



# FİYAT TESPİT RAPORU

## DEĞERLENDİRME RAPORU

Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Mistral GYO)

11 OCAK 2017

*Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararına dayanılarak Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin hazırladığı Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Mistral GYO) Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.*

### HALKA ARZ YAPISI

<b>Şirket</b>	Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
<b>Halka Arz Şekli</b>	Ortak Satış
<b>Halka Arz Edilecek Hisseler</b>	9.750.000 TL Nominal Pay
<b>Sermaye</b>	39.000.000 TL
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	25%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	5,50 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>53.625.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	214.500.000 TL
<b>Satmama Taahhütü</b>	Şirket, 1 yıl boyunca bedelli sermaye artışı yapmayacağını ve tüm Ortaklar, 1 yıl boyunca yeni pay satışı gerçekleştirmeyeceğini taahhüt etmektedir.
<b>Tahsisat Grupları</b>	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%70) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%30)
<b>Halka Arz Zamanlaması</b>	12 - 13 Ocak Talep Toplama
<b>Fiyat İstikrarı</b>	30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.(Yatırım Finansman tarafından gerçekleştirilecek.)
<b>Geri Alım Taahhüdü</b>	90 gün sonra 5,68 TL fiyattan %100 geri alım garantisi

*Kaynak: Mistral GYO*

Halka arz, mevcut ortakların sahip olduğu payların bir kısmının satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Mistral GYO'ya nakit girişi olmayacaktır. Halka Arz Eden Pay Sahipleri halka arzdan toplam 53.625.000 TL gelir elde edeceklerdir.

Halka arza ilişkin toplam maliyetin 1.400.187,50 TL olacağı tahmin edilmektedir. Mistral GYO tarafından karşılanacak toplam maliyetin 276.500 TL; Halka Arz Eden Pay Sahipleri tarafından karşılanacak toplam maliyetin 1.123.687,50 TL olacağı tahmin edilmektedir.

Mistral GYO halka arzı, mevcut pay sahiplerinin paylarının bir kısmının satışı sureti ile gerçekleştirilecektir. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen paylarını halka arz eden pay sahiplerinin tasarrufunda olacaktır. Halka arzın tamamı ortak satışı yöntemi ile gerçekleşeceği için, Mistral GYO'nun elde edeceği net gelir bulunmamaktadır.

Halka arz edilen payların nominal değeri 9.750.000 TL olup, Mistral GYO'nun çıkarılmış sermayesine oranı %25'dir. Halka arz edilecek payların tamamı nama yazılı B Grubu paylar olup, bu payların üçüncü kişilere devrine ilişkin herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.

Paylar sabit fiyat ile talep toplama yöntemi ile satılacak olup, talepte bulunacak yatırımcılar Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar olarak tanımlanmıştır.

1 TL nominal değerli bir lot payın satış fiyatı 5.50 TL olarak belirlenmiştir.

İhraç edilecek paylar kaydileştirme esasları çerçevesinde MKK tarafından hak sahipleri bazında kayden izlenecek olup, payların fiziki teslimi yapılmayacaktır.

Halka arz sonuçları, Kurul'un sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde yer alan esaslar çerçevesinde dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden 2 (iki) iş günü içerisinde Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri uyarınca kamuya duyurulur.

### Mistral GYO Hakkında Özet Bilgi

Mistral GYO (Şirket/Ortaklık), 14 Mart 2016 tarihinde GYO'ya dönüşmüş olup gayrimenkule, gayrimenkule dayalı haklara, gayrimenkul projelerine ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen bir şirkettir. Ortaklık'ın faaliyet amacı, gayrimenkul projelerinden satış ve kira geliri elde etmektir.

Şirketin portföyündeki varlıklar üç başlık altında sıralanabilir.

