

## Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Değerlendirme ve Analiz Raporu

İşbu rapor, Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin konsorsiyum lideri olarak Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama	12 - 13 Ocak 2017
Halka Arz Fiyatı	5,50 TL (Sabit Fiyat ile Talep Toplama)
Halka Arz Satış Yöntemi	"En İyi Gayret" aracılığı
Halka Açıklık Oranı	%25
Halka Arz Metodu	Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	39.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	39.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar	9.750.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	53.625.000 TL
Tahsisat Oranları	Yurtiçi Bireysel %70 Yurtiçi Kurumsal %30
Halka Arz Fiyat İstikrarı	Halka arz eden pay sahiplerinden Önder Türkkani ve Haydar İnanç'ın halka arz edilecek paylarının toplam 1.950.000 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilecek olan ve toplam 10.750.000 TL'ye karşılık gelen gelirin 30 gün boyunca fiyat istikrarı için kullanılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Ortaklar, sahip oldukları payları, şirket paylarının BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca satmama, taahhüdünde bulunmuşlardır. Şirket ise, paylarının BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdünde bulunmuşlardır.

**Geri Alım Garantisi:**

Halka arzdan pay alan ve payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün boyunca hesaplarında tutanlar, MSGYO paylarını Halka Arz Eden Pay Sahiplerine 5,68 TL'den geri satma hakkına sahip olacaklardır. Geri alım taahhüdü halka arz edilen payların %100'ü için geçerli olacaktır.

**Kar Dağıtım Politikası:**

Şirket, 11.07.2016 tarih ve 2016/19 sayılı Yönetim Kurulu toplantısında aldığı karara göre; Mistral İzmir projesindeki satılabilir alanların satışlarının tamamlanması hedeflenen 2017 ve 2018 yılları için her sene sonunda net dönem karından kanuni mükellefiyetler düşüldükten sonra hesaplanacak "Dağıtılabilir Kar" tutarının %70'ini; 2018 yılından sonraki dönemler ise dağıtılabilir karının en az %50'sini yatırımcıları ile paylaşmayı hedeflemektedir.

<b>Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı</b>		
<b>Ortaklar</b>	<b>Pay Oranı</b>	<b>Pay Tutarı (TL)</b>
Önder Türkkani	32.24%	12,572,148
Haydar İnanç	22.11%	8,623,152
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10.00%	3,900,000
Miray İnşaat - Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	10.00%	3,900,000
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	7.00%	2,730,000
Lucien Arkas	5.00%	1,950,000
Tufan Ünal	5.00%	1,950,000
Diğerleri	8.65%	3,374,700
Halka Açık	0.00%	-
<b>Toplam</b>	<b>100.0%</b>	<b>39,000,000</b>

<b>Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı</b>		
<b>Ortaklar</b>	<b>Pay Oranı</b>	<b>Pay Tutarı (TL)</b>
Önder Türkkani	24.18%	9,429,111
Haydar İnanç	16.58%	6,467,364
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7.50%	2,925,000
Miray İnşaat - Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	7.50%	2,925,000
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	5.25%	2,047,500
Lucien Arkas	3.75%	1,462,500
Tufan Ünal	3.75%	1,462,500
Diğerleri	6.50%	2,531,025
Halka Açık	25.00%	9,750,000
	<b>100.0%</b>	<b>39,000,000</b>

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 2012 tarihinde “Mistral Yapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanı ile kurulmuş olup, SPK’nın 19 Şubat 2016 tarihli izni ve Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın Şirket Esas Sözleşme değişikliğine ilişkin 29 Şubat 2016 tarihli onay yazısı ve İzmir Ticaret Sicil Memurluğu’nun 14 Mart 2016 tarihindeki kararı ile “Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.” (“Mistral GYO” veya “Şirket”) olarak tescil edilmiştir.

Şirket’in esas faaliyet konusu, gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktır.

Mistral GYO, 2013’te başladığı İzmir Konak bölgesinde yer alan Mistral İzmir Projesi’ni geliştirmekte ve 2015 yılında Mersinli Mahallesi’nde aldığı 2 adet arsanın (“Çınarlı Arsa”, “Mersinli Arsa”) projelendirmesini gerçekleştirmektedir.

### Mistral İzmir Projesi:

Proje; rezidanslar, otel, ofis katları ve alışveriş merkezi alanlarından oluşmaktadır. Bu proje kapsamında toplamda 38 adet dükkan (AVM), 1 adet spa, 153 adet ofis, 110 adet rezidans ve 96 odalı otel bulunmaktadır. Proje iki kule şeklinde planlanmıştır. Projenin toplam brüt kapalı alanı 117,404 m<sup>2</sup>’dir.

