

## Şirket Hakkında

Servet GYO perakende, endüstriyel ve ofis kullanım amaçlı gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak üzere kurulmuş bir yatırım ortaklığıdır. Sinpaş grubu 2009 yılı içerisinde yeni bir yapılandırmaya giderek, ticari gayrimenkul portföyünün idaresine ve projelerinin geliştirilmesine yönelik faaliyetlerini Servet GYO çatısı altında yürütmeye başlamıştır. Servet GYO'nun portföyünde dört adet kira geliri elde ettiği ticari gayrimenkul bulunmaktadır.

Servet GYO'nun konsolide satış gelirleri 2011 ve 2012 dönemleri itibariyle sırası ile 11 milyon ve 90 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2012 yılı gelirinin 12,7 milyon TL'si kira gelirlerinden, 77,5 milyon TL'lik kısmı ise arsa ve proje satışlarından elde edilmiştir.

2012 yılında, ticari gayrimenkul kira gelirleri %100'lük pay ile şirketin tek gelir kalemidir. Servet GYO'nun FAVÖK yapısını ise Deposit Outlet, Çelik & Özer İş Merkezi, Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi ve Çelik & Törün Endüstri Merkezi gayrimenkulleri kira gelirlerinin tamamı ve Sinpaş GYO hisse senedinden alınan temettü gelirleri oluşturmaktadır.

Servet GYO'nun 2012 yılı için kira verimini %6.8 olarak hesaplıyoruz. 2008 krizi öncesi sektör kira verimi ortalamasının %10 olduğunu düşünürsek, Servet GYO kira gelirlerinin 2013 senesinde %5 oranında artacağını tahmin etmekteyiz.

2013 yılında, gayrimenkul sektöründe yenilenen KDV sisteminin etkisiyle konut fiyatları ve üst seviye projelerin yer aldığı şehir merkezlerinde fiyat artışı yaşanacağı gözükmektedir. Ancak Servet GYO'nun gelir yapısı gayrimenkul satış gelirinden ziyade kira olduğu için operasyonel gelir bazında önemli bir etki yapmayacağını öngörmekteyiz.

### Sinpaş GYO temettü şirketin önemli gelir kaynaklarından biri.

Sinpaş Grup çatısı altında iştiraklerine devam eden Servet GYO'nun temettü dağıtım hakkından yararlanması finansal gelirlerine önemli etki yapmaktadır. Sinpaş hisse senedinden alınan senelik 12,6 milyon TL temettü şirketin önemli bir gelir kaynağı olmaya devam edecektir.

### Halka Arz Bilgileri (milyon)

Tahmini Piyasa Değeri	181,72 TL
Halka Arz İskontosu	25.0%
Tahmini İskontolu Piyasa Değeri	136,29 TL
Hisse Senedi Birim Fiyatı	2,73 TL
Sermaye Artırımı	2,00 TL
Sermaye Artırımında Gelir	5,45 TL
Ortak Satışı	11,00 TL
Ortak Satışı Tutarı	29,98 TL
Halka Arz Büyüklüğü	35,43 TL
Net Aktif Değer	185,86 TL
Net Aktif Değer İskontosu	26.7%
Halka Arz Öncesi PD/DD	0.73x
Halka Arz Sonrası PD/DD	0.74x

Kaynak: Bizim MD

### Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Hissedar	Öncesi	Sonrası
Ami Çelik	53.44%	37.50%
Sinpaş Yapı A.Ş.	4.15%	0.00%
Ayşe Sibel Çelik	16.70%	15.00%
Ömer Faruk Çelik	5.02%	3.75%
Ahmet Çelik	4.82%	3.75%
Nuran Çelik	3.92%	3.75%
Şenay Çelik	4.12%	3.75%
Berrin Çelik Ercivelek	7.83%	7.50%
Halka Açık	0.00%	25.00%
<b>Toplam</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

Kaynak: Bizim MD

### Şirket Portföyü Sahiplik Oranı ve Kiralanabilir Alan

	Sahiplik Oranı	Kiralanabilir Alan (m <sup>2</sup> )	
		Toplam	Şirkete Ait
Deposit Outlet ve Depo Merkezi	100%	63,834	63,834
Çelik & Özer İş Merkezi	57%	13,553	7,725
Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi	76%	8,430	6,407
Çelik & Törün Endüstri Merkezi	60%	20,585	12,351
		<b>106,400</b>	<b>90,300</b>