#### 1. Mistral İzmir Projesi

İzmir/Konak Mersinli Mahallesi'nde yer alan Mistral İzmir Karma Gayrimenkul Projesi "rezidans", "otel", "alışveriş merkezi" alanlarından oluşmaktadır. Proje, İzmir İli, Konak İlçesi, Mersinli Mahallesi, 24N-II.c-D pafta, ana taşınmazı 8625 ada, 7 parselde bulunan arsa ("Bayraklı Arsa") üzerinde bulunmaktadır. Konu proje kapsamında toplamda 38 adet dükkan, 1 adet Spa merkezi, 153 adet ofis, 110 adet rezidans ve 96 odalı otel bulunmakta olup, proje iki farklı kule şeklinde planlanmıştır. Projede, ofis, otel ve rezidans kullanımlarının tamamının satılacağı; AVM'nin, yönetici bir firma tarafından işletileceği ve kiralanacağı öngörülmektedir. Ortaklık ile Er Yatırım Turizm ve İnşaat A.Ş., proje bünyesinde yer alan otelin Er Yatırım Turizm ve İnşaat A.Ş.'ye satışına ilişkin olarak 27.06.2013 tarihli harici bir taşınmaz satış sözleşmesi akdetmiş olup, söz konusu satış işlemine ilişkin tapu devri, 15.000.000 ABD Doları karşılığında 09.02.2015 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Söz konusu satışa ilişkin ödeme planı aşağıda yer aldığı şekildedir:

Vade Tarihi	Tutar	Vade Tarihi	Tutar
03.06.2013	250.000 ABD Doları	12.02.2015	250.000 ABD Doları
28.06.2013	2.750.000 ABD Doları	30.04.2015	1.250.000 ABD Doları
27.09.2013	1.000.000 ABD Doları	30.08.2015	1.250.000 ABD Doları
11.02.2014	1.000.000 ABD Doları	30.10.2015	1.000.000 ABD Doları
23.06.2014	1.000.000 ABD Doları	30.01.2016	1.000.000 ABD Doları
20.11.2014	1.000.000 ABD Doları	30.04.2016	1.000.000 ABD Doları
30.01.2015	1.250.000 ABD Doları	30.08.2016	1.000.000 ABD Doları
		<b>Toplam</b>	<b>15.000.000 ABD Doları</b>

Kaynak: Mistral GYO,TSKB

SPA, 02.10.2015 tarihinde LT Okyanus Sağlık Spor ve Güzellik Hizmetleri Ticaret Limited Şirketi ("LT Okyanus") ile imzalanan sözleşme ile kiralanmıştır. Kira süresi, LT Okyanus'a kira sözleşmesi uyarınca kiralanılan alanın tamamlanıp teslim edilmesinden itibaren üç ay sonra başlayacaktır.

## 2. İzmir/Konak Mersinli Mahallesiinde 2 adet Arsa ("Mersinli Arsa")

Ortaklık'ın mevcut portföyünde, 2015 yılı içinde alınan, İzmir/Konak Mersinli Mahallesi'nde bulunan 8623 ada 8 parsel numaralı 2.269 m<sup>2</sup>'li "Arsa" vasıflı taşınmazın 2/3 hissesi (birlikte "Mersinli Arsa") bulunmaktadır. Söz konusu arsalarda mevcut durumda henüz bir yapı inşasına başlanmamış olmakla birlikte, bölgedeki mevcut talep ve ihtiyaç doğrultusunda hem konut, hem de ofis yapılarını içeren yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda Mersinli Arsa'nın satın alımına ilişkin bilgiler yer almaktadır.

	Satın Alım Tarihi	Satın Alım Tutarı	Arsanın Satın Alındığı Kişinin İlişkili Taraf Olup Olmadığı Bilgisi
Mersinli Arsa, 8 parsel numaralı taşınmaz	17.Şub.15	1.647.299 ABD Doları (4.371.725 TL)	İlişkili Taraf (Önder Türkkani - ortak (1/2) , Haydar İnaç - ortak (1/2))
Mersinli Arsa, 12 parsel numaralı taşınmaz	17.Şub.15	2.500.000 ABD Doları (6.253.928 TL)	İlişkili Taraf Değil

Kaynak: Mistral GYO

## 3. İzmir/Konak Mersinli Mahallesiinde 1 adet Arsa ("Çınarlı Arsa")

Ortaklık 2015 yılı içinde Mersinli Mahallesi'nde bulunan 8554 ada 6 parsel numaralı 5.954 m<sup>2</sup>'li "Arsa" vasıflı taşınmazın ("Çınarlı Arsa") tamamını Arkas Konteyner Taşımacılık A.Ş.'den satın almıştır. Söz konusu taşınmazın üzerinde mevcut talep ve ihtiyaç doğrultusunda hastane ve ofis yapılarından oluşan yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda Çınarlı Arsa'nın satın alımına ilişkin bilgiler yer almaktadır.

