

FİYAT TESPİT RAPORU

1,00 TL nominal değerli bir payın satış fiyatı aralığı 1,00 TL - 1,30 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitine ilişkin varsayımlar ve fiyat aralığı, konsorsiyum lideri Ak Yatırım tarafından yapılmıştır.

Fiyat tespitinde kullanılan yöntemler

- 1- Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi
- 2- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

1- Net Aktif Değer Yöntemi

Reysaş GYO'nun NAD Yöntemi'ne göre değerlendirme çalışmasında, Şirket'in portföyünde yer alan gayrimenkuller için Standart Gayrimenkul Değerleme Uygulamaları A.Ş. tarafından yapılan ekspertiz çalışmaları esas alınmıştır. Bu çalışmaya göre, Reysaş GYO'nun 16.06.2010 tarihli portföy tablosundaki Net Aktif Değeri toplam **217.707.447 TL** olarak çıkmaktadır. Bu değer, Reysaş GYO'nun toplam 104.500.000 adet olan hisse sayısına bölüldüğünde, hisse başına **2,08 TL** tutarında bir değere ulaşmaktadır.

Gayrimenkulün Özellikleri (Yeri ve Cinsi)	Alan (metrekare)		Portföy Değeri (TL)
	Arsa	Kapalı	
Adana Seyhan Depo	29.048,00	3.540,00	17.410.000
Adana Sarıçam Depo	23.095,00	10.184,00	7.750.000
Ankara Kazan Depo	16.939,00	10.452,00	7.730.000
Düzce Merkez Arsa	14.070,00		705.000
Düzce Merkez Arsa	3.780,00		110.000
Düzce Merkez Tarımsal Depo	20.760,00	3.134,00	3.030.000
Düzce Akçakoca Tarımsal Depo	18.077,53	3.168,00	3.070.000
Bursa Nilüfer Depo	25.961,23	24.937,00	27.430.000
Giresun Tirebolu Tarımsal Depo	15.860,00	3.130,00	3.030.000
Giresun Bulancak Tarımsal Depo	15.699,38	5.992,00	6.070.000
İstanbul Sancaktepe Merkez ve Depo	18.316,57	11.229,00	16.850.000
İstanbul Tuzla Orhanlı Depo	14.134,00	18.576,00	23.200.000
İstanbul Tuzla Orhanlı Depo Yatırımı	25.053,36	36.955,34	16.100.000
İstanbul Arnavutköy Depo	7.352,00	3.962,00	3.960.000
Kocaeli Çayırova Arsa	7.101,00		2.935.000
Kocaeli Çayırova Arsa	5.801,00		1.950.000
Kocaeli Çayırova Arsa	7.037,00		2.330.000
Kocaeli Çayırova Arsa	19.218,00		5.765.000
Kocaeli Çayırova Depo	15.170,00	18.200,00	17.290.000
Kocaeli Çayırova Depo	18.441,00	33.089,00	31.435.000
Ordu Merkez Tarımsal Depo	16.369,00	4.688,00	4.475.000
Ordu Ünye Tarımsal Depo	21.497,70	7.320,00	6.800.000
Sakarya Arifiye Tarımsal Depo	10.326,55	1.620,00	2.480.000
Sakarya Karasu Tarımsal Depo	14.040,00	4.577,00	4.455.000
Samsun Terme Tarımsal Depo	16.390,00	3.168,00	3.730.000
Samsun Carşamba Tarımsal Depo	21.097,23	4.492,00	4.450.000
Trabzon Arsin Tarımsal Depo	9.650,35	3.080,19	2.930.000
GAYRİMENKULLER TOPLAMI	430.284,90	215.493,53	227.470.000
Hazır Değerler			1.212
Alacaklar			21.226.116
Diğer Aktifler			1.423.652
Borçlar			32.413.533
NET AKTİF DEĞERİ			217.707.447
Hisse Adedi			104.500.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞERİ (TL)			2,08

2- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA yöntemi kapsamında, Reysaş GYO'nun yaratacağı nakit akımları projekte edilmiş ve bu nakit akımları sayesinde oluşturacağı değer tespit edilmiştir. Bu değer hesaplanmasında, her yıla ait nakit akışı, o yıla ait indirgeme oranıyla günümüze getirilmiş ve Şirket'in mevcut borçluluğu da hesaba katılarak hedef piyasa değeri bulunmuştur.

