

SERVET GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. 2013

Burada 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

27.03.2013

Sermaye Piyasası Kurulu'na

İstanbul

Konu: - Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Değerleme Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB'ye) halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme çalışmasını yapmış bulunmaktayız. Bu çalışmanın amacı Şirket'in İMKB'de işlem görmesi için referans fiyatı belirlemek ve Şirket hakkında yatırımcılara ve Şirket ortaklarına bilgi vermektir. Halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme, elde ettiğimiz finansal verilerin ve diğer bilgilerin gözden geçirilip yönetimin beklentiler ile ilgili düşünceleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır. **Şirket'in finansal durumuna ait bilgiler Sermaye Piyasası Kurulu Seri XI No:29 Sayılı Tebliği'ne göre bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2012 tarihli mali tablolardan elde edilmiştir.**

Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., İNA Yöntemi, Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Net Aktif Değer Yöntemleri kullanılarak değerlemeye tabi tutulmuş ve bu değerlendirme metodu sonucunda ortaya çıkan değer şirket değeri olarak tespit edilmiştir. Sonuç olarak Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin piyasa değeri 136.365.302 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyatı ise 2,73 TL olarak öngörülmüştür.

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Reşat KARABIYIK
Genel MüdürFatma SELÇUK
Genel Müdür Yardımcısı
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İÇİNDEKİLER

A) İNŞAAT VE KONUT SEKTÖRÜ.....	1
B) ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER.....	2
1) Kuruluş ve Ortaklık Yapısı.....	2
2) Faaliyet Konusu.....	3
3) Şirket Portföyü.....	3
4) Mali Tablolar.....	5
5) Varsayımlar.....	8
C) DEĞERLEME METEDOLOJİSİ.....	11
1) Net Aktif Değer Yöntemi.....	11
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi.....	11
3) Piyasa Çarpanları Yöntemi.....	11
D) SERVET GYO DEĞERLEME ÇALIŞMASI.....	12
1) Net Aktif Değer Yöntemi.....	12
2) Piyasa Çarpanları Yöntemi	13
3) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi.....	15
E) DEĞERLEME SONUCU.....	16

A) İNŞAAT VE KONUT SEKTÖRÜ

Türkiye ekonomisi son iki yılda beklentilerin oldukça üzerinde büyüme rakamlarına ulaşırken, inşaat sektörü ve bu sektörün tamamlayıcı alt dallarının ekonomik büyümeye karşı duyarlılıkları ve etkileri oldukça fazla olmuştur. 2010 yılında yıllık bazda GSYH %9'luk bir büyüme oranı sağlarken, inşaat sektörü ise %17,13'lük bir büyüme ile canlılığını devam ettirmiştir. Ekonominin canlı olduğu dönemlerde inşaat ve konut sektöründeki hareketlilikte paralel olarak artış göstermektedir. 2011 büyüme rakamlarında Türkiye ekonomisi %8,5'lik bir büyüme sağlarken, inşaat sektörü %11,2'lik büyüme sağlayarak yine öncü sektörlerden biri olmuştur. 2012 yılının ilk 9 ayına bakıldığında makroekonomik büyümedeki düşük büyüme hızının en çok inşaat sektörünü etkilediğini görmekteyiz. 2011 yılında %11,3'lük büyüme hızıyla en güçlü büyüme kaydeden sektörler arasında ilk sırada yer alan sektör, 9 aylık süreçte %1'lik büyüme kaydedebilmiş ve sıralamada toptan ve perakende sektöründen sonra sondan ikinci sırayı almıştır. 2011 yılında %9,3 büyüme gerçekleştiren gayrimenkul, kiralama ve iş faaliyetleri sektörü ise 2012 ilk 9 ayda %6,7 büyüme kaydederek önemli bir büyüme gerçekleştirmiştir.

İnşaat sektöründe yılın üçüncü çeyreğinde büyüme %0,4, gayrimenkul-kiralama ve iş faaliyetleri sektöründe büyüme ise %5,4 olmuştur. Sektörde büyüme neredeyse durağanlaşmış, konut sektöründe talep tarafındaki yavaşlama belirleyici ve etkili olmuştur. Konut satışlarında uygulanacak olan KDV belirsizliği de arz yönünü kısıtlamıştır. Ticari gayrimenkul sektöründe ise ofis piyasası hareketliliğini korumuştur. AVM yatırımlarında bir yavaşlama, organize sanayi bölgelerindeki sanayi ve lojistik alanı yatırımlarında ise hareketlenme görülmektedir.

2012 3. çeyrekte hem bir önceki çeyreğe hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre alınan konut yapı ruhsatı ve kullanım izin belgelerinde gözle görülür düşüşler gerçekleşmiştir. Aynı şekilde kullanılan konut kredilerinde de düşüşler sürerken konut kredisi faizlerinin düşüş eğilimini sürdürdüğü ve aylık %1 oranının altına indiği görülmektedir.

Yılın üçüncü çeyrek döneminde Türkiye genelinde konut kiralarda hissedilir bir artış olmuştur. Üçüncü çeyrekte konut kiralaları % 6,1 artmıştır. Ekim ayı itibarıyla Türkiye genelinde 10 aylık kira artışları ise % 14,0 olmuştur.

REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi sonuçlarına göre, Ocak ayında bir önceki aya göre %0,55 oranında; geçen yılın aynı dönemine göre %9,33 oranında; endeksin başlangıç dönemi olan 2010 yılı Ocak ayına göre ise %27,70 oranında artış gerçekleşmiştir.

