

**Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş tarafından hazırlanan Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.**

### **Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Hakkında Özet Bilgi**

Şirket,2012 tarihinde "Mistral Yapı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı ile kurulmuş olup, SPK'nın 19 Şubat 2016 tarih ve 12233903-325.01-E.2078 sayılı izni, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın Şirket Esas Sözleşme değişikliğine ilişkin 29 Şubat 2016 tarih ve 50035491-431.02 sayılı onay yazısı ve İzmir Ticaret sicil memurluğunun 14 Mart 2016 tarihindeki kararı ile "Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi" olarak tescil edilmiştir.

### **Ortaklık Yapısı**

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

Ortaklar	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
	Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)		Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)	
	A	B	A	B	A	B	A	B
Önder Türkkani	6.286.074	6.286.074	16,1%	16,1%	6.286.074	3.143.037	16,1%	8,1%
Haydar İnaç	4.311.576	4.311.576	11,1%	11,1%	4.311.576	2.155.788	11,1%	5,5%
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.950.000	1.950.000	5,0%	5,0%	1.950.000	975.000	5,0%	2,5%
Miray İnşaat Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	1.950.000	1.950.000	5,0%	5,0%	1.950.000	975.000	5,0%	2,5%
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	1.365.000	1.365.000	3,5%	3,5%	1.365.000	682.500	3,5%	1,8%
Lucien Arkas	975.000	975.000	2,5%	2,5%	975.000	487.500	2,5%	1,3%
Tufan Ünal	975.000	975.000	2,5%	2,5%	975.000	487.500	2,5%	1,3%
Diğer	1.687.351	1.687.351	4,3%	4,3%	1.687.351	843.676	4,3%	2,2%
Halka Açık	0	0	0,0%	0,0%	0	9.750.000	0,0%	25,0%
<b>Toplam</b>	<b>39.000.000</b>		<b>100,0%</b>		<b>39.000.000</b>		<b>100%</b>	

### **İmtiyazlı Paylar**

Ortaklığın 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, sahiplerine yönetim kurulu üyelerinin seçimine aday gösterme konusunda imtiyaz vermektedir grubu pay sahiplerinin 8 üyeden oluşan yönetim kurulunun 6 üyesini aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır.

## Halka Arz Verileri

İhraççı	Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Araçlık Yöntemi	En İyi Gayret Araçlığı
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Sermaye	39.000.000 TL
A grubu Paylar	19.500.000 TL
B Grubu Paylar	19.500.000 TL
Halka Arz Türü	Ortak Satış
Halka Arz Edilecek Paylar / Halka Arz Oranı	9.750.000 TL (Ortak Satışı) / %25
Halka Arz Sonrası Sermaye	39.000.000 TL
A grubu Paylar	19.500.000 TL
B Grubu Paylar	9.750.000 TL
Halka Açık Paylar	9.750.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%70) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%30)
Lock-Up (Satmama Taahhüdü)	1 sene satmama taahhüdü
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır
Hedeflenen Talep Toplama Tarihleri	12-13 Ocak 2017
Halka Arz Teşvikleri	%100 Geri Alım Garantisi (90 gün sonunda geri alım uygulanacaktır)

## Faaliyetler

Şirket'in kuruluş amacı, başta İzmir Bölgesi olmak üzere Türkiye'de orta-üst ve üst segmente yönelik gayrimenkul projeleri geliştirmek ve bu projelerden satış ve kira geliri kazanmaktadır. Ortaklık, izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla, 2013'te başladığı İzmir Konak bölgesinde yer alan Mistral İzmir projesini geliştirmekte ve "Mersinli Arsa" ve "Çınarlı Arsa" üzerinde projelendirme çalışmaları gerçekleştirmektedir.

## Gayrimenkul Projeleri Hakkında Bilgi

Mistral GYO A.Ş. İzmir Bayraklı'da hayata geçirdiği Mistral İzmir ilk projesidir. Mistral İzmir, Konut-Ofis-Otel-Açık Hava Çarşısı ve Yaşam Merkezi olarak hayata geçirilmektedir.