	Satın Alım Tarihi	Satın Alım Tutarı	Arsanın Satın Alındığı Kişinin İlişkili Taraf Olup Olmadığı Bilgisi
Çınarlı Arsa	14.Eyl.15	9.500.000 ABD Doları (29.606.480 TL)	İlişkili Taraf Değil

Kaynak: Mistral GYO

## Ortaklık Yapısı

Mistral GYO'nun özet ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Ortağın Adı/Ticaret Unvanı	Pay Grubu	Payların Nominal Değeri	Sermaye (TL)	Sermayedeki Payı
Önder Türkkani	A	1	6.286.074	34,24%
	B		6.286.074	
Haydar İnaç	A	1	4.311.576	22,11%
	B		4.311.576	
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	1	1.950.000	10,00%
	B		1.950.000	
Miray İnşaat - Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	A	1	1.950.000	10,00%
	B		1.950.000	
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	A	1	1.365.000	7,00%
	B		1.365.000	
Lucien Arkas	A	1	975.000	5,00%
	B		975.000	
Tufan Ünal	A	1	975.000	5,00%
	B		975.000	
Diğerleri	A	1	1.687.351	8,65%
	B		1.687.349	
Toplam			39.000.000	100%

*Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu*

Mistral GYO'nun mevcut sermayesini temsil eden paylar A ve B gruplarına ayrılmış olup, A grubu paylar imtiyazlıdır. İmtiyazlı A grubu payların nominal tutarı 19.500.001 TL'dir.

İmtiyazlı A grubu paylar, sahiplerinde yönetim kurulu üyelerinin seçimine aday gösterme konusunda imtiyaz vermektedir. A grubu pay sahiplerinin 8 üyeden oluşan yönetim kurulunun 6 üyesini aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır.

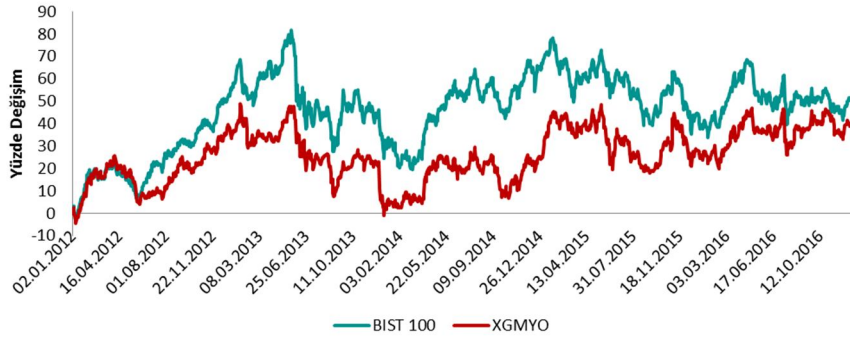
Ortaklık'ın yönetim kontrolü, A Grubu pay sahiplerine ait olup, söz konusu kontrol paylara tanınan imtiyazların ve payların çoğunluğuna sahip olma süratiyle sağlanmaktadır.

### Şirket üzerindeki riskler:

Gayrimenkul sektörü ekonomik konjonktür ve gelişmelerden etkilenen bir yapıya sahiptir. Bu nedenle ekonomik büyüme, faiz oranlarındaki değişiklikler ve enflasyon oranları gibi makroekonomik riskler ile sektörde giderek artan rekabet koşulları Mistral GYO'nun faaliyet açısından önem arz etmektedir. Makro risklerin yanında devam eden projelerinin zamanında bitirilememesi, nakit akımının gecikmesi, henüz proje başlanmamış olan arsalarla ilgili yapı ve kullanma ruhsatı alımı ile ilgili olabilecek gecikmeler, olası mevzuat değişiklikleri gibi riskler faaliyetlerin seyri açısından izlenmesi gereken önemli faktörlerdir.

