TL'sini ise arsa ve proje satışından elde etmiştir.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Halka arz lideri Bizim Menkul Değerler A.Ş.'nin SERVET Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş için hazırlanmış olduğu ve kap.gov.tr'de yayınlanan fiyat tespit raporuna ve belirlenmiş olan fiyata ilişkin Araştırma Bölümümüzün hazırladığı Analist Raporu ;

Servet GYO'nun halka arzında fiyat belirlenirken 3 yöntem kullanılmış olup, kullanılan yöntemler ve ağırlıklandırmaları aşağıda verilmiştir.

- 1- Net aktif Değer yöntemi (%40)
- 2- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi (%30)
- 3- Piyasa çarpanları yöntemi (%30)

NET AKTİF DEĞER YÖNTEMİNE İLİŞKİN GÖRÜŞÜMÜZ

31/12/2012'ye göre yapılmış olan net aktif değer hesaplamasında varlıkların ekspertiz değerine diğer varlıklar eklenmiş ve borçların düşürülmesiyle 185,9 mn TL net aktif değerine ulaşılmış ve pay başına 3,72 TL birim fiyat hesaplanmıştır. Bu yöntem metodolojik olarak farklı bir uygulama yapılamayacağından tarafımızdan da uygun görülmüştür.

NET AKTİF DEĞER YAKLAŞIMI	
Şirket Gayrimenkullerinin Piyasa Değeri	171.328.320
Finansal Yatırımlar	30.815.447
Hazır Değerler	746.868
Diğer Aktif Varlıklar	2.329.110
Uzun ve Kısa Vadeli Yükümlülükler	19.357.638
Net Aktif Değer	185.862.107 TL

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

Şirketlerin geleceğe yönelik projeksiyonlarının bilinmesi ve şirketin gelecek vizyonunun yönetimle bir araya gelinerek değerlendirilmesi gerektiğinden dolayı INA tarafımızdan analiz edilmemiş fakat Bizim Menkul Değerler A.Ş tarafından kullanılan değerler konusunda çekinceler ifade edilmiştir.

Halka açık olmayan şirketler için genellikle ‘Beta Katsayısı’ 1 olarak kullanılmaktadır. Buradaki amaç; ‘Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti’ üzerindeki etkinin minimum seviyeye indirilmesidir. Servet GYO A.Ş.’de ise bu oran 0,64 olarak kullanılarak bizce gerekli minimizasyon gerçekleştirilmemiştir.

Uç değer büyüme oranında %5,5’un kullanılmasının ise göreceli yüksek olduğunu düşünmekteyiz. Zira, agresif büyüme stratejisi olan şirketlerde ülke ekonomisinin üzerinde büyümeye işaret eden değerlerin kullanılmasının uygun olacağını düşünmekteyiz. Servet GYO’nun büyüme projeksiyonunun sınırlı olmasından dolayı daha düşük bir uç değer kullanılmasının uygun olacağı kanaatindeyiz.

Normal şartlarda; hem kira geliri performansının hem de yaratabileceği serbest nakit akımlarının yansıtılmasından dolayı, ortalama değerde, indirgenmiş nakit akımları yönteminin ağırlığının daha fazla olması uygun görülebilir. Fakat biz, şirketin büyüme stratejisinin sınırlı olması ve halka arz’da ortak satışının nominal 11 mn TL ve sermaye artırımının nominal 2 mn TL olmasından , diğer bir deyişle halka arzdan Şirket bünyesine girecek tutarın sınırlı olmasından, dolayı INA’nın ağırlıklandırmada daha düşük oranla yer almasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

İskonto Oranı	2013-2020	Uç değer
Risksiz getiri oranı USD	2,50%	3,00%
Beta katsayısı	0,64	0,65
Kaldıraçlı beta katsayısı	0,70	0,65
λ (Lamda)	1,00	1,00
Sermaye piyasası risk primi (USD)	5,80%	5,50%
TR Piyasa Risk Primi	1,68%	1,55%
Özsermaye maliyeti USD	8,25%	8,13%
TL için Risk Primi	3,95%	3,95%
Özsermaye maliyeti TR (USD + TL için Risk Premium)	12,20%	12,08%
Borçlanma maliyeti	11,00%	11,00%
Vergi oranı	0,00%	0,00%
Toplam Finansal Borçlar	18.577.669	0,00
Toplam Özkaynaklar	185.862.107	1,00
AOSM	12,09%	12,08%
Uç Değer Büyüme Oranı		5,50%

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Servet GYO için Bizim Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan piyasa çarpanları yönteminde PD/DD ve PD/NAD kullanılmış ve her ikisine de %50'şer ağırlık verilerek ortalama pay değeri çıkarılmıştır.

Genel olarak GYO'larda bu yöntemler kullanılmasına karşılık, Servet GYO'nun 2012 sonu verileriyle halka arz edilmesinden dolayı değerlemede benzer şirketlerin PD/DD ve Net Aktif Değerlerinin de 2012/12 verilerinin kullanılmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

Bizim Menkul Değerler A.Ş tarafından PD/DD ve NAD göre yapılan ortalama değer tespitinde kullanılan %10 toplam GYO, %20 EKGYO Hariç ve %20 Benzer GYO ağırlıklandırılmasında sektörün 2012/09 verisi kullanılmıştır. Eğer 2012/12 verileri kullanılsaydı fiyat üzerinde aşağı yönlü etki yaratabilecekti.

Benzer şirketlerin Hisse fiyat ortalaması bulunurken Bizim Menkul Değerler A.Ş tarafından '04/03/2012 – 13/03/2013' aralığı kullanılmıştır. BIST ve GYO sektör endekslerinin yukarı yönlü dönemini yansıtan bu zaman dilimi yerine dönem sonu veya çağrı işlemlerinde olduğu gibi son 6 aylık zaman dilimi kullanılmış olsaydı fiyat üzerinde aşağı yönlü bir etki yaratması beklenebilirdi.

Fiyat tespit raporunda benzer şirket olarak ; AKGMY (Maliyet Yöntemi) , RYGYO (Maliyet Yöntemi) , AGYO (Gerçeğe Uygun Değer) , TSGYO (Gerçeğe Uygun Değer) , VKGYO (Maliyet Yöntemi) , NUGYO (Gerçeğe Uygun Değer) , OZKGY (Gerçeğe Uygun Değer) kullanılmıştır.

SERVET GYO yatırım amaçlı gayrimenkullerini gerçeğe uygun değer yöntemiyle kayıt altına aldığından benzer GYO'lar olarak TRGYO, SNGYO, OZKGY, NUGYO, AKFGY, DGGYO, TSGYO, AGYO, OZGYO, YKGYO, PEGYO, IDGYO'nun kullanılmasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz. Bu da ortalama değer üzerinde baskı oluşturacak diğer bir etmendir.

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.****ÇEKİNCE**

Bu rapordaki bilgi ve fikirler Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır.

Turkish Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır.

Analist/ler görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.