

Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

20 Aralık 2016



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr



İçindekiler

1. Ortaklık Hakkında Genel Bilgiler.....	3
1.1. Kuruluş ve GYO Dönüşümü.....	3
1.2. Ortaklık Yapısı	3
1.3. İmtiyazlı Paylar.....	3
1.4. Faaliyetler	4
2. Ortaklık Gayrimenkul Portföyü Hakkında Genel Bilgiler	5
2.1. Mistral İzmir.....	5
2.2. Mersinli Arsası	6
2.3. Çınarlı Arsası	6
3. Ortaklık Finansal Tabloları	7
3.1. Gelir Tablosu	7
3.2. Bilanço	8
4. Önemli Hususlar	10
4.1. Kar Payı Dağıtım Politikası	10
4.2. Geri Alım Teşviği	10
5. Değerleme	11
5.1. Net Aktif Değer	11
5.2. Benzer Şirket Çarpanları	13
5.3. İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile “Asgari Yatırım Değeri” Analizi	13
6. Sonuç	16

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Medişi Mebusan Caddesi 61 Fındıklı 34327 İstanbul
Ticaret Sicil No : 42527 | www.tsib.com.tr

1. Ortaklık Hakkında Genel Bilgiler

1.1. Kuruluş ve GYO Dönüşümü

Ortaklık, 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 Memurluğu’nun 14 Mart 2016 tarihindeki kararı ile “Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi” (Mistral GYO) olarak tescil edilmiştir.

1.2. 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	%32,24
	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

1.3. İmtiyazlı Paylar

Ortaklık’ın 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. 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 suretiyle sağlanmaktadır.

1.4. Faaliyetler

Ortaklık'ın 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 kazanmaktır. Ortaklık, İzahnamede 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.

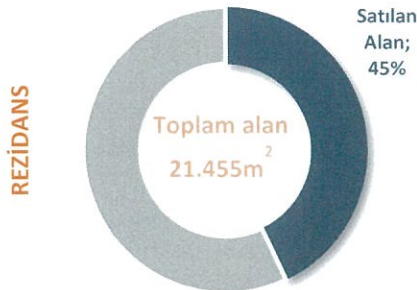
2. Ortaklık Gayrimenkul Portföyü Hakkında Genel Bilgiler

2.1 Mistral İzmir

Yer	Konak / İzmir
Teslim Tarihi	2017 Yılı
Proje Tipi	Rezidans, Ofis, Otel ve Çarşı
Rezidans Sayısı	110
Ofis Sayısı	153
Çarşı-Dükkan Sayısı	38
Otel-Oda Sayısı	96
SPA Sayısı	1
İnşaat Alanı	117.404 m ²
Arsa Büyüklüğü	13.923 m ²
Mimari Proje	DNA Mimarlık (TR), Progetto (ITA) Ortaklığı
Sertifika	LEED Platinum - Ofis, Gold - Rezidans
Toplam Maliyet	~\$72 Milyon



Satışa konu olan alanların satış yüzdeleri



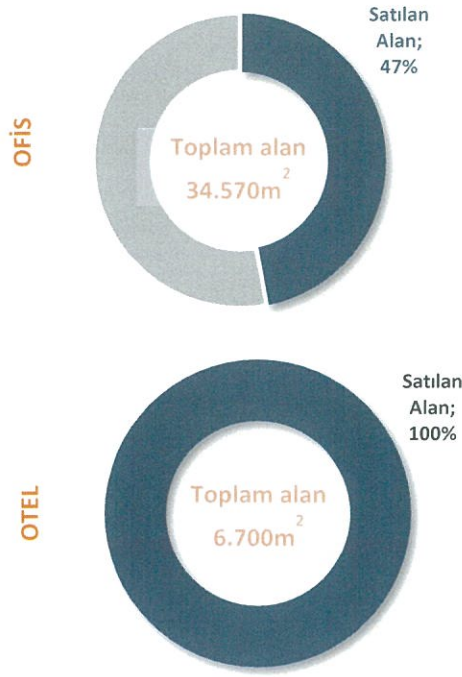
İzmir'in yeni kent merkezi Bayraklı'da geliştirilen en büyük karma projelerden biri olan "Mistral İzmir", İzmir ili, Konak İlçesi'nde yer almakta olup, "Rezidans", "Otel", "Ofis" ve "Çarşı" (Bağımsız Denetim Raporları ve Gayrimenkul Değerleme Raporları'nda "AVM" olarak adlandırılmıştır) alanlarından oluşmaktadır. Tüm proje çarşı binası ve iki ayrı kuleden oluşmakta, kulelerin biri ofisleri diğeri ise oteli ve rezidansları barındırmaktadır.

