

11 Ocak 2017 Çarşamba

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Mistral GYO halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Mistral GYO Hakkında

2012 yılında Mistral Yapı Sanayi ve Ticaret AŞ olarak kurulan şirket, 2016 yılında Mistral GYO'ya dönüşmüştür. Ortaklığın kuruluş amacı, başta İzmir olmak üzere Türkiye'de orta-üstve üst segmente yönelik gayrimenkul projeleri geliştirmek ve bu projelerden satış ve kira geliri elde etmektir. Şirket, 2013 yılında başladığı İzmir Konak'ta yer alan Mistral İzmir projesini geliştirirken, Mersinli Arsa ve Çınarlı Arsa üzerinde projelendirme çalışmalarını sürdürmektedir. Şirketin ortaklık yapısı ise aşağıdadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket Ortakları	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye	Sermayedeki Payı	Sermaye	Sermayedeki Payı
Önder Türkkani	12.572.148	32,24%	9.429.111	24,18%
Haydar İnaç	8.623.152	22,11%	6.467.364	16,58%
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Miray İnşaat T.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Erdoğan Atay Yatırım Holding	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	-	0,00%	9.750.000	25,00%
Toplam	39.000.000	100,0%	39.000.000	100,0%

Gayrimenkul Portföyü

Mistral İzmir

- Mistral İzmir projesi, Rezidans, otel, ofis ve çarşı gibi bağımsız bölümlerden oluşan karma bir projedir. Tüm proje çarşı binası ve iki ayrı kuleden oluşmakta, kulelerden biri ofisleri, diğeri ise oteli ve rezidansları barındırmaktadır.
- Projede 153 adet ofis, 110 adet rezidans, 96 odalı otel ve 38 adet dükkanlı çarşı ile 1 adet SPA bulunmaktadır.
- Projede toplam ofis, otel ve rezidans kullanımının tamamının satılacağı, çarşı ve SPA'nın ise yönetici bir firma tarafından işletileceği ve kiralanacağı öngörülmekte.
- 2017 yılında projenin %100'ünün tamamlanması öngörülürken, çarşı binasının lansmanının yapılması hedeflenmektedir.
- 31 Mart 2016 tarihi itibarıyla otel kullanımına tahsis edilen bağımsız alan tamamıyla satılırken, m2 bazında rezidansların yaklaşık %45'i, ofislerin ise %47'si ön satış sürecinde satılmıştır.
- Aralık 2016 itibarıyla ofis kulesinin tamamlanma oranı %90, rezidans kulesinin %95 ve çarşının tamamlanma oranı ise %90 olarak ifade edilmektedir.

Mersinli Arsası

- Şirketin portföyünde 2015 yılında alınan, İzmir Konak'ta Mersinli mahallesindeki 2.128,74 m2 arsanın 2/3 hissesi bulunmaktadır. Arsa üzerinde herhangi bir yapı inşasına başlanmamış olup, talebe göre, hem konut hem de ofisleri içeren bir proje geliştirilmesi hedeflenmektedir.

Çınarlı Arsası

- Şirket, 2015 yılında İzmir Konak'ta, Mersinli Mahallesinde bulunan 5.954,27 m2'lik arsanın tamamını satın almış olu, bu arsa üzerinde de bir yapı inşasına başlanılmamıştır. Bölgedeki mevcut talep ve ihtiyaca göre hastane ve ofis yapılarından oluşan yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

Halka Arz Bilgileri

Beklenen Halka Arz Tarihi	: 12-13 Ocak 2017
Halka Arz Fiyatı	: 5,50 TL
Halka Arz Yöntemi	: Sabit fiyat ile talep toplama
Halka Arz Şekli	: Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	: 39.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	: 39.000.000 TL
Halka Arz Oranı	: %25,00
Halka Arz Büyüklüğü	: 53.625.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	: 214.500.000 TL
Aracılık Şekli*	: En İyi Gayret Aracılığı
Konsorsiyum Lideri	: TSKB
Tahsisat Grupları	: Yurt İçi Bireysel: %70 : Yurt İçi Kurumsal: %30
Satmama Taahhüdü	: 1 sene satmama taahhüdü : %100 Geri alım garantisi
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	: 30 gün

Halka Arz Teşvikleri

- Ortakların 1 sene satmama taahhüdü vardır.
- 30 gün süre ile Yatırım Finansman tarafından fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmaktadır.
- Ortaklar 90 gün süre ile %100 geri alım garantisi vermişlerdir. (Bu çerçevede Şirket hisselerini 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutan yatırımcılar, söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket pay miktarını 5,68 TL'den halka arz eden pay sahiplerine geri satma hakkı elde edeceklerdir.)
- Şirket, Mistral İzmir projesindeki satılabilir alanlarının satışlarının tamamlanması hedeflenen 2017 ve 2018 yılları için her sene sonunda net dönem kârından kanuni mükellefiyetler düşüldükten sonra hesaplanacak dağıtılabilir kâr tutarının %70'ini, 2018 yılından sonraki dönemler ise dağıtılabilir kârın en az %50'sini temettü olarak dağıtmayı hedeflemektedir.