Kaynak: Servet GYO Finansal Raporlar

## Projeler Hakkında

2012 yılı başında gerçekleşen bölünmenin etkisiyle, 2011 ve 2012 yılları bilançoları arasında, borç yükümlülükleri ve finansal gelirler kalemlerinde önemli farklılıklar meydana gelmiştir. Servet GYO 2012 yılı Ekim ayında %39 Sinpaş GYO hissesini, Çelik Yenil İş Merkezini (Değer: 7,2 milyon TL), İş Modern Projesinin 2. Etap alacak ve borçlarını (Değer: 20 milyon TL) ve 103 milyon TL tutarında banka kredisi borcunu Sinpaş Yapı'ya devretmiştir. Ancak bu devir sonrası SPK tarafından Halka arz başvurusu kabul edilmiştir.

Bölünme öncesi 304,1 milyon TL olan şirket sermayesi bölünme sonrası 246,9 milyon TL'ye inmiştir. Sermaye düzeltmesi olumsuz farkları hesabında negatif bir değer olarak yer alan 246,9 milyon TL'nin de düşmesiyle, sermaye mevcut 50 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

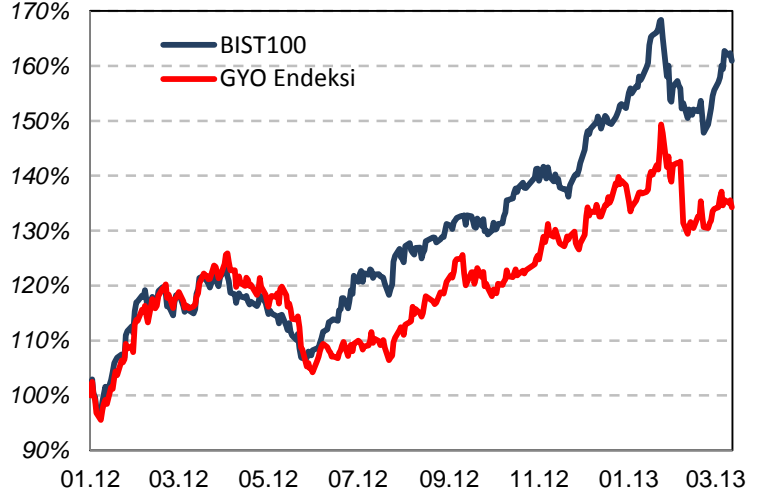
**Servet GYO gelirlerini artırmak için ticari gayrimenkul projelerine ihtiyaç duymaktadır.**

Servet GYO'nun portföyündeki dört adet kira geliri elde ettiği ticari gayrimenkul ve Sinpaş GYO'dan aldığı %3.64 oranında temettü geliri dışında satış gelirlerine etki yapacak gayrimenkul projeleri bulunmamaktadır. Bu yüzden operasyonel gelirlerinde zayıf görünümün devam edeceğini tahmin etmekteyiz.

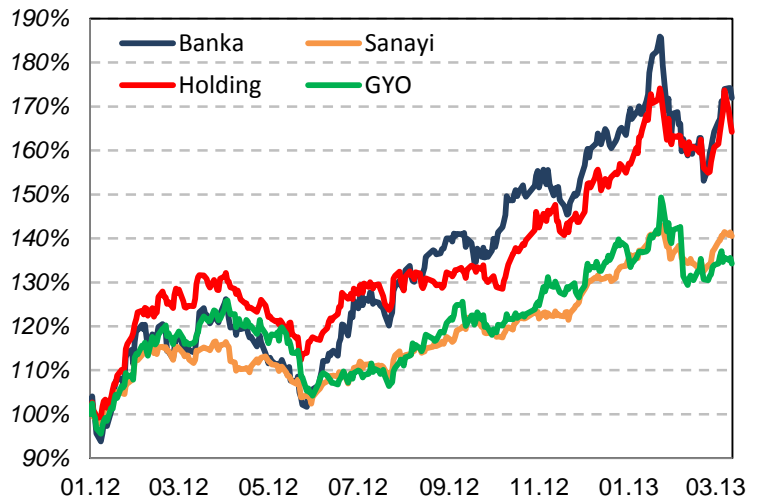
Şirket mevcut ticari gayrimenkullerinin yanında ofis projelerine de yatırım yapmayı planladığını açıklamıştır.

