

# MİSTRAL GYO

## Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Ocak 2017

İř YATIRIM



## İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi .....	5
3	Finansal Durum.....	7
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi .....	9
5	Görüş .....	10

**Önemli Not:**

*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Mistral GYO", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

**Tablo 1** Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	39.000.000 TL
<b>Sermaye Artırımı</b>	-
<b>Ortak Satışı (Nominal)</b>	9.750.000 TL
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%25
<b>Ek Satış</b>	-
<b>Aracı Kurum</b>	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (lider), Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. (eşlider)
<b>Halka Arz Satış Yöntemi</b>	Sabit Fiyatla Talep Toplama
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	1 yıl boyunca satmama taahhüdü
<b>Fiyat İstikrarı</b>	Planlanmaktadır
<b>Halka Arz Teşvikleri*</b>	%100 Geri Alım Garantisi
<b>Halka Arz Tarihi</b>	12-13 Ocak 2017
<b>Tahsisat</b>	%30 Yurtiçi Kurumsal; %70 Yurtiçi Bireysel Yatırımcı
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	5,50 TL

*Kaynak: TSKB*

\*Halka arzda pay alan yatırımcılar 3 ay (90 gün) sonunda talep etmeleri durumunda 5,68 TL pay başına fiyattan paylarını geri verebileceklerdir.

- 2017-2018 yılları arasında %70, ilerleyen yıllarda ise %50'nin üzerinde kar dağıtımına karar verilmiştir (nakit dağıtım ile ilgili bir husus belirtilmemiştir).

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

**Tablo 2** Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Arz Öncesi Yapı		Arz Sonrası Yapı	
	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı
Önder Türkkani	12.572.148	32,24%	9.429.111	24,18%
Haydar İnanc	8.623.152	22,11%	6.467.364	16,58%
Novart Gayrimenkul Yat. İnş. San. ve Tic. A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Miray İnşaat Taahüt Tic. ve San. A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	2.730.000	7,00%	2.047.500	5,25%
Lucien Arkas	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Tufan Ünal	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Diğer	3.374.700	8,65%	2.531.025	6,49%
Halka Açık	-	-	9.750.000	25,00%
<b>TOPLAM</b>	<b>39.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>39.000.000</b>	<b>100%</b>

*Kaynak: TSKB*

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Mistral GYO” veya “Şirket”) 2012 yılında Mistral Yapı Gayrimenkul adı altında kurulmuş, Şirket 2016 yılında GYO dönüşümünü tamamlamıştır.

**Tablo 3** Varlıklar Hakkında Özet Bilgi

	Durum	Nitelik	Sahiplik Oranı	Konum	Arsa Büyüklüğü	Ekspertiz Değeri*
Mistral İzmir	Proje	Rezidans, Ofis, Otel, AVM	%100	Konak, İzmir	13.923 m <sup>2</sup> (İnş. Alanı: 117.404 m <sup>2</sup> )	378 mn TL
Mersinli Arsa	Arsa	Planlanıyor	8 Parsel no.lu arsanın 6667/10000 hissesi, 12 no.lu arsanın 2/3 hissesi	Konak, İzmir	8 no’lu par.: 2.268 m <sup>2</sup> 12 no’lu par.: 2.129 m <sup>2</sup>	14 mn TL
Çınarlı Arsa	Arsa	Planlanıyor	%100	Konak, İzmir	5.954 m <sup>2</sup>	30 mn TL

*Kaynak: TSKB*

*\*4 Mayıs 2016 tarihli Ekspertiz Raporlarında yer alan değer.*

### Mistral İzmir Projesi:

- Rezidans Sayısı: 110
- Ofis Sayısı: 153
- Çarşı-Dükkan Sayısı: 38
- Otel Oda Sayısı: 96 (Otel 2013’te Er Yatırım’a satılmıştır ve Four Points by Sheraton markası ile işletilecektir)
- Konut, otel ve ofis bağımsız alanlarının hepsi satışa konu olup, AVM’nin Şirket portföyünde kalması ve kiralama yoluyla sürdürülebilir gelir elde edilmesi hedeflenmektedir.
- Aralık 2016 tarihli şirket verilerine göre tamamlanma oranları ofis ve AVM için %90, rezidans için %95’tir.
- 2017 yılında projenin %100’ünün tamamlanması öngörülmekte ve çarşı binasının lansmanının yapılması hedeflenmektedir.

### Mersinli Arsa

- Söz konusu arsalarda mevcut durumda henüz bir yapı geliştirilmemiş olmakla beraber, gayrimenkul piyasası ve oluşacak talebe göre hem konut, hem de ofis yapılarını barındırması planlanan yeni bir proje geliştirilebilecektir.
- Planlanan Projeler: Rezidans, Ofis.