Reysaş GYO'nun 16.06.2010 tarihli Portföy Tablosu esas alındığı için 2010 yılının Haziran-Aralık dönemindeki nakit akışları, İNA kapsamında değerlendirilmiştir. Söz konusu döneme ilişkin gelirler, aşağıda yer alan tablolarda "7A2010" ibaresiyle gösterilmektedir.

Reysaş GYO'nun sahibi olduğu 20 adet deponun 2'si CarrefourSA'ya ve 18'i Reysaş Lojistik'e kiralanmıştır. Bunlar haricinde Reysaş GYO'nun bir adet inşa halinde deposu ve 6 adet arsası bulunmakta olup, arsalardan 1 adedi için de kat karşılığı konut inşaat sözleşmesi imzalanmıştır. Reysaş GYO'nun mevcut depolarından ve yatırım programında bulunan projelerinden elde edeceği öngörülen kira ve kat karşılığı inşaat sözleşmesi ile elde edeceği konutlardan satış gelirleri aşağıdaki tabloda belirtilmektedir.

Tablo: Reysaş GYO'nun Gelir Projeksiyonları

Gelirler (ABD\$)	7A2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Mevcut Depoların Kira Geliri	7.204.755	12.807.623	13.176.120	13.555.200	13.961.857	14.380.712
Mevcut Projelerin Kira Geliri	0	3.903.464	5.931.500	6.109.445	6.292.728	6.481.510
TOPLAM KİRA GELİRLERİ	7.204.755	16.711.087	19.107.620	19.664.645	20.254.584	20.862.222
KONUT SATIŞ GELİRLERİ	0	3.600.000	4.200.000	0	0	0
TOPLAM GELİRLER	7.204.755	20.311.087	23.307.620	19.664.645	20.254.584	20.862.222

Gelirler (ABD\$)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Mevcut Depoların Kira Geliri	14.812.134	15.256.498	15.714.193	16.468.325	17.142.475
Mevcut Projelerin Kira Geliri	6.675.955	6.876.234	7.082.521	7.444.541	7.826.394
TOPLAM GELİRLER	21.488.089	22.132.731	22.796.713	23.912.866	24.968.869

Reysaş GYO'nun projeksiyon dönemi boyunca kaydetmesi beklenen giderler, aşağıdaki özetlenmektedir. Sigorta ve Emlak Vergisi Giderleri'nin Reysaş GYO'nun elde edeceği kira gelirlerinin %3'ü oranında ve Bakım ve Onarım Giderleri'nin Reysaş GYO'nun elde edeceği kira gelirlerinin %5'i oranında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Bunlar haricinde, Reysaş GYO'nun personel giderlerini de içeren genel yönetim giderleri projekte edilmiştir. Buna göre, Reysaş GYO'nun amortisman ve kıdem tazminatı karşılıkları haricindeki giderlerine ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki şekilde oluşmaktadır.

Tablo: Reysaş GYO'nun Gider Projeksiyonları

(ABD\$)	7A2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Sigorta ve Vergi	216.143	501.333	573.229	589.939	607.638	625.867
Bakım-Onarım	360.238	835.554	955.381	983.232	1.012.729	1.043.111
Genel Yönetim	329.000	580.920	598.348	616.298	634.787	653.831
TOPLAM GİDER	905.380	1.917.807	2.126.957	2.189.470	2.255.154	2.322.808

(ABDS)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Sigorta ve Vergi	644.643	663.982	683.901	717.386	749.066
Bakım-Onarım	1.074.404	1.106.637	1.139.836	1.195.643	1.248.443
Genel Yönetim	673.445	693.649	714.458	735.892	757.969
TOPLAM GİDER	2.392.493	2.464.267	2.538.195	2.648.921	2.755.478

Söz konusu gelir ve gider projeksiyonları doğrultusunda, Reysaş GYO'nun Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kar ("VAFÖK") projeksiyonları da aşağıdaki şekilde oluşmaktadır.

Tablo: Reysaş GYO'nun VAFÖK Projeksiyonları

(ABDS)	7A2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Gelirler	7.204.755	20.311.087	23.307.620	19.664.645	20.254.584	20.862.222
Nakit Giderler	905.380	1.917.807	2.126.957	2.189.470	2.255.154	2.322.808
VAFÖK	6.299.374	18.393.280	21.180.663	17.475.175	17.999.431	18.539.414

(ABDS)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Gelirler	21.488.089	22.132.731	22.796.713	23.912.866	24.968.869
Nakit Giderler	2.392.493	2.464.267	2.538.195	2.648.921	2.755.478
VAFÖK	19.095.596	19.668.464	20.258.518	21.263.944	22.213.390

Gelirleri düzenli kira gelirinden oluşan Reysaş GYO için Net İşletme Sermayesi ihtiyacının sıfır olacağı öngörülmüştür. Şirket, Kurumlar Vergisi'nden de muaf olduğu için VAFÖK projeksiyonlarından Yatırım Harcaması projeksiyonları düşülerek Serbest Nakit Akımı ("SNA") kalemine ulaşılmaktadır.