GYO sektöründe işlem gören şirketlerin payları, genel olarak net aktif değerlerine göre iskontolu işlem görmektedir. Buradaki iskonto ekonomideki genel şartlara ve BIST'in genel seyrine bağlı olarak azalıp artabilmektedir. Bununla birlikte GYO Sektör Endeksi'nin performansı son 5 yılda BIST 100 Endeksi'nin gerisinde kalmıştır.

## XU 100 - XGMYO Yüzde Değişim



Kaynak: Matriks Veri Terminali, Gedik Yatırım Araştırma

### Kar dağıtım politikası hakkında bilgi

Yönetim kurulu 11.07.2016 tarih ve 2016/19 sayılı toplantısında, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Sermaye Piyasası Kurulu Düzenlemeleri, Kurumlar Vergisi, Gelir Vergisi ve diğer ilgili mevzuat hükümleri ile esas sözleşmenin ilgili hükümleri ve Kar Dağıtım Politikası dikkate alınarak kanuni mükellefler düşüldükten sonra (i) 2016, 2017 ve 2018 yıllarına ilişkin dönem karının %70'i tutarında ve (ii) takip eden yıllarda dönem karının en az %50'si tutarında kar payı dağıtılmasına prensip olarak belirlenmesine ve ilgili yıllarda genel kurula bu prensip doğrultusunda öneride bulunmaya karar vermiştir. Bununla birlikte

- Ortaklık kar etse bile, Ortaklık genel kurulu kar dağıtmamaya karar verebilir, Ortaklık'ın temettü ödemek için dağıtılabılır yeterli karı olmayabilir.
- Ortaklık'ın finansal durumunu olumsuz etkileyebilecek bir risk faktörünün meydana gelmesi halinde beklenen karın elde edilememesi sonucunda Ortaklık'ın kar dağıtmama riski vardır.

### Gelir Tablosu

Mistral GYO'ya ait 2013, 2014 ve 2015 yılsonu ve ayrıca 2015/9 ve 2016/9 aylık dönemleri için karşılaştırmalı gelir tabloları aşağıda verilmiştir.

Gelir Tablosu (Bin TL)	01/01 - 30/09/2016	01/01 - 30/09/2015	01/01 - 31/12/2015	01/01 - 31/12/2014	01/01 - 31/12/2013
<b>BRÜT KAR</b>	-	-	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	(1.338)	(666)	(921)	(698)	(871)
Pazarlama Giderleri	(405)	(77)	(94)	(545)	(84)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.326	7.396	7.196	1.558	1.399
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.697)	(5.397)	(5.126)	(98)	(938)
<b>ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)</b>	<b>(113)</b>	<b>1.256</b>	<b>1.055</b>	<b>217</b>	<b>(493)</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	39	2.809	5.169	4.529	19.076
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>75</b>	<b>4.065</b>	<b>6.224</b>	<b>4.746</b>	<b>18.584</b>
Finansman Giderleri	3.543	1.340	1.263	12	-
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR</b>	<b>(3.618)</b>	<b>2.725</b>	<b>4.961</b>	<b>4.735</b>	<b>18.584</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>4.924</b>	<b>(31)</b>	<b>(538)</b>	<b>(955)</b>	<b>(3.720)</b>
Dönem Vergi Gideri	-	-	(1)	(178)	(108)
Ertelemiş Vergi Gideri	4.924	(31)	(537)	(777)	(3.612)
<b>DÖNEM KARI</b>	<b>1.307</b>	<b>2.694</b>	<b>4.422</b>	<b>3.780</b>	<b>14.863</b>

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

Mistral GYO, Mistral İzmir projesinden ön satışını gerçekleştirdiği alanları henüz teslim etmediği için gelir tablosunda izleyememektedir. Bu bağlamda, rezidans ve ofis satışları için alınan sipariş avansları ve kat irtifakı yapılan fakat henüz teslim edilmeyen rezidans, otel ve ofis satışları bilançoda takip edilmektedir.

Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak danışmanlık ve personel giderlerinden oluşmakta olup pazarlama giderleri ise reklam giderlerinden oluşmaktadır.

