

Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("MSGYO", "Mistral GYO" veya "Şirket") için Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanarak 06.01.2017 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Mistral GYO'nun halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 39.000.000 TL - Halka Arz Şekli : Ortak Satışı - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 9.750.000 TL - Halka Arz Miktarı - Toplam : 9.750.000 TL - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 25,00%									
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 5,50 TL - Şirket Değeri : 214,5 milyon TL - Halka Arz Büyüklüğü : 53,6 milyon TL - Yurtiçi Bireysel Halka Arz Büyüklüğü : 37,5 milyon TL - Yurtiçi Kurumsal Halka Arz Büyüklüğü : 16,1 milyon TL									
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama									
Aracılık Yöntemi	- Konsorsiyum Lideri ve Üyeleri En İyi Gayret Aracılığı yöntemiyle aracılık edecektir.									
Konsorsiyum Lideri	- TSKB liderliğinde oluşturulan 18 üyeli konsorsiyum									
Fiyat İstikrarı İşlemleri	- 10.725.000 TL tutarındaki kaynakla 30 gün süreysel fiyat istikrarı işlemlerinin yapılması planlanmaktadır.									
%100 Geri Alım Garantisi	Yatırımcılar halka arzdan aldıkları payların tamamını veya bir kısmını Mistral GYO paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarından tutmaları durumunda, 90 gün içerisinde hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket pay miktarını 5,68 TL fiyatından halka arz eden 2 ortağa satma hakkına sahip olacaktır.									
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket ortakları 1 yıl pay satışı yapmama, Şirket de 1yıl bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü vermiştir.									
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr><tr><td>- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>70%</td><td>6.825.000</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>30%</td><td>2.925.000</td></tr></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	70%	6.825.000	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	30%	2.925.000
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı								
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	70%	6.825.000								
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	30%	2.925.000								
BİST İşlem Kodu	- MSGYO									
Talep Toplama Tarihleri	- 12 - 13 Ocak 2017									

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Mistral GYO, 18 Ocak 2012 tarihinde Mistral Yapı Gayrimenkul Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile İzmir’de kurulmuş olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun izni ile birlikte yapılan esas sözleşme değişikliği sonucunda 14 Mart 2016 tarihinde GYO’ya dönüşümü sağlanmış ve Şirket unvanı Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.

Şirket ana faaliyet konusu gereği, SPK’nın gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konular çerçevesinde gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmaktadır. Bu kapsamda Şirketin 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 kazanmak olarak ifade edilmiştir.

Şirketin 30.09.2016 dönemi itibarıyla 5 personeli bulunmaktadır.

Mistral GYO’nun 2015 yılında kurulmuş olan Meltem Bina Yönetimi Turizm Sanayi ve Ticaret unvanlı şirkette %70 oranında payı bulunmaktadır.

Şirket 2013 yılında İzmir Bayraklı bölgesinde yer alan Mistral İzmir projesini gerçekleştirmekte olup, bununla birlikte Mersinli Arsa ve Çınarlı Arsa alanlarında da projelendirme çalışmaları yürütülmektedir.

Mistral İzmir

İzmir’in yeni kent merkezi olarak nitelenen Bayraklı’da geliştirilen ve en büyük karma projelerden biri olan Mistral İzmir, rezidans, otel, ofis ve çarşı alanlarından oluşmaktadır. Çarşı binası ve 2 ayrı kuleden oluşan projedeki kulelerden birisi ofisleri, diğer ise oteli ve rezidansları içermektedir.

Proje kapsamında 153 adet ofis, 110 adet rezidans, 96 odalı otel, 38 adet dükkanlı çarşı ve 1 adet SPA bulunmaktadır. Ofis, otel ve rezidansların satılması, Çarşı ve SPA’nın ise yönetici bir firma tarafından işletilmesi ya da kiralanması öngörülmektedir.

2013 yılında inşasına başlanan projedeki ofis kulesinin %90’ı, rezidans kulesinin %95’i, çarşı bölümünün ise %90’ı tamamlanmış olup, 2017 yılı içerisinde tamamının bitmesi öngörülmektedir.

Mistral İzmir	
Yer	Konak, / İzmir
Proje Tipi	Rezidans, Ofis, Otel ve Çarşı
Teslim Tarihi	2017
İnşaat Alanı	117.404 m ²
Arsa Büyüklüğü	13.923 m ²
Rezidans Sayısı	110
Ofis Sayısı	153
Çarşı - Dükkan Sayısı	38
Otel Oda Sayısı	96
SPA Sayısı	1
Toplam Maliyet	72.000.000 \$
Ekspertiz Değeri (TL)	461.305.000 TL

Mistral İzmir Projesinin Alansal Dağılımı aşağıda yer almakta olup, 13.923 m² arsa büyüklüğü ve 117.404 m² inşaat alanı olan projenin, otel (6.700 m²), rezidans (21.455 m²), ofis (34.570 m²) ve çarşı (9.080 m²) alanlarının toplam brüt alansal dağılımı 73.075 m²’dir.

Alansal Dağılım	Alan (m ²)	%
Ofis	34.570	29%
AVM (Çarşı)	9.080	8%
Rezidans	21.455	18%
Otel	6.700	6%
SPA	1.270	1%
Tesisat Katı	7.145	6%
Otopark + Sığınak (Bodrum Kat)	30.777	26%
Ofis Çift Cephe Alanı	6.408	5%
TOPLAM	117.405	100%

Projede yer alacak otel bölümü 27.06.2013 tarihinde yapılan sözleşme ile 15.000.000 ABD Dolarına satılmış olup, tapu devri 09.02.2015 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

SPA merkezinin de kiralanması için bir firma ile 02.10.2015 tarihinde sözleşme yapılmıştır.