Ocak ayında REIDIN-GYODER Yeni Konut Fiyat Endeksi bir önceki aya göre, İstanbul Avrupa yakasında yer alan markalı konut projelerinde %0,97 oranında; İstanbul Asya yakasında yer alan markalı konut projelerinde %0,21 oranında artmıştır. Endeksin başlangıç dönemine göre ise İstanbul Asya yakasındaki projeler Avrupa yakasına kıyasla 5,1 puan fazla artış göstermiştir.

"Sektör verileri GYODER'in 3. çeyrek sektör verilerini derlediği raporundan alınmıştır."


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

B) ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

1) Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Servet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Şirket veya Servet GYO"), 18 Mayıs 2009 yılında İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur.

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 küll 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.

Şirket'in ana hissedarı, şirket hisselerinin % 53,44'ine sahip olan Avni Çelik'tir.

Hissedarlar	31.12.2012		31.12.2011	
	Tutar TL	Pay (%)	Tutar TL	Pay (%)
Avni Çelik	26.721.898	53,44	158.700.553	52,18
Ayşe Sibel Çelik	8.351.491	16,70	49.599.238	16,31
Berrin Çelik Ercivelek	3.915.464	7,83	23.253.822	7,65
Sinpaş Yapı	2.076.894	4,15	19.534.609	6,42
Ömer Faruk Çelik	2.509.386	5,02	14.903.167	4,90
Ahmet Çelik	2.408.358	4,82	14.303.167	4,70
Senay Çelik	2.058.769	4,12	12.226.967	4,02
Nuran Çelik	1.957.740	3,92	11.626.967	3,82
Mehmet Haluk Öztürk	-	-	1,00	<0,01
Akif Güle	-	-	1,00	<0,01
Kerem Aklin	-	-	1,00	<0,01
Toplam	50.000.000	100,00	304.148.493	100,00


BİM D
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

2) Faaliyet Konusu

Şirket'in ana faaliyet konusu; gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak gibi Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir.

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. Şirket geliştirdiği projelerde ürettiği binaları portföyünde tutup kiraya verebildiği gibi, uygun koşullar oluşması durumunda satarak nakde de çevirebilmektedir.

3) Şirket Portföyü

Son durum itibarıyla Şirket aktifinde 4 adet bina bulunmaktadır. Bunlar Deposite Outlet ve Depo Merkezi A5 ve A6 Bloklar, Çelik&Tüzün Lojistik Merkezi, Çelik&Özer İş Merkezi ve Çelik&Törün Endüstri Merkezi'dir. Ayrıca şirket borsada işlem görmekte olan Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin %3,64'üne denk gelen paylara sahip durumdadır. Şirket riskin dağıtılmasını da sağlayacak şekilde ticari gayrimenkul piyasasının değişik alanlarında faaliyet göstermektedir. Ortaklık portföyünde outlet merkezi, depo, lojistik binalar ve endüstriyel binaların hepsine yer verilmiştir. Böylece riskin olabildiğince dağıtılması sağlanmıştır.

Portföyde yer alan gayrimenkullerden Deposite Outlet ve Depo Merkezi A5 ve A6 Bloklar'ın işletmesi grup şirketlerinden olan Sinpaş Yatırım ve İşletme Ticaret A.Ş. tarafından yapılmaktadır. Diğer binalar ise bina yöneticilikleri tarafından idare edilmektedir.

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. Bu gayrimenkuller:

- i. **Deposite 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.
- ii. **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.
- iii. **Çelik & Törün Endüstri Merkezi:** Çelik Törün Endüstri Merkezi de Deposite 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.


BİM D
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

- iv. **Çelik Özer İş 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.

Kuruluşundan itibaren kiralama yolu ile sabit kira getirisi elde eden şirket 2012 yılında geliştirdiği ticari gayrimenkul projesinde üretilen bağımsız bölümlerin satışını da gerçekleştirmiştir. Söz konusu satışlar 2012 yılında finansal sonuçlara yansımıştır. Önümüzdeki dönemlerde de karlılık açısından uygun görülmesi durumunda kiralamanın yanı sıra satış geliri elde etmek amacıyla ticari gayrimenkul projeleri geliştirilmesi de söz konusu olabilecektir.

Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporlarına göre Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinin 31 Aralık 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihi itibarıyla makul değerleri aşağıdaki gibidir:

Portföy Tablosu	Kayıtlara Alındığı İlk Değer	Makul Değer	Sahiplik Oranı	Makul Değerin Şirkete Ait Kısmı	Arsa Alanı (m ²)	Brüt İnşaat Alanı (m ²)	Kiralanabilir Alan (m ²)
Deposite Outlet ve Depo Merkezi A5 ve A6 Bloklar	100.659.771	126.000.000	100%	126.000.000	26.418	97.954	63.834
Çelik & Özer İş Merkezi	10.629.978	26.237.325	57%	14.949.043	3.799	20.974	13.553
Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi	4.169.197	11.550.000	76%	8.780.000	6.407	8.430	8.430
Çelik & Törün İş Merkezi	18.405.392	36.000.000	60%	21.599.277	9.957	23.958	20.585
	133.864.287	199.787.325		171.328.320	46.581	151.266	106.402