Yatırım faaliyetlerinden gelirler kaleminde, arsalar ve kira geliri elde edilmesi beklenen ve ortaklık portföyünde tutulması planlanan gayrimenkullere ilişkin “Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Gerçeğe Uygun Değer Artış Kazancı” ve ayrıca faiz gelirleri bulunmaktadır.

Şirket ilk banka kredisi 2015 yılında kullanmış olup, 2016 yılında da ABD doları cinsinden uzun vadeli banka kredisi kullanımı gerçekleştirilmiştir. Firmanın finansman gideri dolar cinsinden kullanılan kredilerin faiz giderlerinden ve ayrıca “Net Kur Farkı Gideri”nden oluşmaktadır.

14 Mart 2016 tarihinde GYO’ya dönüşümünü tamamlayan Ortaklık’ın bu tarihten itibaren geçerli olmak üzere vergi muafiyeti bulunmakta olup, vergi varlık ve yükümlülüğü veya ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülüğü bulunmamaktadır.

## Bilanço

Mistral GYO’ya ait 2013, 2014 ve 2015 yıl sonu ve ayrıca 2016/9 aylık dönem sonu karşılaştırmalı bilançoları aşağıda verilmiştir.

Ticari alacaklar kalemi, 2013 ve 2014 seneleri için “Gelir Tahakkukları”ndan; 2015 ve 2016 ilk 9 aylık dönemleri için “Alacak Senetleri”nden oluşmaktadır.

Stoklar kalemi, rezidans, ofis ve otel inşaatı için yapılan toplam yatırım harcamalarını içermektedir. Peşin ödenmiş giderler ise ağırlıklı olarak ticari işlemler için verilen “ilişkili taraflara avanslar”ı barındırmaktadır. Diğer dönen varlıkların tamamını ise “devreden KDV” kalemi oluşturmaktadır.

Firma’nın portföyünde tutmayı hedeflediği varlıkları ve arsaları Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kaleminde yer almakta olup: “Mistral İzmir Projesindeki Çarşı’yı, Mistral İzmir Projesi’nin arsasının Çarşı’ya düşen payını ve ayrıca Mersinli ve Çınarlı Arsalarını” içermektedir.

Toplamda, Mistral GYO’nun 3,6 milyon TL kısa vadeli ve 52,6 milyon TL (Bu tutarın 30.09.2016 itibarıyla 18,7 milyon TL’lik kısmı kısa vadeli yükümlülükler içerisinde yer almaktadır.) uzun vadeli finansal borcu bulunmaktadır.

Ertelenmiş gelirler, rezidans ve ofis satışları için alınan sipariş avanslarını ve kat irtifakı yapılan fakat henüz teslim edilmeyen rezidans, otel ve ofis satışlarının takip edildiği ertelenmiş gelirleri içermektedir.

<b>VARLIKLAR (Bin TL)</b>	<b>30.09.2016</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>				
Nakit ve nakit benzerleri	2.640	1.240	8.821	26.281
Ticari Alacaklar	1.156	10.178	14	77
Diğer Alacaklar	-	19	83	50
Stoklar	142.034	76.587	43.093	16.387
Peşin Ödenmiş Giderler	27.847	23.821	7.586	2.602
İlişkili Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	25.801	21.579	3.995	1.946
İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	2.046	2.241	3.591	656
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	268	260		
Diğer Dönen Varlıklar	27.252	15.353		
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>201.197</b>	<b>127.457</b>	<b>59.598</b>	<b>45.396</b>
<b>DURAN VARLIKLAR</b>				
Finansal Yatırımlar	44	44	-	-
Diğer Alacaklar	3	3	3	3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	99.500	99.500	43.165	23.511
Maddi Duran Varlıklar	122	143	180	193
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	9	13	15
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	0	0
Diğer Duran Varlıklar	-	-	9.843	2.076
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>99.674</b>	<b>99.699</b>	<b>53.204</b>	<b>25.797</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>300.871</b>	<b>227.156</b>	<b>112.801</b>	<b>71.194</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER (Bin TL)</b>	<b>30.09.2016</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.622	15.139	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	18.749			
Ticari Borçlar	337	212	723	144
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	43	8	14	6
Ertelenmiş Gelirler	180.742	141.144	55.101	18.696
İlişkili Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	50.302	33.932	14.516	2.704
İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	130.440	107.212	40.585	15.992
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	268	202	147	91
Diğer Borçlar	2	-	-	-
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>203.762</b>	<b>156.706</b>	<b>55.984</b>	<b>18.936</b>
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	33.915	3.645		
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	22	13	4	1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	4.924	4.388	3.611
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>33.936</b>	<b>8.583</b>	<b>4.392</b>	<b>3.612</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>				
Ödenmiş Sermaye	39.000	39.000	33.980	33.980
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	895	895	222	
- Tanımlanmış Fayda Planlarının Yedekler				
Yeniden Ölçüm Kazançları	(1)	0	1	1
Geçmiş Yıl Karları	21.973	17.550	14.443	(198)
Net Dönem Karı	1.307	4.422	3.780	14.863
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>63.173</b>	<b>61.867</b>	<b>52.425</b>	<b>48.645</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>300.871</b>	<b>227.156</b>	<b>112.801</b>	<b>71.194</b>