### Mersinli Mahallesinde 2 Adet Arsa (“Mersinli Arsa”):

Mistral GYO’nun portföyünde 2015 yılında satın alınan 8623 ada 12 parsel numaralı 2,128 m<sup>2</sup>’li “arsa” vasıflı taşınmazın 2/3 hissesi bulunmaktadır. Söz konusu arsalarda mevcut durumda bir yapı olmamakla beraber, gayrimenkul piyasasına ve oluşacak talebe göre yeni bir konut ve ofis yapılarını barındırabilecek bir proje geliştirilebilecektir.

### Mersinli Mahallesinde 1 Adet Arsa (“Çınarlı Arsa”):

Şirket, 2015 yılı içinde Mersinli Mahallesi’nde bulunan 8554 ada 6 parsel numaralı 5,954 m<sup>2</sup>’li “Arsa” vasıflı taşınmazın tamamını satın almıştır. Söz konusu arsada mevcut durumda herhangi bir inşai yapı bulunmamakta olup bu arsa tır parkı olarak kullanılmaktadır. Gayrimenkul piyasası ve oluşacak talebe göre söz konusu arsa üzerinde hastane ve ofis projesi geliştirilmesi planlanmaktadır.

## 3. Finansal Tablolar

Bilanço (TL bin)	2013	2014	2015	3Ç16
<b>Varlıklar</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>45,396</b>	<b>59,598</b>	<b>127,457</b>	<b>201,197</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26,281	8,821	1,240	2,640
Ticari Alacaklar	77	14	10,178	1,156
Diğer Alacaklar	50	83	19	-
Stoklar	16,387	43,093	76,587	142,034
Peşin Ödenmiş Giderler	2,602	7,586	23,821	27,847
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	-	-	260	268
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	15,353	27,252
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>25,797</b>	<b>53,204</b>	<b>99,699</b>	<b>99,674</b>
Finansal Yatırımlar	-	-	44	44
Diğer Alacaklar	3	3	3	3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	23,511	43,165	99,500	99,500

Maddi Duran Varlıklar	193	180	143	122
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15	13	9	6
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	-	-
Diğer Duran Varlıklar	2,076	9,843	-	-
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>71,194</b>	<b>112,801</b>	<b>227,156</b>	<b>300,871</b>

**Kaynaklar**

<b>Kısa Vadeli Kaynaklar</b>	<b>18,936</b>	<b>55,984</b>	<b>156,706</b>	<b>203,762</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	15,139	3,622
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	-	18,749
Ticari Borçlar	144	723	212	337
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6	14	8	43
Ertelenmiş Gelirler	18,696	55,101	141,144	180,742
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	91	147	202	268
Diğer Borçlar	-	-	-	2
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,612</b>	<b>4,392</b>	<b>8,583</b>	<b>33,936</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	3,645	33,915
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1	4	13	22
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3,611	4,388	4,924	-
<b>Özkaynaklar</b>	<b>48,645</b>	<b>52,425</b>	<b>61,867</b>	<b>63,173</b>
Ödenmiş Sermaye	33,980	33,980	39,000	39,000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	222	-895	895
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-198	14,443	17,550	21,973
Net Dönem Karı/Zararı	14,863	3,780	4,422	1,307
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>71,194</b>	<b>112,801</b>	<b>227,156</b>	<b>300,871</b>

<b>Gelir Tablosu (TL bin)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>3Ç15</b>	<b>3Ç16</b>
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	-	-	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	-871	-698	-921	-666	-1,338
Pazarlama Giderleri	-84	-545	-94	-77	-405
Diğer Faaliyet Gelirleri	1,399	1,558	7,196	7,396	4,326
Diğer Faaliyet Giderleri	-938	-98	-5,126	-5,397	-2,697
<b>Faliyet Karı/Zararı</b>	<b>-493</b>	<b>217</b>	<b>1,055</b>	<b>1,256</b>	<b>-113</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19,076	4,529	5,169	2,809	39
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>18,584</b>	<b>4,746</b>	<b>6,224</b>	<b>4,065</b>	<b>75</b>
Finansal Giderler	-	-12	-1,263	-1,340	-3,543
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>18,584</b>	<b>4,735</b>	<b>4,961</b>	<b>2,725</b>	<b>-3,618</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>-3,720</b>	<b>-955</b>	<b>-538</b>	<b>-31</b>	<b>4,924</b>
Dönem Vergi Gideri	-108	-178	-1	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri	-3,612	-777	-537	-31	4,924
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>14,863</b>	<b>3,780</b>	<b>4,422</b>	<b>2,694</b>	<b>1,307</b>