Proje kapsamında toplamda 153 adet ofis, 110 adet rezidans, 96 odalı otel, 38 adet dükkanlı çarşı ve 1 adet SPA bulunmaktadır. Projede toplam ofis, otel ve rezidans kullanımlarının tamamının satılacağı; Çarşı ve SPA'nın ise yönetici bir firma tarafından işletileceği ve kiralanacağı öngörülmektedir.

Mistral İzmir projesinin çizimi 2012 senesinde DNA Mimarlık ve İtalyan Progetto tarafından tamamlanmış olup, projenin inşası 2013 senesinde başlamıştır. Haziran 2013'te otel bölümünün tamamı Er Yatırım Turizm ve İnşaat A.Ş.'ye satılmış, Eylül 2013 itibarıyla yapı ruhsatı alınarak Mistral İzmir Projesi'nin inşasına başlanmıştır. 2017 yılında projenin %100'ünün tamamlanması öngörülmekte ve çarşı binasının lansmanının yapılması hedeflenmektedir.

Mistral İzmir projesinin 13.923 m² arsa büyüklüğü ve 117.404 m² inşa alanı bulunmakta olup, otel, ofis, rezidans ve çarşının toplam brüt alansal dağılımı 73.075 m² olarak belirlenmiştir.

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin hazırladığı 2016REVC78 no'lu rapora göre, 31 Mart 2016 tarihi itibarıyla, otel kullanımına tahsis edilen bağımsız



alan tamamen satılmış olup, aynı rapor tarihi itibarıyla m² bazında rezidansların yaklaşık %45'i, ofislerin ise %47'si ön satış sürecinde satılmıştır.

Firma'nın sağladığı verilere göre Aralık 2016 itibarıyla; ofis kulesinin tamamlanma oranı %90, rezidans kulesinin tamamlanma oranı %95 ve çarşının tamamlanma oranı %90 olarak belirtilmiştir.

2.2 Mersinli Arsası

Yer	Konak / İzmir
Arsa Alanı	8623 Ada; 8 no.'lu parsel 2.268,00 m ² (6667/10000 hisse) 12 no.'lu parsel 2.128,74 m ² (2/3 hisse)
Satın Alım Tarihi	17 Şubat 2015
Planlanan Projeler	Rezidans, Ofis

Ortaklık'ın mevcut portföyünde 2015 yılı içinde alınan İzmir İli, Konak İlçesi, Mersinli Mahallesi'ndeki 8623 ada 8 parsel numaralı 2.268 m²'li "Arsa" vasıflı taşınmazın 6667/10000 hissesi ve 8623 ada 12 parsel numaralı 2.128,74 m²'li "Arsa" vasıflı taşınmazın 2/3 hissesi 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 barındırması hedeflenen yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

2.3 Çınarlı Arsası

Yer	Konak / İzmir
Arsa Alanı	8554 ada 6 Parsel; 5.954 m ²
Satın Alım Tarihi	17 Eylül 2015
Planlanan Projeler	Hastane Binası, Ofis

Ortaklık 2015 yılı içinde İzmir İli, Konak İlçesi, Mersinli Mahallesi'nde bulunan 8554 ada 6 parsel numaralı 5.954,27 m²'li "Arsa" vasıflı taşınmazın tamamını Arkas Konteyner Taşımacılık A.Ş.'den satın almıştır. Söz konusu taşınmazın üzerinde mevcut durumda henüz bir yapı inşasına başlanmamış olmakla birlikte, bölgedeki mevcut talep ve ihtiyaç doğrultusunda hastane ve ofis yapılarından oluşan yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