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

## Değerleme çalışması

## Net Aktif Değer

**Mistral GYO - Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri (Bin TL)**

Mistral İzmir Proje Değeri (Mart 2016)	461.305
Mersinli Arsa Piyasa Değeri (Mart 2016)	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri (Mart 2016)	29.770
<b>Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>504.835</b>

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki “Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri” ve DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. firmasının Türkiye Muhasebe Standartları’na (“TMS”) göre raporladığı, 30/09/2016 dönemi Mistral GYO finansal tabloları dikkate alınarak, Ortaklık’ın net aktif değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

**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>346.450</b>
<b>Toplam Pay Adedi (Bin)</b>	<b>39.000</b>
<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.

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

Buna göre Mistral GYO’nun net aktif değeri yaklaşık 346,1 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

**Benzer şirket çarpanı**

GYO’ların değerlendirmesinde en çok kullanılan çarpan Piyasa Değeri/Net Değeri çarpanıdır. Halka açık GYO’lar içinde düzenli temettü dağıtan şirketler, bu değerlemede benzer şirket olarak kabul edilmiştir. Söz konusu şirketler Emlak Konut, Torunlar, İş, Halk, Yeni Gimat, Akmerkez, Saf, Akış, Panora ve Alarko GYO’dur. Temettü veren GYO’ların cari piyasa değeri ve 30/09/2016 tarihli net aktif değerlerine göre hesaplanan ortalama Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) çarpanı yaklaşık 0,54 seviyesindedir. Diğer bir deyişle benzer şirketlerin piyasa değeri net aktif değerlerine göre ortalama %46 iskontolu oluşmaktadır. Benzer şirketler ortalama Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD)

çarpanı ve Ortaklık'ın 30/09/2016 tarihli net aktif değeri kullanılarak benzer şirket çarpanı yöntemine göre hesaplanan şirket değeri 186,1 milyon TL seviyesinde oluşmaktadır.

GYO'ların NAD ve Piyasa Değeri Verileri				
	Piyasa Değeri (Bin TL)		Net Aktif Değeri (Bin TL)	
	20.12.2016		30.09.2016	PD/NAD
<b>Temettü veren GYO'lar</b>	<b>19.588.752</b>		<b>36.430.120</b>	<b>0,54</b>
Emlak Konut GYO	11.324.000		19.351.703	0,59
Torunlar GYO	2.065.000		5.116.823	0,4
İş GYO	1.266.500		3.022.364	0,42
Halk GYO	703.100		1.807.029	0,39
Yeni Gimat GYO	1.438.618		1.766.359	0,81
Akmerkez GYO	746.025		1.545.709	0,48
Saf GYO	753.611		1.355.525	0,56
Akiş GYO	554.000		1.052.849	0,53
Panora GYO	382.800		756.642	0,51
Alarko GYO	355.097		655.117	0,54

Mistral GYO Benzer Şirketler PD/NAD Değeri	
Mistral GYO Net Aktif Değeri (Bin TL)	346.150
Prim/(İskonto)	-46,2%
İskontolu Mistral GYO Net Aktif Değeri (Bin TL)	186.127
Toplam Pay Adedi (Bin)	39.000
Pay Başına Değeri (TL)	4,77

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile "Asgari Yatırım Değeri" Analizi

Ortaklık'ın sadece Mistral İzmir projesinden gerçekleşecek satışlara ve kiralamalara ilişkin gelir beklentileri temettü projeksiyonlarına yansıtılmış olup, söz konusu temettü beklentileri, ortaklık tarafından öngörülen satış tutarları ve maliyetleri ile oluşturulmuştur. Bu kapsamda hazırlanan gelir tablosu öngörülerini aşağıda yer almaktadır.