BMD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

4) Mali Tablolar

VARLIKLAR	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
Dönen varlıklar	33.843.525	88.409.443
Nakit ve nakit benzerleri	746.868	795.235
Finansal yatırımlar	30.815.447	-
Ticari alacaklar	993.997	35.751.025
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	28.108
- Diğer ticari alacaklar	993.997	35.722.917
Diğer alacaklar	1.053.293	48.737
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1.016.618	-
- Diğer alacaklar	36.675	48.737
Stoklar	-	21.050.526
Diğer dönen varlıklar	233.920	30.763.920
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	8.474.454
- Diğer dönen varlıklar	233.920	22.289.466
Duran varlıklar	171.376.220	667.914.738
Ticari alacaklar	-	53.221.236
Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlar	-	443.434.259
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	171.328.320	171.208.470
Maddi duran varlıklar	37.532	50.773
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.368	-
TOPLAM VARLIKLAR	205.219.745	756.324.181
YÜKÜMLÜLÜKLER		
Kısa vadeli yükümlülükler	8.206.366	258.912.850
Finansal borçlar	7.547.954	69.498.071
Ticari borçlar	291.582	3.369.802
- İlişkili taraflardan ticari borçlar	8.295	2.900.952
- Diğer ticari borçlar	283.287	468.850
Diğer borçlar	253.290	185.926.664
- İlişkili taraflardan diğer borçlar	-	124.555
- Avanslar	80.737	146.224.562
- Diğer borçlar	172.553	39.577.547
Çalışanlara sağlanan kısa vadeli faydalar	78.018	74.767
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	35.522	43.546
Uzun vadeli yükümlülükler	11.151.272	104.894.189
Finansal borçlar	11.029.715	104.750.821
Diğer borçlar	110.060	135.618
Çalışanlara sağlanan uzun vadeli faydalar	11.497	7.750
Özkaynaklar	185.862.107	392.517.142
Ödenmiş sermaye	50.000.000	304.148.493
Birleşmeye ilişkin ilave özsermaye katkısı	-	(246.948.493)
Geçmiş yıl karları/(zararları)	40.094.830	341.156.820
Net dönem (zararı)/karı	95.767.277	(5.839.678)
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	205.219.745	756.324.181



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

KAPSAMLI GELİR TABLOSU	31.12.2012	31.12.2011
Satış gelirleri	90.031.792	11.001.447
Satışların maliyeti	(20.224.916)	(1.962.742)
Brüt kar	69.806.876	9.038.705
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(357.629)	(1.636.709)
Genel yönetim giderleri (-)	(2.714.858)	(2.165.336)
Yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışları	6.916.547	11.861.536
Diğer faaliyet gelirleri	494.961	204.089
Diğer faaliyet giderleri (-)	(80.924)	(33.488)
Faaliyet karı/(zararı)	74.064.973	17.268.797
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen		
Yatırımlardaki kar/zarar payları	-	10.167.312
Finansal gelirler	34.476.944	897.126
Finansal giderler (-)	(12.774.640)	(34.172.913)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi (zarar)/kar	95.767.277	(5.839.678)
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/(gideri)	-	-
Sürdürülen faaliyetler dönem (zararı)/karı	95.767.277	(5.839.678)
Diğer kapsamlı gelir	-	-
Toplam kapsamlı gelir/(gider)	95.767.277	(5.839.678)

Şirketin 2012 yılsonu itibariyle 33,8 Mn TL dönen varlığı bulunurken, 171,3 Mn TL duran varlığı mevcuttur. Şirketin dönen varlıklarının büyük bir kısmı sahip olduğu Sinpaş GYO hisse senetlerinden oluşmaktadır. Sinpaş GYO'nun %3,64'lük hissesi SERVET GYO'da bulunmaktadır. Şirketin duran varlıkları ayrıntıları önceki bölümde belirtilen yatırım amaçlı gayrimenkullerinden oluşmaktadır.

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.

Ödenmiş sermayesi 50 Mn TL olan şirketin; 185,8 Mn TL özkaynağı bulunmaktadır.

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.

Şirket bilançosunda 2011 ve 2012 yılları arasında önemli değişimler meydana geldiği görülmektedir. Bu değişiklik şirketin 2012 yılı içerisinde gerçekleştirmiş olduğu bölünme işleminden kaynaklanmıştır. 30.09.2012 tarihli bağımsız denetim raporunda ayrıntıları bulunan bölünme işlemine ilişkin ilgili açıklama;

"Şirket, 24 Ekim 2012 tarih ve 8181 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayınlandığı üzere, 18 Ekim 2012 tarihinde, Servet GYO ve Sinpaş Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.Ş. ("Sinpaş Yapı") yönetim kurullarınca alınan kararlara göre Servet GYO'nun varlık ve yükümlülüklerinin bir bölümü Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19. maddesine istinaden kayıtlı değerleriyle Sinpaş Yapı'ya devredilmiştir.

Servet GYO ve Sinpaş Yapı yönetim kurullarınca alınan kararlara göre Servet GYO'nun varlık ve yükümlülüklerinin bir bölümü Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19. maddesine istinaden kayıtlı değerleriyle Sinpaş Yapı'ya devredilmiştir. Bölünmeye konu varlıkların kayıtlı değeri 296.703.951 TL, bölünmeye konu yükümlülüklerin kayıtlı değeri ise 289.503.951 TL'dir. Bu rakamlarla bölünmeye konu varlık ve yükümlülüklerin kayıtlı değerlerine göre net aktif değeri 7.200.000 TL'dir. Sinpaş Yapı tarafından devralınan varlık ve yükümlülüklerin makul değeri uzman kuruluş


BMD
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

raporunda 266.480.215 TL olarak tespit edilmekle birlikte, kurumlar vergisi kanununa göre yapılan bölünme işleminde Sinpaş Yapı bu varlık ve yükümlülükleri kayıtlı değerinden kendi kayıtlarına almıştır.

Bu bölünme işlemi "Ortaklara Pay Devri Modeliyle Kısmi Bölünme" şeklinde gerçekleşmiştir ve Servet GYO'nun aktiflerinin kayıtlı değerinde nette 7.200.000 TL tutarında azalma meydana geldiğinden, Servet GYO'nun sermayesi de 7.200.000 TL azaltılmıştır.