Sinpaş Yapı'dan 21 milyon TL bedelle aldığı arsa üzerine %50 - %50 kat karşılığında bir ofis projesi geliştirmeyi hedeflemektedir. Arsa üzerinde yaklaşık 22.000 m<sup>2</sup> kapalı ve 15.000 m<sup>2</sup> kiralanabilir alana sahip bir ofis binası inşa edilmesi planlanmaktadır. Servet GYO'nun bu projeden 2,4 milyon TL kira geliri beklemesine karşın henüz proje onaylanmadığından rakamlara bir etkisi olmasını 2013 senesinde beklemiyoruz.

**2012 başından itibaren; BIST100 yatırımcısına %61.5 getiri sağlarken, GYO endeksi %33.4 getiri sağlamıştır.**



**2012 başından itibaren BORSA İstanbul Sektör Endeksleri Karşılaştırması: Banka > Holding > Sanayi > GYO**



Kaynak: Reuters, HLY Araştırma

## Şirket Portföyü, Halka Arz Bilgisi ve Yatırım Tavsiyesi

Ekonomik kriz dönemlerinde, gayrimenkul sektöründe yaşananlara baktığımızda; fiyatlardaki artışların durağanlaşırken, düşük talep sonucu satışların da düştüğü gözlenmektedir. Türkiye’de 2013 senesinde sektörün artan inşaat maliyetlerini fiyatlara yansıtması, ticari gayrimenkul portföyüne sahip şirketlerin gelirlerine olumsuz etki yapabilir. Bu yüzden Servet GYO’nun riskli bir ticari gayrimenkul portföyüne sahip olduğunu düşünmekteyiz.

### Şirket Portföyündeki Gayrimenkuller

#### Deposite Outlet ve Depo Merkezi

İkitelli İlçesinde bulunan ve tamamı şirkete ait olan binanın toplam kiralanan alanı 63.834 m<sup>2</sup> dir. Alışveriş merkezi ve depo olmak üzere 2 ayrı bölümden oluşan binanın 2012 yılı itibarıyla AVM doluluk oranı %87, depo doluluk oranı ise %100’dür.

#### Çelik & Törün Endüstri Merkezi

Çelik Törün Endüstri Merkezi’nin toplam 20.585 m<sup>2</sup> kiralanan alanın %60’ı şirkete aittir. Bina doluluk oranı %100’dür.

#### Çelik & Özer İş Merkezi

Kağıthane İlçesinde bulunan binanın toplam 13.553 m<sup>2</sup> kiralanan alanın %57’i şirkete aittir. Bina doluluk oranı %89’dur.

#### Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi

Sancaktepe İlçesi’nde yer alan Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi’nin 8,430 m<sup>2</sup> kiralanan alanının hepsi Servet GYO’ya aittir.

### Halka Arz Bilgisi

Halka arz büyüklüğü, mevcut ortaklar 11 milyon TL hisse satışı ve 2 milyon TL sermaye artırımını ile toplam 13 milyon TL nominal değerde gerçekleşecektir. Halka arzda hisselerin %20’si yurt içi kurumsal, %80’ni yurtiçi bireysel yatırımcılara satılması planlanmaktadır. Şirket yönetimi halka arzdan elde edilecek gelirin, yeni projelere yönlendirmeyi planlanmaktadır.

### SONUÇ

*Halka Arz Fiyat tespitinde arza aracılık yapan kurum değerlendirme yöntemlerinden Net Aktif Değer yöntemine %40, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine %30’ar ağırlık vererek nihai piyasa değeri 181,820,403 TL olarak hesaplamıştır.*

*Piyasa değerine göre %25 iskontolu halka arz fiyatı 2,73 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı 0,73 ile GYO sektörüne göre relatif ucuz gözükmektedir. Fakat borsa kapanış fiyatı 1,41 TL’den hesaplanan Sinpaş GYO (SNGYO) hisseleri şirketin Net Aktif Büyüklüğü’nün %16’sını oluşturmaktadır. Net Aktif Değer yöntemine göre yapılan hesaplamada, riskli yatırım aracı olarak sınıflandırılan hisse senetlerinin kullanılmasının fiyat üzerinde ek risk yarattığı düşünülmektedir. SNGYO hisse senedi hariç Net Aktif Değer yöntemine göre bulunan büyüklük üzerinden iskonto oranını %12 olarak hesaplıyoruz. Ayrıca İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde iskonto oranı USD cinsinden hesaplanıp, Risksiz Getiri Oranı olarak 30 Yıllık Amerikan Tahvil faiz oranı %2.5 kabul edildiğinde, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %12.1 değeriyle düşük riskli gözükmektedir. Şirketin iskonto oranının daha yüksek olması gerektiğini düşünüyoruz.*