Ortaklık'ın yukarıda yer alan "Net Dönem Karı/Zararı"ndan zorunlu yedek akçelerin ayrılmasından sonra hesaplanacak dağıtılabilir kar tutarı üzerinden %70 oranında kar payı dağıtması öngörülmüştür. Öngörülen dönemler boyunca dağıtılabilir karının %70'ini oluşturacak kar payı tutarları ve dağıtılacakları dönemler aşağıda verilmiştir.

Gelir Tablosu Öngörülerini	(Bin TL)				
	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Net Satışlar	-	477.374	105.996	13.209	13.896
Maliyetler	-	(201.238)	(33.266)	(1.311)	(1.380)
<b>Brüt Kar/(Zararı)</b>	<b>-</b>	<b>276.136</b>	<b>72.730</b>	<b>11.897</b>	<b>12.516</b>
Faaliyet Giderleri	(2.323)	(4.102)	(2.733)	(2.881)	(3.031)
<b>Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>(2.323)</b>	<b>272.034</b>	<b>69.997</b>	<b>9.017</b>	<b>9.486</b>
Finansman Giderleri	(4.246)	(2.236)	(1.232)	(140)	-
Diğer Gelirler	4.326	-	-	-	-
Diğer Giderler	(2.697)	-	-	-	-
Ertelemiş Vergi Geliri	4.924	-	-	-	-
<b>Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>(16)</b>	<b>269.798</b>	<b>68.765</b>	<b>8.876</b>	<b>9.486</b>

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

Ödeneceği Yıl	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Temettü Tahminleri (Bin TL)	0	184.025	48.135	6.214	6.640

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş temettü yönteminde indirgeme oranı olarak kullanılan özsermaye maliyeti %15,5 olarak belirlenmiştir. Risksiz faiz oranı; 2 yıllık gösterge tahvil faizinin yaklaşık son bir yıllık ortalaması olan %10,0, beta; 1,0 ve piyasa risk primi; %5,5 olarak kabul edilmiştir. Ortaklık'ın projeksiyon dönemi sonrası için geçerli olacak devam eden değeri hesaplamak için büyüme oranı %5,5 olarak kabul edilmiştir. Bu oran belirlenirken IMF'in 2021 yılı Türkiye enflasyon beklentisi olan %6,29 dikkate alınmıştır.

İndirgenmiş temettü yönteminde sadece Mistral İzmir projesinden yaratılacak dağıtılabılır kar ve temettü öngörülerini ile hesaplanmış olup, Ortaklık'ın portföyündeki diğer gayrimenkuller "Mersinli Arsa" ve "Çınarlı Arsa"nın, projelendirilmemiş arsa olarak takdir edilen ekspertiz değeri indirgenmiş temettü yöntemi ile bulunan tutara eklenmektedir.

Mistral İzmir projesinden elde edilecek temettülerin indirgenmiş değeri 210,0 milyon TL hesaplanmaktadır. "Mersinli Arsa" ve "Çınarlı Arsa"nın toplam ekspertiz değeri olan 43,5 milyon TL eklendiğinde toplam değer 253,5 milyon TL olarak bulunmaktadır. Söz konusu değerlemeye ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