Bölünme nedeniyle Şirket sermayesinde meydana gelen 7.200.000 TL tutarındaki azalmanın tamamının Şirket ortaklarından Sinpaş Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.S. payından karşılanması nedeniyle, aktifinden çıkan 7.200.000 TL tutarında Şirket iştirak hisseleri yerine, net aktif değeri 7.200.000 TL olan bölünmeye konu varlık ve yükümlülükleri devralan Sinpaş Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.Ş.'nin sermaye tutarında bir değişiklik olmayacağı kabul edildi.

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

The image shows a handwritten signature in black ink over a circular stamp. The stamp contains the letters 'BMD' in a bold, sans-serif font. Below the stamp, the text 'Bizim Menkul Değerler A.Ş.' is printed in a bold, sans-serif font. To the right of the stamp, there is a small number '7'.

5) Varsayımlar

Bölünme işlemi ve 2012 yılında yapılmış olan arsa ve proje satışı sonrasında şirketin elinde kira geliri elde edebileceği 4 adet gayrimenkulü kalmıştır. Bu gayrimenkullerin geçmiş doluluk oranları ve m² başına gelirlerinden yola çıkılarak geleceğe yönelik satış geliri varsayımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Kira gelirlerindeki artış mevcut sözleşmelerdeki kira artış oranları baz alınarak yapılmıştır.

Deposite Outlet Mağaza-Stand	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Kiralanabilir Alan (m ²)	19.885	19.885	19.885	19.885	19.885	19.885	19.885	19.885	19.885
Doluluk Oranı	87,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%	88,00%
Kiralanılan Alan (m ²)	17.300	17.499	17.499	17.499	17.499	17.499	17.499	17.499	17.499
(m ²) Başına Gelir	203,77 TL	227,61 TL	251,29 TL	274,99 TL	303,99 TL	333,39 TL	359,29 TL	385,75 TL	424,44 TL
(m ²) Başına Gelir Artışı	12,47%	11,70%	10,40%	9,43%	10,55%	9,67%	7,77%	7,36%	10,03%
Toplam Gelir	3.536.125 TL	4.982.296 TL	4.992.228 TL	4.811.918 TL	5.319.447 TL	5.833.131 TL	6.387.126 TL	6.750.119 TL	7.427.147 TL
Deposite Outlet Depo Alanları	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Kiralanabilir Alan (m ²)	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949
Doluluk Oranı	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kiralanılan Alan (m ²)	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949	43.949
(m ²) Başına Gelir	103,70 TL	114,75 TL	123,19 TL	132,67 TL	141,84 TL	160,03 TL	175,97 TL	193,46 TL	213,57 TL
(m ²) Başına Gelir Artışı	18,27%	10,65%	7,36%	7,69%	6,92%	12,82%	9,96%	9,94%	10,39%
Toplam Gelir	4.557.728 TL	5.043.103 TL	5.414.080 TL	5.830.581 TL	6.233.901 TL	7.043.378 TL	7.733.743 TL	8.502.241 TL	9.285.987 TL
CELİK&Törün İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Kiralanabilir Alan (m ²)	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585
Doluluk Oranı	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kiralanılan Alan (m ²)	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585	20.585
(m ²) Başına Gelir	83,25 TL	74,42 TL	84,82 TL	101,88 TL	124,21 TL	142,69 TL	164,02 TL	180,48 TL	198,59 TL
(m ²) Başına Gelir Artışı	10,24%	-10,61%	13,98%	20,11%	21,92%	14,87%	14,95%	10,03%	10,03%
Toplam Gelir	1.713.749 TL	1.531.914 TL	1.746.061 TL	2.092.255 TL	2.556.960 TL	2.947.315 TL	3.376.345 TL	3.715.234 TL	4.082.394 TL
CELİK&ÖZER İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Kiralanabilir Alan (m ²)	13.553	13.553	13.553	13.553	13.553	13.553	13.553	13.553	13.553
Doluluk Oranı	78,58%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
Kiralanılan Alan (m ²)	10.650	12.198	12.198	12.198	12.198	12.198	12.198	12.198	12.198
(m ²) Başına Gelir	93,15 TL	75,84 TL	82,39 TL	89,05 TL	107,85 TL	127,02 TL	140,22 TL	154,28 TL	169,77 TL
(m ²) Başına Gelir Artışı	40,74%	-18,58%	8,63%	8,08%	21,12%	17,77%	10,39%	10,03%	10,03%
Toplam Gelir	992.027 TL	925.069 TL	1.004.943 TL	1.086.179 TL	1.315.541 TL	1.549.316 TL	1.710.304 TL	1.881.914 TL	2.075.743 TL
CELİK&Tüzün İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Kiralanabilir Alan (m ²)	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400
Doluluk Oranı	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kiralanılan Alan (m ²)	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400	8.400
(m ²) Başına Gelir	104,74 TL	116,52 TL	128,17 TL	140,99 TL	155,08 TL	170,59 TL	187,65 TL	206,42 TL	232,08 TL
(m ²) Başına Gelir Artışı	36,70%	11,24%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	12,43%
Toplam Gelir	879.818 TL	978.245 TL	1.076.619 TL	1.183.281 TL	1.302.709 TL	1.433.980 TL	1.526.278 TL	1.733.906 TL	1.949.508 TL
TOPLAM BRÜT KİRA GELİRİ	11.668.496 TL	12.461.726 TL	13.638.931 TL	15.010.215 TL	16.728.558 TL	18.786.820 TL	20.683.797 TL	22.583.302 TL	24.921.272 TL
Satışlardan Gelirler	196.608 TL	349.245 TL	373.279 TL	403.204 TL	434.521 TL	475.786 TL	518.676 TL	573.666 TL	608.435 TL
TOPLAM NET KİRA GELİRİ	11.471.888 TL	12.212.491 TL	13.366.152 TL	14.710.011 TL	16.393.987 TL	18.411.083 TL	20.270.121 TL	22.131.636 TL	24.422.847 TL
Gelir Artışı	8,43%	6,36%	9,40%	10,00%	11,45%	13,40%	10,10%	9,18%	10,15%