Tablo: Reysaş GYO'nun Serbest Nakit Akımı Projeksiyonları

(ABDS)	7A2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
VAFÖK	6.299.374	18.393.280	21.180.663	17.475.175	17.999.431
Yatırım Harcaması	19.803.698	8.899.790	0	0	0
SNA	-13.504.324	9.493.490	21.180.663	17.475.175	17.999.431

(ABDS)	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
VAFÖK	18.539.414	19.095.596	19.668.464	20.258.518	21.263.944	22.213.390
Yatırım Harcaması	0	0	0	0	0	0
SNA	18.539.414	19.095.596	19.668.464	20.258.518	21.263.944	22.213.390

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

- a) Küresel Risksiz Faiz Oranı (30 yıllık ABD): %4,08
b) Türkiye Eurobond Faiz Oranı (2036 vadeli): %6,86
c) Türkiye'nin Ülke Riski (= a - b): %2,78
d) Türkiye Hisse Senedi Piyasası Risk Primi Çarpanı: 2,50
e) Türkiye Hisse Senedi Piyasasının Riski (= c x d): %6,95
f) Reysaş GYO'nun Betası: 1,00
g) Reysaş GYO Hisse Senedinin Riski (= e x f): %6,95
h) Reysaş GYO'nun Özsermaye Maliyeti (= a + g): %11,03

Reysaş GYO'nun herhangi bir finansal borcu olmadığından, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") de Özsermaye Maliyeti ile aynı seviyede oluşmaktadır.

Yukarıda hesaplanan AOSM kullanılarak, 7A2010 ve sonraki yıllar için Fiyat Tespit Raporu'nun tarihi olan 16.06.2010 itibariyle iskonto oranları hesaplanmıştır. Tüm SNA'ların ilgili dönemin ortasında olduğu varsayılmış ve her dönemin ortasından günümüze dek oluşan iskonto oranları hesaplanmaktadır. Her yıl oluşan SNA'nın o yıla ilişkin iskonto oranına bölünmesiyle de İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") kalemine ulaşılmaktadır. Söz konusu hesaplama, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Reysaş GYO'nun SNA ve İNA Projeksiyonları

(ABD\$)	7A2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
SNA	-13.504.324	9.493.490	21.180.663	17.475.175	17.999.431	18.539.414
İskonto Oranı	1,0264	1,1151	1,2381	1,3746	1,5263	1,6946
İNA	-13.156.606	8.513.696	17.107.693	12.712.563	11.793.155	10.940.241

(ABD\$)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
SNA	19.095.596	19.668.464	20.258.518	21.263.944	22.213.390
İskonto Oranı	1,8815	2,0891	2,3195	2,5753	2,8594
İNA	10.149.012	9.415.007	8.734.087	8.256.830	7.768.623

Yukarıdaki tabloda yer alan İNA'ların toplamları, **92.234.301 ABD\$** seviyesinde oluşmaktadır.

Uç Değerin Bugünkü Değerinin Hesaplanması

Her ne kadar Reysaş GYO'nun gayrimenkullerinin uzun vadede sağlayacağı değer artışının Türkiye ekonomisi için beklenen uzun vadeli büyüme oranlarından daha yüksek olacağını varsaymak makul olsa da projeksiyonlarda muhafazakar olmak adına %2,5 oranında bir uç değer büyüme oranı varsayılmıştır.

- a) Uç Değer Büyüme Oranı: %2,50
b) AOSM: %11,03
c) 2020 Yılındaki SNA: 22.213.390 ABD\$
d) Uç Değer (= $c \times (1+a) / (b - a)$): 266.925.266 ABD\$
e) 2020 yılına ilişkin iskonto oranı: 2,8594
f) Uç Değerin Bugünkü Değeri (= d / e): **93.350.978 ABD\$**

Böylece, Reysaş GYO'nun operasyonel değeri, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamı olan 92.234.301 ABD\$ ile Şirket'in projeksiyon dönemi sonrasında yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değeri olan 93.350.978 ABD\$ toplanarak **185.585.280 ABD\$** seviyesinde bulunmaktadır. Bu değerden Reysaş GYO'nun alacakları ve borçları düşüldüğünde de Şirket'in özsermaye değeri bulunmaktadır.