#### 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Mistral GYO değerlendirme çalışmasında üç yöntem kullanılmıştır. Bu yöntemler Net Aktif Değer (NAD), Benzer Şirket Çarpanı ve İndirgenmiş Temettü Yöntemi olup NAD halka arz fiyatına esas teşkil ederken diğer hesaplamalar gösterge amacıyla kullanılmıştır. NAD yönetimi GYO'lar için oldukça sık kullanılan bir yöntem olup, bu değere göre Mistral GYO'nun iskontosuz fiyatı hisse başına 8.87 TL çıkmaktadır. Söz konusu değerlendirme çalışmasında şirketin en büyük varlıklarından Mistral İzmir Düzenlenmiş Proje değeri, Çınarlı Arsa ve Mersinli Arsa varlıkları piyasa değerleri ile yer alırken diğer aktifler ve yükümlülükler 30 Eylül 2016 bilanço değerleriyle yer almıştır. Gösterge amacıyla yapılan Benzer Şirket Çarpanı analizinde yurtiçinde düzenli temettü ödeyen on GYO şirket için Firma Değeri/Net Aktif Değeri (FD/NAD) kullanılmış olup bu analiz sonucu Mistral GYO için ortaya çıkan değer hisse başına 4.77 TL olmuştur. Yine gösterge amacıyla uygulanan bir diğer yöntem olan İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile Şirket için hisse başına 6.50 TL fiyatı bulunmuştur. Bu yöntemde şirketin sadece Mistral İzmir Projesinden 2017-2021 tarihleri arasında yaratacağı dağıtılabilir kar indirgenmiş ve ortaya çıkan değere Mersinli ve Çınarlı arsalarının ekspertiz değeri eklenmiştir.

	Şirket Değeri (Bin TL)	Pay Başına Değer (TL)
Net Aktif Değer	346,150	8.87
Benzer Şirket Çarpanı (temettü veren GYO'lar PD/NAD çarpanı)	186,127	4.77
İndirgenmiş temettü yöntemi - Asgari Yatırım Değeri Analizi	253,520	6.50

Net Aktif Değer Tablosu - 30/09/2016	Bin TL
Mistral İzmir Düzenlenmiş Proje Değeri	461,305
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29,770
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13,760
Ticari Alacaklar	1,156
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,639
Diğer Aktifler	27,695
Düzeltilme*	47,523
Ertelenmiş Gelirler	(180,742)
Banka Kredileri	(56,285)
Diğer Yükümlülükler	(671)
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>346,150</b>
Toplam Pay Adedi (Bin)	39,000
<b>Pay Başına Net Aktif Değer (TL)</b>	<b>8.87</b>

\*Söz konusu düzeltme kalemi, 30/09/2016 tarihli Bağımsız Denetim raporlarında 31/03/2016 tarihli Bağımsız Gayrimenkul Değerleme raporlarına kıyasla artan maliyetler için, stoklar ve peşin ödenmiş giderler baz alınarak yapılan düzeltmeyi ifade etmektedir.

#### 5. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat tespit raporunda verilen şirket bilgileri ve değerlendirme ile ilgili açıklamalar yeterlidir. Değerleme hesaplamasında dikkate alınan nihai yöntem olan NAD Mistral GYO için 346 milyon TL'lik bir değere işaret etmektedir. Belirlenen halka arz değeri olan 214.5 milyon TL ise bu değere göre 38% iskontoya işaret etmektedir. Gösterge olarak kabul edilen diğer iki yöntemin ortalaması 220 milyon TL olarak ortaya çıkmış ve halka arz değeri buna yakınsanmıştır. Hesaplanan halka arz fiyatının makul çerçevede olduğunu düşünsek de 38%'lik NAD iskontosunun yurtiçindeki temettü ödeyen şirketlerin ortalama NAD

iskontosunun 46% olduğunu göz önünde bulundurarak ek bir halka arz iskontosu içermediği düşünülmektedir. Öte yandan halka arzın 90 gün sonunda 100% geri alım garantisi sağlaması hisse için kısa vadede güven teşkil etmektedir. Şirketin içinde bulunduğu sektör için değerlendirme dışında dikkate alınması gereken hususları ise aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

1. GYO sektörü faiz duyarlılığı yüksek sektörlerin başında gelir. Önümüzdeki dönemde küresel anlamda faiz oranlarındaki olası artış GYO şirketleri için risk teşkil etmektedir.
2. Yapı izinleri ve inşaat güven endeksi gibi göstergelerin son aylarda zayıf seyretmesi önümüzdeki aylar için gayrimenkul talebinde risk teşkil etmektedir.
3. Öte yandan İzmir'in artan nüfusu, gelişen ekonomik profili vb. gibi sosyo ekonomik etkenlerle gayrimenkul talebi olarak Türkiye genelinden daha pozitif bir görünüm ortaya koyması mümkün olabilir.