İndirgenmiş Temettü Yöntemi	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
İndirgeme yapılacak yıl sayısı	1	2	3	4	5
İndirgeme faktörü	0,87	0,75	0,65	0,56	0,49
İndirgenmiş temettüler (Bin TL)	0	137.947	31.241	3.491	3.230
(1) İndirgenmiş temettüler toplamı (Bin TL)		175.910			
Devam edendeğer (Bin TL)		70.051			
<b>(2) İndirgenmiş devam eden değer (Bin TL)</b>		<b>34.081</b>			
(3=2+1) Mistral İzmir projesinden dağıtılacak temettülerin indirgenmiş değeri (Bin TL)		209.990			
(4) İki arsa ekspertiz değeri (Bin TL)		43.530			
<b>(3+4) Asgari Yatırım Değeri (bin TL)</b>		<b>253.520</b>			
<b>Toplam Pay Adedi (Bin)</b>		<b>39.000</b>			
<b>Pay başına değer (TL)</b>		<b>6,50</b>			

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş temettü yöntemi ile bulunan tutar "Asgari Yatırım Değeri" olarak anılmakla birlikte, sadece mevcut projeden yaratılacak kar payı ödemelerini içermekte ve projeden elde edilecek fakat kar payı olarak dağıtılması öngörülmemeyen kısmın potansiyel değerini ve büyümeye etkisini içermemektedir. Söz konusu değer firmanın temettü dağıtma kapasitesi ile yatırımcılara sunduğu değeri ifade etmektedir.

## Halka Arz Fiyatı

Şirketin NAD ve benzer şirket çarpanı yöntemleriyle hesaplanan değeri ve temettü ödemeleri ile bulunan "Asgari Yatırım Değeri" değeri, şirketin mevcut 39 milyon 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 çarpanı)	186.127	4,77
<i>İndirgenmiş temettü yöntemi - Asgari Yatırım Değeri Analizi</i>	253.520	6,5

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

Nihai değer olarak Net Aktif Değer kullanılmakta olup, indirgenmiş temettü yöntemi ile bulunan asgari yatırım değeri, Net Aktif Değer iskontosu için bir gösterge olarak kullanılmıştır. Bu bağlamda, "Geri Alım Garantisi" ile yatırımcılara sağlanacak çıkış opsiyonu da göz önüne alınarak Mistral GYO'nun halka arz pay fiyatı 5,50 TL olarak takdir edilmiştir. Söz konusu fiyata göre Ortaklık'ın halka arz fiyatı, net aktif değer yöntemine göre hesaplanan değere göre %38,0 seviyesinde iskontoya sahiptir.

	Şirket değeri (Bin TL)	Pay başına değer (TL)
İskontolu Halka Arz Değeri	214500	5,5
Net Aktif Değer	346150	8,87
Net Aktif Değere Göre İskonto Oranı	38,00%	

Kaynak: Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu

## Fiyat tespit raporuna ilişkin genel değerlendirme ve sonuç

- Fiyat Tespiti Raporunda kullanılan yöntemler ayrıntılı bir şekilde açıklanmış olup, Piyasa Değeri/Net Değeri çarpanında referans olarak kullanılacak değerlerin tespitinde sektörün genel ortalaması yerine, şirketin gelecekte düzenli temettü ödemesi yapacağı varsayımı ile halka açık GYO'lar içinde sadece düzenli temettü dağıtan şirketler baz alınmıştır. Farkın görülmesi açısından GYO sektörünün genel ortalamasına göre ortaya çıkacak değerlemenin de paylaşılmasının faydalı olacağını düşünüyoruz.
- 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 daha doğru yansıtacağına belirtilmiş olmasına rağmen iskonto oranının (%38) hesaplanmasında sadece Net Aktif Değer kullanılmıştır. Bununla birlikte benzer şirket çarpanı (temettü veren GYO'lar PD/NAD çarpanı) metodunun da nihai fiyat belirlenmesinde hesaplamaya dahil edilmesinin daha makul olacağını düşünüyoruz.
- 90 gün sonunda halka arzdan aldığı payları elinde tutanlara verilen 5,68 TL fiyattan %100 geri alım garantisini olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Sonuç olarak net aktif değer baz alınarak hesaplanan değere uygulanan %38'lik iskonto oranının, benzer şirket çarpanı (temettü veren GYO'lar PD/NAD çarpanı) metoduyla bulunan %46'lık oranın altında olmasına karşın, ortaya çıkan 5,50 TL'lik halka arz fiyatını, verilen %100 geri alım garantisini göz önünde bulundurduğumuzda makul olarak değerlendiriliyoruz.

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. 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 Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.