Şirketin satışların maliyeti kalemleri de tıpkı satış gelirleri gibi bina bazında incelenmiştir. Geçmiş yıl verileri de dikkate alınarak yapılmış SMM varsayımları aşağıdaki tabloda ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

DEPOSİTE OUTLET&DEPO	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
TOPLAM KİRA GELİRİ	8.082.903	9.025.998	9.811.308	10.642.500	11.553.348	12.867.309	14.020.869	15.252.359	16.813.128
Satışların Maliyet	-1.235.102	-1.579.550	-1.716.979	-1.862.437	-2.021.836	-2.251.779	-2.453.652	-2.669.163	-2.942.297
Brüt Kar	6.847.801	7.446.449	8.094.329	8.780.062	9.531.512	10.615.530	11.567.217	12.583.196	13.870.831
Brüt Kar Marjı	84,72%	82,50%	82,50%	82,50%	82,50%	82,50%	82,50%	82,50%	82,50%
ÇELİK&TÖRÜN İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
TOPLAM KİRA GELİRİ	1.713.749	1.531.914	1.746.061	2.097.255	2.556.960	2.937.215	3.376.345	3.715.123	4.087.893
Satışların Maliyet	-132.468	-122.553	-139.685	-167.780	-204.557	-234.977	-270.108	-297.210	-327.031
Brüt Kar	1.581.281	1.409.360	1.606.376	1.929.475	2.352.403	2.702.238	3.106.237	3.417.913	3.760.862
Brüt Kar Marjı	92,27%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%	92,00%
ÇELİK&ÖZER İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
TOPLAM KİRA GELİRİ	992.027	925.069	1.004.943	1.086.179	1.315.541	1.549.316	1.710.304	1.881.914	2.070.743
Satışların Maliyet	-35.694	-27.752	-30.148	-32.585	-39.466	-46.479	-51.309	-56.457	-62.122
Brüt Kar	956.333	897.317	974.795	1.053.594	1.276.074	1.502.836	1.658.995	1.825.457	2.008.621
Brüt Kar Marjı	96,40%	97,00%	97,00%	97,00%	97,00%	97,00%	97,00%	97,00%	97,00%
ÇELİK&TÜZÜN İş Merkezi	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
TOPLAM KİRA GELİRİ	879.818	978.745	1.076.619	1.184.281	1.302.709	1.432.980	1.576.278	1.733.906	1.949.508
Satışların Maliyet	-35.679	-19.575	-21.532	-23.686	-26.054	-28.660	-31.526	-34.678	-38.990
Brüt Kar	844.139	959.170	1.055.087	1.160.596	1.276.655	1.404.321	1.544.753	1.699.228	1.910.517
Brüt Kar Marjı	95,94%	98,00%	98,00%	98,00%	98,00%	98,00%	98,00%	98,00%	98,00%
Ciro Artışı	36,70%	11,24%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	12,43%
Yıllık Veriler	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
TOPLAM BRÜT KİRA GELİRİ	11.668.496	12.461.726	13.638.931	15.010.215	16.728.558	18.786.820	20.683.797	22.583.302	24.921.272
Satışlardan İade	196.608	249.235	272.779	300.204	334.571	375.736	413.676	451.666	498.425
TOPLAM NET KİRA GELİRİ	11.471.888	12.212.491	13.366.152	14.710.011	16.393.987	18.411.083	20.270.121	22.131.636	24.422.847
Satışların Maliyet	-1.438.943	-1.749.430	-1.908.344	-2.086.489	-2.291.913	-2.561.895	-2.806.594	-3.057.508	-3.370.441
Brüt Kar	10.032.945	10.463.061	11.457.808	12.623.522	14.102.074	15.849.188	17.463.526	19.074.128	21.052.405
Brüt Kar Marjı	87,46%	85,68%	85,72%	85,82%	86,02%	86,09%	86,15%	86,18%	86,20%

Faaliyet giderleri tahmin edilirken her bir kalem ayrı değerlendirilmiştir. Geçmiş dönemde gerçekleşmiş olan arsa/Proje satış gelirleri ve gayrimenkullerin işletmesini yürüten şirketlerle yapılan sözleşmeler dolayısıyla gerçekleşen bazı giderlerin önümüzdeki dönemde gerçekleşmeyeceği tahmin edilmiştir. Şirketin faaliyet gider varsayımları aşağıda ayrıntıları ile verilmiştir.