Şirket Finansalları

Bilanço - Bin TL

Varlıklar	2013	2014	2015	2016/09
Dönen Varlıklar	45.396	59.598	127.457	201.197
Nakit ve nakit benzerleri	26.281	8.821	1.240	2.640
Ticari Alacaklar	77	14	10.178	1.156
Stoklar	16.387	43.093	76.587	142.034
Peşin Ödenmiş Giderler	2.602	7.586	23.821	27.847
Diğer Dönen Varlıklar	49	84	15.631	27.521
Duran Varlıklar	25.797	53.204	99.699	99.674
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	23.511	43.165	99.500	99.500
Diğer Duran Varlıklar	2.286	10.039	199	174
Toplam Varlıklar	71.194	112.801	227.156	300.871

Kaynaklar	2013	2014	2015	2016/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	18.936	55.984	156.706	203.762
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	15.139	3.622
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	-	18.749
Ticari Borçlar	144	723	212	337
Ertelenmiş Gelirler	18.696	55.101	141.144	180.742
Diğer	96	160	211	312
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.612	4.392	8.583	33.936
Uzun Vadeli Borçlar	-	-	3.645	33.915
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	3.611	4.388	4.924	-
Diğer	1	4	14	22
Özkaynaklar	48.645	52.425	61.867	63.173
Ödenmiş Sermaye	33.980	33.980	39.000	39.000
Toplam Pasifler	71.194	112.801	227.156	300.871

Gelir Tablosu - Bin TL	2013	2014	2015	2015/9	2016/9
Brüt Kar					
Genel Yönetim Giderleri	-871	-698	-921	-666	-1.338
Pazarlama Giderleri	-84	-545	-94	-77	-405
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.399	1.558	7.196	7.396	4.326
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-938	-98	-5.126	-5.397	-2.697
Esas Faaliyetlerden Karı/Zararı	-493	217	1.055	1.256	-113
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19.076	4.529	5.169	2.809	39
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyetlerden Karı	18.584	4.746	6.224	4.065	-75
Finansman Giderleri	0	-12	-1.263	-1.340	-3.543
Vergi Öncesi Kar	18.584	4.735	4.961	2.725	-3.618
Vergi Gideri	-3.720	-955	-538	-31	4.924
Dönem Karı	14.863	3.780	4.422	2.694	1.307

Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında, Net Aktif Değer ve Benzer Şirket Çarpanı yöntemleriyle hesaplanan değerleri ve temettü ödemeleri ile bulunan Asgari Yatırım Değeri, şirketin 39 mn TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değerleri ile aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Şirket Değeri (Bin TL)	Pay Başına Değer (TL)
Net Aktif Değer	346.150	8,87
Benzer Şirket Çarpanı (temettü veren GYO'lar PD/NAD)	186.127	4,77
İndirgenmiş temettü yöntemi - Asgari yatırım değeri analizi	253.520	6,50

Yapılan değerlendirme çalışması ardından, sektör dinamikleri ve Mistral GYO'nun sürdürülebilir kar payı ödeme politikası göz önüne alındığında Net Aktif Değer ve İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile bulunan değerlerin, şirketin adil firma değerini yansıttığı ifade edilmektedir.

Sonuç olarak bakıldığında, değerlendirme çalışmasında Net Aktif Değerin ön plana çıkarıldığını, indirgenmiş temettü yöntemi ile bulunan asgari yatırım değerinin, Net Aktif Değer iskontosu için bir gösterge olarak kullanıldığı görülmektedir. Şirketin Net Aktif Değeri ise aşağıdadır.

Net Aktif Değer Tablosu - Bin TL	2016/09
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 Benzeri	2.639
Diğer Aktifler	27.695
Düzeltilme*	47.523
Ertelenmiş Gelirler	-180.742
Banka Kredileri	-56.285
Diğer Yükümlülükler	-671
Net Aktif Değer	346.150
Toplam Pay Adedi	39.000
Pay Başına Aktif Değer (TL)	8,87

*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.

Geri alım garantisi ile yatırımcılara sağlanacak çıkış opsiyonu da gözönüne alınarak, Mistral GYO'nun halka arz fiyatı hisse başına 5,50 TL olarak belirlenmiştir. Bu rakam ise 8,87 TL'lik Net Aktif Değere göre %38 iskontoya denk gelmektedir.

Görüşümüz

- Öncelikle şirketin halka arz fiyatına ilişkin seçilmiş değerlendirme yöntemlerini anlaşılabilir ve kabul edilebilir bulmaktayız.
- Fiyat tespit raporunda temettü veren GYO'ların Piyasa Değeri/Net Aktif Değerine göre iskonto oranı yer almaktadır. GYO sektörünün tamamını göz önüne aldığımızda GYO'ların, Net Aktif Değerine göre ortalama iskonto oranı yaklaşık %50 seviyesinde yer almaktadır. Bu açıdan bakıldığında Mistral GYO için 4,43 TL gibi bir hedef değere ulaşılabilir.
- Bununla birlikte, fiyat tespit raporunda yer aldığı gibi geri alım garantisi ile 90 günlük sürede belirtilen %3,27'lik dönemsel getiriyi (yıllık %13) ve de temettü getirisini göz önüne alırsak 5,50 TL'lik halka arz fiyatını makul olarak değerlendirmekteyiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.