*Halka arzdan sonra Şirketin Sinpaş Grubu ile içinde bulunduğu borç yapılandırması ve organik ilişkisi devam edecektir. Şirketin kira verimi sektöre göre düşük seyretmektedir. Yeni onaylanmış proje olmadığından Şirketi sadece 4 ticari bina geliri ile değerlendiriyoruz. Şirket sektör ortalaması üzerinde, net aktif büyüklüğü üzerinden %26.6 iskontosunu ile halka arz edilmektedir (EKGYO ve VKGYO dışında sektör %38 iskonto oranı ile işlem görmektedir.) Benzer şirketler ve taşıdığı potansiyel değerlendirildiğinde ucuz bulmadığımız Servet GYO için yatırımcıların karar verirken bu noktaları da değerlendirmelerini tavsiye ediyoruz.*

**ÇEKİNCE:** 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar sayfa ziyaretçilerini bilgilendirme niteliği taşımaktadır. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.

**Şirket Finansalları – Bilanço**
**Şirket Finansalları – Bilanço**

(TL)	31.12.2012	31.12.2011
<b>Varlıklar</b>		
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>33,843,525</b>	<b>88,409,443</b>
Nakit ve nakit benzerleri	746,868	795,235
Finansal yatırımlar	30,815,447	-
<b>Ticari alacaklar</b>	<b>993,997</b>	<b>35,751,025</b>
<b>Diğer alacaklar</b>	<b>1,053,293</b>	<b>48,737</b>
Stoklar	-	21,050,526
<b>Diğer dönen varlıklar</b>	<b>233,920</b>	<b>30,763,920</b>
<b>Duran varlıklar</b>	<b>171,376,220</b>	<b>667,914,738</b>
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	0
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>205,219,745</b>	<b>756,324,181</b>
<b>Yükümlülükler</b>		
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>8,206,366</b>	<b>258,912,850</b>
Finansal borçlar	7,547,954	69,498,071
Ticari borçlar	291,582	3,369,802
Diğer borçlar	253,290	185,926,664
Çalışanlara sağlanan faydalar	78,018	74,767
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	35,522	43,546
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>11,151,272</b>	<b>104,894,189</b>
Finansal borçlar	11,029,715	104,750,821
Ticari borçlar	0	0
Diğer borçlar	110,060	135,618
Çalışanlara sağlanan faydalar	11,497	7,750
<b>Özkaynaklar</b>	<b>185,862,107</b>	<b>392,517,142</b>
Ödenmiş sermaye	50,000,000	304,148,493
Birleşmeye ilişkin ilave özsermaye katkısı	0	(246,948,493)
Geçmiş yıl karları/(zararları)	40,094,830	341,156,820
Net dönem karı/(zararı)	95,767,277	(5,839,678)
<b>Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar</b>	<b>205,219,745</b>	<b>756,324,181</b>

## Şirket Finansalları – Gelir Tablosu

### Şirket Finansalları – Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2012	31.12.2011
Satış gelirleri	90,031,792	11,001,447
Satışların maliyeti	(20,224,916)	(1,962,742)
<b>Brüt kar</b>	<b>69,806,876</b>	<b>9,038,705</b>
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)
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı/(zararı)</b>	<b>74,064,973</b>	<b>17,268,797</b>
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen Yatırımlardaki kar/(zarar)	-	10,167,312
Finansal gelirler	34,476,944	897,126
Finansal giderler (-)	(12,774,640)	(34,172,913)
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar/(zarar)</b>	<b>95,767,277</b>	<b>(5,839,678)</b>
Sürdürülen faaliyet vergi gelir/(gideri)	-	-
<b>Sürdürülen faaliyetler dönem karı/(zararı)</b>	<b>95,767,277</b>	<b>(5,839,678)</b>
Diğer kapsamlı gelir	-	-
<b>Toplam kapsamlı gelir/(gider)</b>	<b>95,767,277</b>	<b>(5,839,678)</b>

Kiralama Verimi (Brüt Ciro)	Şirket Payına Düşen Rayiç Değer	2012 Brüt Kira Geliri	Kiralama Verimi
Deposit Outlet Center	126,000,000	8,082,903	6.42%
Çelik & Özer İş Merkezi	14,949,043	992,027	6.64%
Çelik & Tüzün Lojistik Merkezi	8,780,000	879,818	10.02%
Çelik & Törün İş Merkezi	21,559,277	1,713,749	7.93%
<b>Toplam</b>	<b>171,328,320</b>	<b>11,668,497</b>	<b>6.81%</b>