3 Ortaklık Finansal Tabloları

3.1. Gelir Tablosu

Mistral GYO'ya ait 2013, 2014 ve 2015 yıl sonu 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
BRÜT KAR	-	-	-	-	-
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)
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	(113)	1.256	1.055	217	(493)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	39	2.809	5.169	4.529	19.076
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	75	4.065	6.224	4.746	18.584
Finansman Giderleri	(3.543)	(1.340)	(1.263)	(12)	-
VERGİ ÖNCESİ KAR	(3.618)	2.725	4.961	4.735	18.584
Vergi Gideri	4.924	(31)	(538)	(955)	(3.720)
Dönem Vergi Gideri	-	-	(1)	(178)	(108)
Ertelenmiş Vergi Gideri	4.924	(31)	(537)	(777)	(3.612)
DÖNEM KARI	1.307	2.694	4.422	3.780	14.863

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.

Firma ilk banka kredisini 2015 yılında kullanmış olup, 2016 yılında da ABD doları cinsinden uzun vadeli banka kredisi kullanımı gerçekleştirmiştir. Firmanın finansman gideri dolar cinsinden kullanılan kredilerin faiz giderinden 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.

3.2. Bilanço

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

VARLIKLAR (Bin TL)	30/09/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
DÖNEN VARLIKLAR				
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
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	25.801	21.579	3.995	1.946
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	2.046	2.241	3.591	656
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	268	260		
Diğer Dönen Varlıklar	27.252	15.353		
Toplam Dönen Varlıklar	201.197	127.457	59.598	45.396
DURAN VARLIKLAR				
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
Toplam Duran Varlıklar	99.674	99.699	53.204	25.797
TOPLAM VARLIKLAR	300.871	227.156	112.801	71.194
YÜKÜMLÜLÜKLER (Bin TL)	30/09/2016	31/12/2015	31/12/2014	31/12/2013
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
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
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	50.302	33.932	14.516	2.704
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	130.440	107.212	40.585	15.992
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	268	202	147	91
Diğer Borçlar	2	-		
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	203.762	156.706	55.984	18.936
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
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
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.936	8.583	4.392	3.612
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş Sermaye	39.000	39.000	33.980	33.980
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	895	895	222	
- <i>Tanımlanmış Fayda Planlarının Birikmiş Yeniden Ölçüm Kazançları</i>	(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
Toplam Özkaynaklar	63.173	61.867	52.425	48.645
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	300.871	227.156	112.801	71.194

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.

4. Önemli Hususlar

4.1. Kar Dağıtım Politikası

Faaliyetlerinden sağlayacağı karı, ortakları ile paylaşan bir stratejiyi benimseyen Mistral GYO, Ortaklık'ın sürekliliğini ve yatırımlarını da dikkate alarak yatırımcılarına kar payı dağıtmayı hedeflemektedir.

Bu kapsamda finansal durumu uygun olduğu sürece yaratacağı karı yatırımcıları ile paylaşmayı benimseyen 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. Söz konusu temettünün dağıtımına ilişkin olarak İzahname'nin 5.3.2 no'lu maddesindeki hususlar dikkate alınmalıdır.

4.2. Geri Alım Garantisi

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

Geri Alım Garantisinden yararlanmak isteyen yatırımcılar ellerindeki Mistral GYO paylarını 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutmaları durumunda, söz konusu süre boyunca hesaplarında bulunan en düşük şirket pay miktarını halka arz edenlere geri satma hakkı elde edeceklerdir. Söz konusu geri alım garantisi halka arz edilen payların %100'ü için geçerli olacaktır. Geri alım garantisi ile ilgili detaylı bilgi İzahname'nin 27.4. bölümünde yer almaktadır.

5. Değerleme

5.1. Net Aktif Değer

Net aktif değer, portföydeki varlıkların güncel değerlerine diğer nakde dönüşebilen aktiflerin eklenip yükümlülükleri düşülmesi sonucu varılan değeri ifade etmektedir.