- a) Projekte Edilen Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri: 185.585.280 ABD\$
b) Arsa Alımlarından Ötörü Borç (16.06.2010): 20.649.508 ABD\$
c) Kira Gelirlerinden ve Arsa Satışından Ötörü Alacak (16.06.2010): 13.522.403 ABD\$
d) Reysaş GYO'nun Nakit Pozisyonu (16.06.2010): 772 ABD\$
e) Reysaş GYO'nun KDV Alacağı (16.06.2010): 906.958 ABD\$
e) Reysaş GYO'nun Özsermaye Değeri (= $a - b + c + d$): **179.365.905 ABD\$**

Böylece, Reysaş GYO'nun 16.06.2010 itibariyle özsermaye değeri, 179.365.905 ABD\$ olarak hesaplanmaktadır. 16.06.2010 gününe dair TCMB TL/ABD\$ döviz alış kuru olan 1,5697 TL/ABD\$ kullanılarak, Reysaş GYO'nun özsermaye değeri **281.550.661 TL** olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in toplam 104.500.000 adet hissesi olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Şirket'in hisse başına özsermaye değeri de **2,69 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç

Reysaş GYO için kullanılan değerlendirme yöntemlerinden Net Aktif Değer yönteminin sonucunda **217.707.447 TL** (hisse başına **2,08 TL**) ve İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin sonucunda **281.550.661 TL** (hisse başına **2,69 TL**) tutarında hisse başına değere ulaşılmaktadır. Bu değerlerin ortalamasını alarak Reysaş GYO için değerlendirme sonucu **249.629.054 TL** (hisse başına **2,39 TL**) olarak tespit edilmektedir.

Öte yandan, İMKB’de işlem görmekte olan GYO’lara bakıldığında, yüksek bir iskonto ile işlem gördükleri tespit edilmektedir. GYO’ların mevcut ortalama iskontosu %20 ve Y&Y GYO haricindeki GYO’ların mevcut iskontosu da %33 seviyesindedir.

Tablo: İMKB’de İşlem Gören GYO’ların İskonto Oranları

Şirket (TL)	Hisse Fiyatı (15 Haziran 2010)	N.A.D.’ne göre Hisse Değeri (31 Mart 2010)	İskonto (Prim) Oranı
Akmerkez GYO	45,75	57,73	21%
Alarko GYO	15,60	23,99	35%
Atakule GYO	1,21	2,23	46%
Doğuş-GE GYO	1,15	1,81	36%
EGS GYO	0,38	0,43	12%
İş GYO	1,63	2,76	41%
Nurol GYO	3,20	5,82	45%
Özderici GYO	1,71	2,25	24%
Pera GYO	0,63	1,05	40%
Sağlam GYO	0,81	1,28	37%
Sinpaş GYO	2,19	2,75	20%
TSKB GYO	0,93	1,46	36%
Vakıf GYO	3,40	4,91	31%
Y&Y GYO	4,08	1,56	-161%
Yapı Kredi Koray GYO	1,74	2,76	37%
Ortalama (Y&Y GYO hariç)			33%
Ortalama			20%

Reysaş GYO’nun 1,00 TL - 1,30 TL olarak belirlenen fiyat aralığı ile sermaye artırımını nedeniyle ihraç edeceği 65.500.000 adet hisselerin satışıyla, Şirket’e 65.500.000 TL - 85.150.000 TL aralığında bir nakit girişi sağlanacaktır. Bu durumda, halka arz sonrasında Şirket’in değerlemesi de **315.129.054 TL - 334.779.054 TL** aralığına ulaşmaktadır. Halka arz sonrasında Reysaş GYO’nun çıkarılmış hisse adedi 170.000.000 seviyesine ulaşacağından, halka arz sonrasındaki hisse başına değer de **1,85 TL - 1,97 TL** aralığına denk gelmektedir.

Bu durumda, Reysaş GYO için tespit edilen fiyat aralığının tabanı olan 1,00 TL için iskonto oranı %46 ve fiyat aralığının tavanı olan 1,30 TL için iskonto oranı %34 seviyesinde oluşmaktadır. Her iki iskonto oranı da İMKB’de işlem görmekte olan GYO’ların mevcut iskonto seviyesi olan %20’den ve Y&Y GYO haricindeki GYO’ların ortalama iskontosu olan %33’ten daha yüksektir.