İzmir/Konak Mersinli Mahallesi'nde yer alan Mistral İzmir Karma Gayrimenkul Projesi "konut", "otel", "ofis" ve "çarşısı" olarak adlandırılan alışveriş merkezi alanlarından oluşmaktadır. Proje kapsamında toplamda 153 adet ofis, 110 adet konut, 96 odalı otel, 38 adet dükkan, 1 adet Fitness Center bulunmakta olup, proje iki farklı kule şeklinde planlanmıştır.

### Projeye ait Genel Bilgiler:

Toplam İnşaat alanı:117.404 m<sup>2</sup>  
Çarşı Kullanım Alanı:9.080 m<sup>2</sup>  
Çarşı Kiralanabilir Alan:7.077 m<sup>2</sup>  
Ofis Kullanım Alanı:34.570 m<sup>2</sup>  
Konut Kullanım Alanı:21.455 m<sup>2</sup>  
Otel Kullanım Alanı:6.700 m<sup>2</sup>

### Mersinli Mahallesi'nde 2 adet arsa

Mistral GYO'nun mevcut portföyünde, 2015 yılı içinde alınan, İzmir/Konak Mersinli Mahallesinde bulunan 8623 ada 8 parsel numaralı 2.268 m<sup>2</sup>'li "Arsa" vasıflı taşınmazın 6667/10000 hissesi ve 8623 ada 12 parsel numaralı 2.128,74 m<sup>2</sup>'li "Arsa" vasıflı taşınmazın 2/3 hissesi bulunmaktadır. Söz konusu arsalarda mevcut durumda henüz bir yapı geliştirilmemiştir.

Mersinli Mahallesi'nde 1 adet arsa

Ortaklık 2015 yılı içinde Mersinli Mahallesinde bulunan 8554 ada 6 parsel numaralı 5.954,27 m2 li "Arsa" vasıflı taşınmazın tamamını satın almıştır. Söz konusu taşınmazın üzerinde herhangi bir yapı bulunmamaktadır ve herhangi bir yapı ruhsatı yoktur.

## Önemli hususlar

### 1. Kar Dağıtım Politikası

Ortaklık, 11/07/2016 tarihinde aldığı Yönetim Kurulu Kararına 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.

### 2. Geri Alım Garantisi

Mistral GYO halka arzına katılan yatırımcılar, verilecek "Geri Alım Garantisi" ile Ortaklığı'n Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün sonra ellerindeki Mistral GYO paylarını halka arz edenlere geri satma hakkına sahip olacaklardır.

## Bilançolar

Bilançolar	2013	2014	2015	2016/09
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	45.396	59.598	127.457	201.197
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	26.281	8.821	1.240	2.640
<b>Ticari Alacaklar</b>	77	14	10.178	1.156
<b>Stoklar</b>	16.387	43.093	76.587	142.034
<b>Peşin Ödenmiş Giderler</b>	2.602	7.568	23.821	27.847
<b>Diğer Dönen Varlıklar</b>	-	-	15.353	27.252
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	25.797	53.204	99.699	99.674
<b>Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b>	23.511	43.165	99.500	99.500
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	193	180	143	122
<b>Diğer Duran Varlıklar</b>	2.076	9.843	-	-
<b>Toplam Varlıklar</b>	71.194	112.801	227.156	300.871
<b>Kısa Vadeli Borçlanmalar</b>	18.936	55.984	156.706	203.762
<b>Kısa Vadeli Borçlanmalar</b>	-	-	15.139	3.622
<b>Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları</b>	-	-	-	18.749
<b>Ticari Borçlar</b>	144	723	212	337
<b>Ertelenmiş Gelirler</b>	18.696	55.101	141.144	180.742
<b>Uzun Vadeli Borçlanmalar</b>	3.612	4.392	8.583	33.936
<b>Uzun Vadeli Borçlanmalar</b>	-	-	3.645	33.915
<b>Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü</b>	3.611	4.388	4.924	-
<b>Özkaynaklar</b>	48.645	52.425	61.867	63.173
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	33.980	33.980	39.000	39.000
<b>Kardan Ayrılan Kısıtlanan Yedekler</b>	-	222	895	895
<b>Geçmiş Yıl Karları</b>	-198	14.443	17.550	21.973
<b>Net Dönem Karı</b>	14.863	3.780	4.422	1.307
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	71.194	112.801	227.156	300.871