Mistral GYO'nun işbu raporun 3.2. maddesinde yer alan bilançosunda, portföyünde bulunan Mistral İzmir bünyesindeki "Çarşı", "Çınarlı Arsası" ve "Mersinli Arsası" rayiç değerleri ile "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" kaleminde yer alırken, Mistral İzmir Projesi'nde satışa konu olan kısımlar için gerçekleştirilen maliyetler, maliyet değeri ile "Stoklar" kaleminde yer almaktadır. Söz konusu kalemler, SPK onaylı bağımsız bir gayrimenkul değerleme kuruluşu olan "TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş."nin, hazırlamış olduğu 30/03/2016 tarihli, 2016REVC78, 2016REV274 ve 2016REV275 no'lu gayrimenkul değerleme raporlarından alınan değerler kullanılmış ve firma değerleme perspektifi ile düzenlemeler yapılmıştır.

Ortaklık'ın "Gayrimenkul Portföy Değeri" hesaplanırken, firmanın adil değerini bulmak adına Mistral İzmir Projesi'nin "Proje Değeri" dikkate alınmaktadır. Gayrimenkul değerleme şirketince hesaplanan değerler ve işbu fiyat tespit raporu için yapılan düzenlemeler aşağıda yer almaktadır.

Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	(Bin TL)
Mistral İzmir Proje Değeri	377.990
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770
Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	421.520

Mistral GYO'nun gayrimenkul portföyünde yer alan "Mistral İzmir" taşınmazına ait proje değeri üzerinde, tüm proje değerini yansıtmak adına düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu taşınmazın değeri, TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından "Tapusu teslim edilmemiş alanlar" baz alınarak gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda işbu fiyat tespit raporu için yapılan değişiklikler bütün projenin değerini temsil etmek için gerçekleştirilmiş olup; tapusu teslim edilmiş alanların değeri gayrimenkul değerleme şirketinin belirlediği proje değerine eklenmiştir. Bu düzenleme ile gayrimenkul değerleme yaklaşımından firma değerleme yaklaşımına geçmek amaçlanmıştır. Tapusu teslim edilmiş alanların değeri, Mistral GYO'nun bu alanlar için tahsil ettiği tutar ve bu alanlara ilişkin ilerleyen dönemlerde ödemesi gerçekleşecek olan senetlerden oluşmaktadır.

Gayrimenkul değerleme şirketleri kendi teamüllerine uygun maliyet hesaplaması yaparken ve döviz cinsi işlemleri kendi teamülleri gereği dönem sonu veya ortalaması kurlarından çevirirken, tarafımızca yapılan değerlemede satışlar ve maliyetler için firmanın muhasebe kayıtlarına fiili giriş kurları kullanılmıştır. Bu nedenle arada görülen fark bir düzenleme kalemi olarak yer almaktadır.

Mistral İzmir proje değerinde yapılan düzenlemelere ilişkin tabloya aşağıda yer verilmiştir.

Mistral İzmir Proje Değeri – Düzenlemeler	(Bin TL)
Mistral İzmir Proje Değeri (Mart 2016)	377.990
Tapusu Teslim Edilen Alanların Değeri	79.594
Geçmiş Tahsilatlar ve Maliyetlere İlişkin Düzenleme	3.721
Düzenlenmiş Mistral İzmir Proje Değeri	461.305

Yukarıda yer alan güncellemeler ile yeniden düzenlenen gayrimenkul portföyüne ilişkin değerler aşağıda verilmiştir.

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
Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri	504.835

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)
Net Aktif Değer	346.150
Toplam Pay Adedi (Bin)	39.000
Pay Başına Net 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.

Buna göre Mistral GYO’nun net aktif değeri yaklaşık 346,1 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değer hesaplanırken Mistral GYO’nun “Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri”ne, bilançoda bulunan diğer aktif kalemleri eklenmiş olup, kısa ve uzun vadeli yükümlülükler söz konusu değerden düşülmüştür.