### Çınarlı Arsa

- Söz konusu taşınmazın üzerinde herhangi bir inşai yapı bulunmamaktadır ve herhangi bir yapı ruhsatı yoktur. Söz konusu arsanın üzerinde yeni projelerin geliştirilmesi planlanmaktadır.
- Planlanan Projeler: Hastane Binası, Ofis.

**Tablo 4** Gayrimenkul Portföyü

Varlık	04.05.2016 Tarihli Eksp. Raporu	Fiyat Tespit Raporu
Mistral İzmir Projesi	378,0	461,3
Çınarlı Arsa	29,8	29,8
Mersinli Arsa	13,8	13,8
<b>TOPLAM</b>	<b>421,5</b>	<b>504,8</b>

*Not: Şirket'in 5 Ocak 2017 tarihinde KAP'ta yayınlanan izahnamesinde 4 Mayıs 2016 tarihli ekspertiz raporları kullanılmış, bu sebeple de Fiyat Tespit Raporu'nda bu değerler baz alınmış, ve bu değerlerin üzerine gerekli düzeltmeler yapılarak portföy değerleri hesaplanmıştır.*

**Tablo 5** Net Aktif Değer Hesaplaması

NAD Kalemi	04.05.2016 Tarihli Eksp. Raporu	Fiyat Tespit Raporu
GM Portföy	421,5	504,8
(+) Nakit	2,6	2,6
(+) Ticari Alacaklar	1,2	1,2
(+) Diğer Aktifler	27,7	27,7
(-) Sipariş Avansları	180,7	180,7
(-) Banka Kredileri	56,3	56,3
(-) Diğer Yükümlülükler	0,7	0,7
(+) Düzeltme		47,5
<b>NAD</b>	<b>215,3</b>	<b>346,2</b>

### 3 Finansal Tablolar

**Tablo 6** Mistral GYO Bilanço

<b>BİLANÇO (mn TL)</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>30.09.2016</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>59,6</b>	<b>127,5</b>	<b>201,2</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,8	1,2	2,6
Ticari Alacaklar	0,0	10,2	1,2
Diğer Alacaklar	0,1	0,0	0,0
Stoklar	43,1	76,6	142,0
Peşin Ödenmiş Giderler	7,6	23,8	27,8
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0,0	0,3	0,3
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	15,4	27,3
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>53,2</b>	<b>99,7</b>	<b>99,7</b>
Finansal Yatırımlar	0,0	0,0	0,0
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	43,2	99,5	99,5
Maddi Duran Varlıklar	0,2	0,1	0,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler	0,0	0,0	0,0
Diğer Duran Varlıklar	9,8	0,0	0,0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>112,8</b>	<b>227,2</b>	<b>300,9</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>56,0</b>	<b>156,7</b>	<b>203,8</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,0	15,1	3,6
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0,0	0,0	18,7
Ticari Borçlar	0,7	0,2	0,3
Diğer Borçlar	0,0	0,0	0,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,0	0,0	0,0
Ertelenmiş Gelirler	55,1	141,1	180,7
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,1	0,2	0,3
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>4,4</b>	<b>8,6</b>	<b>33,9</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,0	3,6	33,9
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	0,0	0,0	0,0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4,4	4,9	0,0
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>52,4</b>	<b>61,9</b>	<b>63,2</b>
Ödenmiş Sermaye	34,0	39,0	39,0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0,2	0,9	0,9
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0,0	0,0	0,0
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	14,4	17,6	22,0
Net Dönem Karı	3,8	4,4	1,3
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>112,8</b>	<b>227,2</b>	<b>300,9</b>

Kaynak: KAP

- Şirket'in toplam varlıkları 31.12.2014 itibarıyla 112,8 milyon TL iken 30.09.2016 itibarıyla 300,9 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- Stoklar kalemi, rezidans, ofis ve otel inşaatı için yapılan toplam yatırım harcamalarını içermektedir.
- Teslimat yapılana kadar geçen süre zarfında satışlara ilişkin tahsilatlar bilançoda Ertelenmiş Gelirler olarak takip edilmektedir.
- 30.09.2016 itibarıyla Net Finansal Borç yaklaşık 54 mn TL seviyesindedir.
- 30.09.2016 itibarıyla toplam finansal borçlar aktiflerin %19'ünü oluştururken, kısa vadeli finansal borçlar toplam finansal borçların %40'ını oluşturmaktadır.