## Gelir Tabloları

Gelir Tabloları (Bin TL)	2013	2014	2015	2015/09	2016/09
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 Faaliyet Karı / (Zararı)	493	217	1.054	1.256	-113
Yatırım Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	19.076	4.529	5.169	2.809	39
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	18.584	4.746	6.224	4.065	75
Finansman Giderleri	-	-12	1.263	-1.340	3.543
Vergi Öncesi Karı	18.584	4.735	4.961	2.725	3.618
Dönem Vergi Gideri	108	-178	-1	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri	3.612	-777	537	-31	4.924
Dönem Karı	14.863	3.780	4.422	2.694	1.307

## Fiyat Tespit Raporundaki Değerleme Yöntemleri

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Mistral GYO değerlemesini gerçekleştirirken 3 çeşit değerlendirme yöntemi kullanmıştır. Bu değerlendirme yöntemleri; Net Aktif Değer Yöntemi, Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Temettü Yöntemi'dir. Aşağıdaki tabloda söz konusu yöntemler sonucu elde edilen piyasa değerleri ve hisse fiyatları yer almaktadır.

	Tespit Edilen Piyasa Değeri (Bin TL)	Tespit Edilen Hisse fiyatı (TL)
Net aktif Değer Yöntemi	346.150	8,88
Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi	186.127	4,77
İndirgenmiş Temettü Yöntemi	253.520	6,50

Halka arz fiyatı tespit edilirken İndirgenmiş Temettü Yönteminden gelen piyasa değeri göz önünde bulundurulmamıştır. Halka arz piyasa değeri Net aktif değer yöntemine yaklaşık %38 iskonto uygulanması sonucu 214.500 Bin TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değer 5,5 TL hisse fiyatına denk gelmektedir.

## Değer Tespiti Hakkındaki Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir.
- Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır
- Benzer şirketler hakkında verilen finansal bilgiler yeterlidir.
- İndirgenmiş temettü değerlendirme yönteminde uç değer büyüme oranı %5,5 olarak kabul edilmiştir. Uç değer büyüme oranının %5,5 olarak kabul edilmesi IMF'nin 2021 yılı için enflasyon beklentisinin %6,29 olmasına dayandırılmıştır. Bununla birlikte söz konusu IMF beklentisi 2021 yılı enflasyon tahminini ifade ederken uzun yıllar enflasyon ortalamasını ifade etmemektedir. Uzun vadede Türkiye için beklenen enflasyonun %5'den daha düşük olma olasılığının daha yüksek olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca

detaylı olmayan dönemden kaynaklanabilecek riski değer yedirmek adına uç değerden gelen değer toplam değerdeki payının (özellikle yatırım süreçleri tamamlanmış şirketler için) daha düşük olmasını muhafazakâr bir bakış açısı olarak makul buluyoruz. Bununla birlikte uluslararası değerlendirme standartları uç değer büyüme oranının ülke büyüme beklentisini geçmemesi gerektiğini ifade etmektedir.

- Nihai halka arz değeri 214.500 Bin TL olarak tespit edilirken bu durum Net Aktif Değer'e göre yaklaşık %38 iskontoya işaret etmektedir. Söz konusu iskonto oranı benzer şirket çarpanlarında görülen piyasa ortalama iskonto oranı olan %46'nın altındadır. Halka arz değerinin tespit edilmesinde daha muhafazakâr davranılmasının uygun olacağını düşünmekle birlikte yüksek temettü oranı vaadi halka arz fiyatını makul seviyelere çekmektedir. Ayrıca 90 gün sonrası için hisse alım garantisinin verilmesi de yatırımcılar için riski azaltan bir diğer faktördür.

## Sonuç

Mistral GYO halka arzı için tespit edilen ve yaklaşık %38 iskontoya denk gelen **214.500 bin TL** piyasa değeri ve **5,5 TL** hisse başı fiyatının yüksek temettü oranı vaadi ve geri alım garantisi düşünüldüğünde makul olduğu kanaatindeyiz.