Faaliyet Gider Tahminleri	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri:	357.629	274.781	300.738	330.975	368.865	414.249	456.078	497.962	549.514
	3,12%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Personel ücret giderleri	162.071	183.187	200.492	220.650	245.910	276.166	304.052	331.975	366.343
	1,41%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Danışmanlık giderleri	71.830	0	0	0	0	0	0	0	0
	0,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mahkeme ve noter giderleri	99.266	0	0	0	0	0	0	0	0
	0,87%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Komisyon giderleri	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Vergi ve harçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diğer giderler	24.462	91.594	100.246	110.325	122.955	138.083	152.026	165.987	183.171
	0,21%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Genel yönetim giderleri:	2.641.201	1.493.588	1.634.680	1.799.034	2.004.985	2.251.675	2.479.036	2.706.699	2.986.914
	23,02%	12,23%	12,23%	12,23%	12,23%	12,23%	12,23%	12,23%	12,23%
Personel giderleri	204.355	225.931	247.274	272.135	303.289	340.605	374.997	409.435	451.823
	1,78%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
Huzur hakkı giderleri	390.862	427.437	467.815	514.850	573.790	644.388	709.454	774.607	854.800
	3,41%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Vergi ve harç giderleri	688.732	0	0	0	0	0	0	0	0
	6,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Müşavirlik ve denetim giderleri	51.000	61.062	66.831	73.550	81.970	92.055	101.351	110.658	122.114
	0,44%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Kira giderleri	60.121	61.062	66.831	73.550	81.970	92.055	101.351	110.658	122.114
	0,52%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Şüpheli alacak karşılığı	1.100.378	610.625	668.308	735.501	819.699	920.554	1.013.506	1.106.582	1.221.142
	9,59%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Danışmanlık ve proje giderleri	40.128	0	0	0	0	0	0	0	0
	0,35%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kıdem tazminatı karşılığı	3.747	6.106	6.683	7.355	8.197	9.206	10.135	11.066	12.211
	0,03%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Amortisman giderleri	8.348	9.770	10.693	11.768	13.115	14.729	16.216	17.705	19.538
	0,07%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Diğer giderler	73.602	91.594	100.246	110.325	122.955	138.083	152.026	165.987	183.171
	0,64%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
TOPLAM FAALİYET GİDERLERİ	2.191.168	1.768.369	1.935.419	2.130.010	2.373.849	2.665.925	2.935.113	3.204.661	3.536.428
Marj	18,78%	14,48%	14,48%	14,48%	14,48%	14,48%	14,48%	14,48%	14,48%

C) DEĞERLEME METODOLOJİSİ

Şirketin piyasa değeri bulunurken 3 farklı yöntemden faydalanılmıştır. Bu yöntemler; Net Aktif Değer Yöntemi, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi, Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

1) Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer, en basit şekilde varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır.

Net aktif değer (NAD);

$$NAD = AD - BD$$

AD: İşletmenin aktiflerinin rayiç değeri,

BD: İşletmenin borçlarının rayiç değeri.

2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

İNA analizinde şirketin tüzel bir kişilik olarak sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılır ve bu dönemde elde edeceği nakit akımları hesaplanarak şirket değeri bulunmaya çalışılır. Söz konusu nakit akımlarının belirlenen iskonto oranı (AOSM) ile bugüne indirgenmesiyle şirket değerine ulaşıp, bu değerden net borç rakamı çıkarılır ve eğer varsa yatırım amaçlı gayrimenkuller ve finansal yatırımlar eklenerek şirket için hedef piyasa değerine ulaşılır

3) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Çarpan analizi hisse senetleri piyasasının etkin işlediği varsayımıyla halka açık olmayan şirketlerin halka açık şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin bulunması işlemidir.

Çarpan analizi yapılırken benzer nitelikte ve emsal şirketler baz alınarak, bu şirketlere ait ciro, faaliyet karı, net kar, özkaynak, net aktif değer gibi verilerin piyasa değeri ile karşılaştırılarak ilgili şirket için bir değer bulunur.

GYO'lar için en yaygın kullanılan teknik net aktif değer veya özkaynak rakamlarının piyasa değeriyle oranının bulunması suretiyle ilgili şirketin piyasa değerine ulaşılmasıdır.


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

D) SERVET GYO DEĞERLEME ÇALIŞMASI

1) Net Aktif Değer Yöntemi

Şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerini gerçeğe uygun değer yöntemiyle kayıt altına almaktadır. Bu açıdan şirketin tün varlık ve yükümlülüklerinin rayiç piyasa değerlerinde olduğu varsayımı ile mevcut özkaynak rakamının aynı zamanda net aktif değer rakamını da temsil ettiği kabul edilebilir. 31.12.2012 bağımsız denetim raporlarına göre;

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

Tabloda ayrıntıları gösterildiği üzere şirketin Net Aktif Değeri özkaynaklarına eşit ve 185,8 Mn TL olarak belirlenmiştir.


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

2) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Değerleme sırasında İMKB'de işlem gören tüm GYO'ların PD/DD oranları ve Net Aktif Değerlerinin PD'lerine göre iskonto/prim oranları bulunarak ortalama değer üzerinden ilgili şirkete bir değer bulunmaya çalışılmıştır. Aşağıdaki tabloda İMKB'de işlem gören GYO şirketlerinin PD/DD oranları ve NAD iskonto/primleri gösterilmiştir.