**Tablo 7** Mistral GYO Gelir Tablosu

<b>ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>3Ç 2016</b>
<b>BRÜT KAR/(ZARAR)</b>	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	(0,7)	(0,9)	(1,3)
Pazarlama Giderleri (-)	(0,5)	(0,1)	(0,4)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1,6	7,2	4,3
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(0,1)	(5,1)	(2,7)
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,1)</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4,5	5,2	0,0
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET</b>	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>(0,1)</b>
Finansman Giderleri (-)	(0,0)	(1,3)	(3,5)
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>(3,6)</b>
<b>Vergi Gelir/(Gideri)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>4,9</b>
Dönem Vergi Gideri	(0,2)	(0,0)	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(0,8)	(0,5)	4,9
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>

Kaynak: KAP

#### 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TSKB tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında Mistral GYO A.Ş. paylarının birim fiyat tespitinde;

- Net Aktif Değer (NAD) Analizi
  - Benzer Şirket Çarpanları
  - İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile “Asgari Yatırım Değeri” Analizi
- yöntemleri kullanılarak benzer şirket analizi yapılmıştır.

Belirlenen yöntemlere göre Özsermaye Değeri ve Pay Değeri hesaplaması yapılmış ve Net Aktif Değer Analizi baz alınarak Halka Arz Pay Değeri bulunmuştur.

**Tablo 8** Değerleme

Değerleme Metodolojisi	Özsermaye Değeri (bin TL)	Pay Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)
Net Aktif Değer	346.150	8,87	%100	8,87
Benzer Şirket Çarpanı (PD/NAD)	186.127	4,77	%0	4,77
İnd. Temettü Yöntemi	253.520	6,50	%0	6,50
		<b>Pay Değeri</b>		<b>5,50</b>

*Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu*

Halka arz pay değeri **5,50** TL olarak belirlenmiş olup, belirlenen değer NAD'e göre iskontosu **%38**'dir.

## 5 Görüş

İş Yatırım tarafından TSKB'nin hazırladığı değerlendirme çalışması incelenmiştir. TSKB'nin kullandığı değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Piyasada yatırımcıların kullandığı ve genel kabul gören değerlendirme metodları doğrultusunda, değerlendirme sonucuna ulaşılırken Piyasa Değeri/Net Aktif Değer karşılaştırması yönteminin en çok kabul edilen yöntem olduğu düşünülmektedir.

Piyasa değerine göre en büyük 10 GYO, BİST'te işlem gören GYO'ların toplam piyasa değerinin yaklaşık %85'ini oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu şirketlerin göstergeleri tüm sektör için de geçerli göstergeler olarak kabul edilmektedir. Piyasa değerine göre ilk 10 GYO'nun Net Aktif Değer ve piyasa değerine göre hesaplanan prim/iskonto oranları aşağıdaki gibidir:

**Tablo 9** Prim İskonto Tablosu

TL mn	NAD	Piyasa Değeri	Prim / İskonto
Emlak Konut	19.440	11.286	-%41,9
Torunlar	5.117	1.970	-%61,5
Yeni Gimat	1.767	1.488	-%15,8
İş	3.023	1.292	-%57,3
Doğuş	611	985	%61,3
Saf	1.376	745	-%45,9
Akmerkez	1.546	758	-%51,0
Halk	1.807	727	-%59,8
Akiş	1.161	552	-%52,4
Vakıf	833	486	-%41,7
<b>İlk 10</b>	<b>36.681</b>	<b>20.289</b>	<b>-%44,7</b>

NAD 30.09.2016, Piyasa değerleri 6 Ocak 2017 itibariyledir.

Kaynak: İş Yatırım

Tablodaki GYO'ların birlikte hesaplanan iskonto oranları %45 seviyesinde belirlenmiştir. Bu iskonto oranına göre halka arz fiyatı 4,91 olarak belirlenmektedir. Bununla beraber, bu GYO'lar özellikle büyüklük açısından, ayrıca portföy yapıları ve portföyün ilerleme durumu açısından Mistral GYO ile farklılık göstermektedirler.

TSKB tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda belirlenen halka arz fiyatı ise, **5,50 TL**'dir ve bu fiyatın Net Aktif Değer yöntemi ile belirlendiği ve bu fiyata %38'lik bir iskonto sonrası ulaşıldığı bilgisi verilmiştir. İlgili raporda, diğer yöntemler ile elde edilen sonuçlara da (özellikle şirketin temettü politikası gereği, indirgenmiş temettü yöntemi ile belirlenen belirlenen değere) sıfırdan büyük bir ağırlık verilmesinin faydalı olabileceği değerlendirilmektedir.

**SONUÇ OLARAK;**

Halka arz fiyatı, mevcut halka açık GYO'ların iskonto oranları dikkate alındığında makul bir seviyededir. Bununla beraber, belirlenen fiyatın herhangi bir halka arz iskontosu içermediği görüşüne varılmış, bunun da sebebinin 90 gün sonunda uygulanacak olan geri alım taahhüdü olduğu anlaşılmıştır. Halka arz fiyatı, geri alım taahhüdü ile birlikte değerlendirildiğinde, makul bir seviyededir.