5.2. Benzer şirket çarpanı

GYO'ların değerlendirilmesinde en çok kullanılan çarpan Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri çarpanıdır. İşbu fiyat tespit raporunda halka açık GYO'lar içinde düzenli temettü dağıtan şirketler, 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 değerleri 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 şirketlerin 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)	PD/NAD
	20/12/2016	30/09/2016	
Temettü veren GYO'lar	19,588,752	36,430,120	0.54
Emlak Konut GYO	11,324,000	19,351,703	0.59
Torunlar GYO	2,065,000	5,116,823	0.40
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
Akış 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 Şirket 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 Değer (TL)	4.77

5.3. 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 verilmektedir.

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

Ödeneceği Yıl	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Temettü Tahminleri (Bin TL)	0	184,025	48,135	6,214	6,640

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. Bu yöntemde kullanılan özsermaye maliyeti hesaplamasında aşağıdaki formülasyon dikkate alınmıştır.

$$R_e = r_f + \beta(RP)$$

R_e : Özsermaye maliyeti

r_f : Risksiz faiz oranı

β : Beta

RP : Risk primi

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 alınmış ve daha muhafazakar davranılmıştır.

Devam eden değer hesaplamasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\text{Devam eden değer} = 2021 \text{ yılı temettü değeri} * (1 + \text{büyüme oranı}) / (\text{özsermaye maliyeti} - \text{büyüme oranı})$$

İndirgenmiş temettü yönteminde sadece Mistral İzmir projesinden yaratılacak dağıtılabilir kar ve temettü öngörülleri 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 eden değer (Bin TL)	70.051				
(2) İndirgenmiş devam eden değer (Bin TL)	34.081				
(3=1+2) Mistral İzmir projesinden dağıtılacak temettülerin indirgenmiş değeri (Bin TL)	209.990				
(4) İki arsa ekspertiz değeri (Bin TL)	43.530				
(3+4) Asgari Yatırım Değeri (Bin TL)	253.520				
Toplam Pay Adedi (Bin)	39.000				
Pay başına değer (TL)	6,50				

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 öngörülmemiş kısmın potansiyel değerini ve büyümeye etkisini içermemektedir. Söz konusu değer firmanın temettü dağıtım kapasitesi ile yatırımcılara sunduğu değeri ifade etmektedir.

6. Sonuç

Şirketin NAD ve Benzer Şirket çarpanı yöntemleriyle hesaplanan değerleri ve temettü ödemeleri ile bulunan "Asgari Yatırım Değeri" değeri, Ortaklık'ın 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
İndirgenmiş temettü yöntemi - Asgari Yatırım Değeri Analizi	253.520	6,50

Yapılan değerlendirme çalışmaları sonrası Mistral GYO'nun Net Aktif Değer ve Benzer Şirket Çarpanı ile bulunan değerler sırası ile 346,2 milyon TL ve 186,1 milyon TL bulunurken, İndirgenmiş Temettü Yöntemi analizi ile bulunan Asgari Yatırım Değeri 253,5 milyon TL'dir. Sektör dinamikleri ve Mistral GYO'nun sürdürülebilir kar payı ödeme politikası göz önüne alındığında Net Aktif Değer ve İndirgenmiş Temettü yöntemi ile bulunan değerlerin Ortaklık'ın adil firma değerini daha doğru yansıtacağı takdir edilmektedir. Düzenli temettü verme politikası ve dağıtılabilir karından, projenin niteliğinden de ötürü, öngörülebilir sürede yüksek oranda temettü dağıtma potansiyeli Ortaklık'ı diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarından farklılaştıracak olup, buna bağlı olarak Mistral GYO'nun benzer şirketlere göre daha düşük bir iskonto ile değerlendirilebileceği düşünülmektedir.

İndirgenmiş temettü yöntemi ile bulunan değer, Mistral GYO'nun yatırımcılarına sunacağı getirinin önemli bir göstergesi olurken, Net Aktif Değer yöntemi ile bulunan değer firmanın en büyük varlığı olan Mistral İzmir projesinin değer yaratma potansiyelini göstermektedir.

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	214.500	5,50
Net Aktif Değer	346.150	8,87
Net Aktif Değere Göre İskonto Oranı	%38,0	