SEMBOİ	ŞİRKET ADI	Faaliyet Alanı	Toplam Portföy Değeri (30.09.2012)	Net Aktif Değer (30.09.2012)	Hisse Fiyatı Ortalama (04.03.2012/13.03.2013)	Piyasa Değeri	Özsermaye (30.09.2012)	NAD'e göre Prim / (Iskonto)	PD/DD
EKGYO	EMLAK KONUT GYK	Konut	8.392.503.122	6.650.719.122	2,92	7.300.000.000	3.945.950.000	9,8%	1,85
TRGYO	TORUNLAR GYO	Ticari, Konut, Ofis	3.945.576.928	2.635.641.000	3,38	1.691.875.000	2.635.641.000	-35,8%	0,64
ISGYO	İS GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	1.849.084.428	1.644.021.269	1,54	925.500.000	1.054.086.429	-43,7%	0,88
SNGYO	SINPAS GYO	Konut	2.034.749.294	1.064.718.044	1,41	843.750.000	1.064.718.044	-20,8%	0,79
KLGYO	KILER GYO	Ticari, Konut, Ofis	828.941.952	802.421.081	1,83	227.075.000	295.322.055	-71,7%	0,77
AKMGY	AKMERKEZ GYO	Ticari	1.030.543.214	1.030.959.779	22,70	845.892.800	165.261.126	-18,0%	5,13
AKFGY	AKFEN GYO	Otel	1.038.197.121	770.231.083	1,63	299.000.000	770.231.083	-61,2%	0,40
RYGYO	REYSAS GYO	Depo	450.247.046	425.220.683	0,72	136.562.500	320.246.134	-67,9%	0,43
ALGYO	ALARKO GYO	Ofis, Konut, Otel	293.800.387	301.067.879	21,36	227.461.019	227.316.807	-24,4%	1,01
MRYGY	MARTI GYO	Konut, Otel	224.556.268	218.074.043	0,49	54.312.500	139.483.161	-75,1%	0,39
AGYO	ATAKULE GYO	Ticari, Ofis, Otel, Konut	224.749.733	225.331.014	1,55	129.990.000	225.331.014	-42,3%	0,58
TSGYO	TSKB GYO	Ofis, Konut, Otel	329.962.537	228.098.521	0,86	128.625.000	228.098.521	-43,6%	0,56
YGYO	YESİL GYO	Ticari, Konut	391.945.128	307.663.633	0,62	144.596.159	191.166.821	-53,0%	0,76
DGGYO	DOGUS GYO	Ticari, Konut, Ofis	194.298.778	198.002.331	1,81	169.624.575	198.002.331	-14,3%	0,87
PEGYO	PERA GYO	Ticari, Otel, Ofis	220.819.693	159.706.650	0,61	54.573.750	159.706.650	-65,8%	0,34
VKGYO	VAKIF GYO	Ofis	235.983.260	234.158.063	4,92	516.862.500	190.505.865	120,7%	2,73
OZGYO	ÖZDERİĞİ GYO	Ofis, Konut	114.375.986	104.165.709	1,13	112.500.000	104.165.709	8,0%	1,09
YKGYO	YAPI KREDİ KORAY	Ofis, Konut	162.573.505	59.410.684	1,44	57.500.000	59.410.684	-3,2%	0,96
AVGYO	AVRASYA GYO	Ofis	85.061.615	92.940.085	0,48	34.470.000	78.551.589	-62,9%	0,45
SAFGY	SAF GYO	Ofis, Konut, Fabrika	1.526.706.265	1.192.973.975	1,00	882.168.661	229.036.390	-26,1%	3,87
NUGYO	NURUL GYO	Ticari, Konut, Ofis	441.944.618	73.046.979	7,49	299.600.000	73.046.979	310,1%	3,96
IDGYO	IDEALIST GYO	Konut	13.505.831	9.263.478	2,31	23.050.000	9.263.478	148,8%	2,44
OZKGY	ÖZAK GYO	Konut, Ticari, Turizm, Perakende	770.808.961	548.195.775	1,94	303.795.000	548.195.775	-44,6%	0,56
SEKTÖR TOPLAM/ORTALAMA			24.800.935.670	18.976.030.880		15.408.784.464	12.912.737.645	-18,8%	1,19
EKGYO Hariç SEKTÖR TOPLAM/ORTALAMA			16.408.432.548	12.325.311.758		8.108.784.464	8.966.787.645	14,2%	0,90
Benzer GYO'lar			1.484.045.904	1.757.753.843		2.285.650.300	1.664.837.561	-17,1%	1,17
VAKIF GYO ve NURUL GYO Hariç Benzer GYO'lar			7.806.311.491	2.457.805.772		1.544.865.300	1.487.132.570	37,1%	1,04

Şirketin değerlendirilmesi sırasında 3 farklı ortalama farklı ağırlıklarla kullanılmıştır. Ayrıntıları aşağıda görülebilecek olan çalışma sonucunda şirketin piyasa çarpanları yöntemine göre tahmini piyasa değeri 177,2 Mn TL olarak belirlenmiştir.

SERVET GYO	
Ödenmiş Sermaye	50.000.000 TL
Net aktif Değer	185.862.107 TL
ÖZKAYNAK	185.862.107 TL
Tahmini Piyasa Değeri	
Ağırlıklar PD/DD'ye Göre Göre	
10% Toplam GYO sektörü	221.789.463 TL
20% EKGYO Hariç Değerli	168.077.557 TL
20% Benzer GYO'lar	255.169.508 TL
NAD'a Göre	
10% Toplam GYO sektörü	150.922.454 TL
20% EKGYO Hariç Değerli	122.278.105 TL
20% Benzer GYO'lar	154.044.126 TL
Ortalama Değer	177.185.051 TL

NOT: Portföyünde bulundurduğu varlıkları gerçeğe uygun değerleri ile mali tablolarına yansıtan şirketlerin Net Aktif Değerlerinin özkaynaklarına eşit olduğu kabul edilmiştir.

Portföyünde bulundurduğu varlıkları gerçeğe uygun değerleri ile mali tablolarına yansıtmayan şirketlerde ise maliyet yöntemi ile kayıt altına alınmış olan varlık ve yükümlülükler ilgili değerlendirme raporlarına dayanılarak gerçeğe uygun değerlerine çekilerek düzeltilmiş özkaynak değeri (Net Aktif Değer) hesaplanmıştır.

Değerler hesaplanırken şirketlerin 2012/09 dönemi faaliyet raporları ve bağımsız denetim raporları kullanılmıştır. Ekspertiz değerleri şirketlerin en son açıkladıkları değerlerdir.

Portföy Değeri Toplamı; Gayrimenkul ve Gayrimenkule dayalı haklar*, Para ve Sermaye Piyasası Araçları ve İştirakler toplamından oluşmaktadır.

Net Aktif Değer hesaplanırken; Portföy Değeri toplamına diğer aktif ve alacaklar* eklenmiş, toplam kısa ve uzun vadeli yükümlülükler çıkarılmıştır.

*Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar; Gayrimenkul projeleri, binalar, arsa ve araziler ekspertiz değerleri toplamı.

*Diğer Aktifler ve Alacaklar; Aktif toplamından hazır değerler, finansal yatırımlar, stoklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar, satılmaya hazır finansal varlıklar çıkarılarak hesaplanmıştır.

**Değerler hesaplanırken herhangi bir ayıklama ve özel işlem yapılmamıştır. Tüm gyolar için yukarıdaki formül kullanılmıştır.


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

3) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizinde çalışmanın önceki kısımlarında bahsi geçen varsayımlar kullanılmıştır. İNA yönteminin ayrıntıları şu şekildedir;

SERVET GYO Nakit Akımı Varsayımları	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Uç Değer
Toplam Satış Gelirleri	12.212.491 TL	13.366.152 TL	14.710.011 TL	16.393.987 TL	18.411.083 TL	20.270.121 TL	22.131.636 TL	24.422.847 TL	
Konut Satış Gelirleri	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Kira Gelirleri	12.212.491 TL	13.366.152 TL	14.710.011 TL	16.393.987 TL	18.411.083 TL	20.270.121 TL	22.131.636 TL	24.422.847 TL	
Satışların Maliyeti	1.749.430 TL	1.908.344 TL	2.086.489 TL	2.291.913 TL	2.561.895 TL	2.806.594 TL	3.057.508 TL	3.370.441 TL	
Bünet Kira	10.463.061 TL	11.457.808 TL	12.623.522 TL	14.102.074 TL	15.849.188 TL	17.463.527 TL	19.074.128 TL	21.052.405 TL	
Faaliyet Giderleri	1.768.369 TL	1.935.419 TL	2.130.010 TL	2.373.849 TL	2.665.925 TL	2.935.113 TL	3.204.661 TL	3.536.428 TL	
Özsermaye Maliyeti	8.694.690 TL	9.571.889 TL	10.493.514 TL	11.728.224 TL	13.182.264 TL	14.758.417 TL	16.469.462 TL	17.915.972 TL	
Vergi Ödemesi (Kurumlar Vergisi %0)	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Amortisman Gideri	9.770 TL	10.693 TL	11.768 TL	13.115 TL	14.729 TL	16.216 TL	17.705 TL	19.538 TL	
Yatırım Tutarı	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
İşletme Sermayesi Değişimi	-55.682 TL	-206.577 TL	-241.971 TL	-306.626 TL	-362.695 TL	-335.065 TL	-334.383 TL	-410.782 TL	
Net Nakit Akımı	8.648.781 TL	9.326.505 TL	10.263.310 TL	11.434.714 TL	12.835.297 TL	14.209.563 TL	15.552.790 TL	17.124.733 TL	274.777.089 TL
Nakit Akımı Büyüme Oranı		7,8%	10,0%	11,4%	12,2%	10,7%	9,5%	10,1%	5,5%
AOSM (TL)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı	7.715.726	7.422.714	7.287.074	7.242.907	7.252.963	7.163.284	6.994.980	6.870.669	110.385.121
Firma Değeri (TL)	168.335.038 TL								
Finansal Yatırımlar (SNGYO %3,64)	29.545.961 TL								
İlişkili Taraflardan Alacaklar	1.016.618 TL								
Finansal Borç	18.577.669 TL								
Nakit Varlıklar	746.868 TL								
Piyasa Değeri	181.066.816 TL								
Uç Değer/Toplam Değer	61,9%								

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%

Yapılan çalışmalar sonrasında şirketin tahmini piyasa değeri 181 Mn TL olarak belirlenmiştir. Değerleme sırasında 2013-2020 arasında iskonto oranı %12,09, uç değer büyüme oranı ise %5,5 olarak kabul edilmiştir.

E) DEĞERLEME SONUCU

Nihai değere ulaşılırken her yöntemle farklı ağırlıklar verilmiştir. Net Aktif Değer yaklaşımına %40 ağırlık verilirken diğer iki yöntemle %30 oranında ağırlık verilmiştir.

Tabloda ayrıntıları görülen değerlendirme çalışması sonrasında şirket için halka arz piyasa değeri 136,3 Mn TL olarak belirlenmiştir. Nihai Piyasa Değeri 181,7 Mn TL olarak belirlenmiş ve bu değer üzerinden %25 halka arz iskontosu uygulanmıştır. İskontolu piyasa değeri şirketin halka arz öncesi Net aktif değerinden %26,7 oranında iskontolu görünmektedir.

SERVET GYO Değerleme - Metodoloji	Ağırlık	Piyasa Değeri
İNA Yöntemi	30,0%	54.320.045
Net Aktif Değer	40,0%	74.344.843
Çarpan Yöntemi	30,0%	53.155.515
Nihai Piyasa Değeri		181.820.403
Hisse Başı Fiyat (TL)		3,64
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)		50.000.000
İskontolu Halka Arz Piyasa Değeri		136.365.302
Piyasa Değerine Göre İskonto Oranı		25,00%
İskontolu Hisse Başı Fiyat (TL)		2,73
Net Aktif Değer (TL)		185.862.107
Net Aktif Değere Göre İskonto Oranı		-26,63%
Net Borç (TL)		-12.984.646
Nakit Varlıklar		746.868
Finansal Yatırımlar		30.815.447
Finansal Borçlar		18.577.669
Sermaye Artırımı		2.000.000
Halka Arz Fiyatı Üzerinden Para Girişi		5.460.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri		141.825.302
Halka Arz Sonrası Net Nakit		18.444.646
Ortak Satışı		11.000.000
Halka Arz Ortak Satışından Sağlanan Nakit		30.030.000

Şirketin hisse başına halka arz fiyatı %25 iskonto oranı sonrasında 2,73 TL olarak belirlenmiştir.


BMD
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Burada 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.


BİMİD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.