Mersinli Arsa (İzmir Konak Mersinli Mahallesinde 2 adet arsa)

Şirketin 17.02.2015 tarihinde portföye alınan, İzmir/Konak Mersinli Mahallesinde bulunan 8623 ada 8 parsel numaralı 2.268 m² büyüklüğündeki arsanın 2/3'lük hissesi Şirketin hakim ortakları olan Önder Türkkan ve Haydar İnaç'tan 1.647.299 ABD Dolarına (4.371.725 TL) ve 8623 ada 12 parsel numaralı 2.128,74 m² büyüklüğündeki arsanın da 2/3 hissesi 2.500.000 ABD Dolarına (6.253.928 TL) ilişkili olmayan kişiden satın alınmıştır. Söz konusu arsalarda mevcut durumda henüz bir yapı geliştirilmemiş olmakla beraber, gayrimenkul piyasası ve oluşacak talebe göre Mistral İzmir projesine benzer nitelikte orta ve üst segment tüketiciye yönelik hem konut hem de ofis yapılarını barındırması planlanan yeni bir projenin geliştirilmesi öngörülmektedir.

Çınarlı Arsa (İzmir Konak Mersinli Mahallesinde 1 adet arsa)

Şirketin 16.09.2015 tarihinde portföye alınan, İzmir/Konak Mersinli Mahallesinde bulunan 8554 ada 6 parsel numaralı 5.954 m² büyüklüğündeki arsanın tamamı Arkas Konteyner Taşımacılık A.Ş.'den 9.500.000 ABD Dolarına (29.606.480 TL) satın alınmıştır. Söz konusu arsalarda mevcut durumda henüz bir yapı geliştirilmemiş olup, tır parkı olarak kullanılmaktadır. Gayrimenkul piyasası ve oluşacak talebe göre arsa üzerinde hastane ve ofis projesinin geliştirilmesi öngörülmektedir.

Mistral GYO'nun halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

	Halka Arz Öncesi Sermaye	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye	Halka Arz Sonrası Sermaye Payı
Önder Türkkan	12.572.148	32,24%	9.429.111	24,18%
Haydar İnaç	8.623.152	22,11%	6.467.364	16,58%
Lucien Arkas	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Tufan Ünal	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	2.730.000	7,00%	2.047.500	5,25%
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Miray İnşaat Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Ayşe Gaye Ünsal	780.000	2,00%	585.000	1,50%
Mehmet Doğan Atay	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Hüseyin Birazer	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Şevket Akın Kayacan	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Hasan Bumin Anal	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Berkem Tekstil Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Printsan Emprime Sanayi Ticaret Ltd. Şti.	390.000	1,00%	292.500	0,75%
Mehmet Nomal	206.206	0,53%	154.655	0,40%
Banu İnaç	24.247	0,06%	18.185	0,05%
Erkan İnaç	24.247	0,06%	18.185	0,05%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	9.750.000	25,00%
Toplam	39.000.000	100%	39.000.000	100%

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeye olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

4- Finansal Tablolar

BİLANÇO (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş - Konsolide			
VARLIKLAR	30.09.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Dönen Varlıklar	201.247.244	127.517.980	59.597.631	45.396.446
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.687.775	1.299.441	8.821.181	26.280.840
Ticari Alacaklar	1.155.932	10.177.732	14.239	76.747
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.155.932	10.177.732	14.239	76.747
Diğer Alacaklar	0	18.748	82.974	50.267
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	0	18.748	82.974	50.267
Stoklar	142.034.072	76.586.943	43.092.798	16.386.994
Peşin Ödenmiş Giderler	27.847.163	23.820.787	7.586.439	2.601.598
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	25.800.841	21.579.477	3.995.056	1.945.942
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	2.046.322	2.241.310	3.591.383	655.656
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Dönen Varlıklar	268.324	260.386	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	27.253.978	15.353.943	0	0
Duran Varlıklar	99.630.334	99.656.542	53.203.764	25.797.091
Diğer Alacaklar	2.610	2.610	2.610	2.610
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.610	2.610	2.610	2.610
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	99.500.000	99.500.000	43.165.000	23.511.000
Maddi Duran Varlıklar	121.882	143.308	179.932	192.522
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.842	9.387	12.780	14.677
Peşin Ödenmiş Giderler	0	1.237	490	372
Diğer Duran Varlıklar	0	0	9.842.952	2.075.910
TOPLAM VARLIKLAR	300.877.578	227.174.522	112.801.395	71.193.537
KAYNAKLAR	30.09.2016	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Kısa Vadeli Yükümlülükler	203.763.054	156.713.897	55.984.264	18.936.155
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.621.581	15.139.278	0	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	18.749.224	0	0	0
Ticari Borçlar	337.933	215.196	722.832	143.912
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	337.933	215.196	722.832	143.912
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	42.791	8.243	14.080	5.608
Diğer Borçlar	1.856	5.024	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.856	5.024	0	0
Ertelenmiş Gelirler	180.741.939	141.143.815	55.100.825	18.695.626
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	50.302.279	33.931.924	14.515.823	2.703.903
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	130.439.660	107.211.891	40.585.002	15.991.723
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	267.730	202.341	146.527	91.009
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.936.219	8.583.439	4.391.810	3.611.932
Uzun Vadeli Borçlanmalar	33.914.593	3.645.491	0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	21.626	13.491	4.042	967
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	0	4.924.457	4.387.768	3.610.965
ÖZKAYNAKLAR	63.178.305	61.877.186	52.425.321	48.645.450
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	63.162.812	61.859.750	52.425.321	48.645.450
Ödenmiş Sermaye	39.000.000	39.000.000	33.980.000	33.980.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-915	-78	632	562
Tanımlanmış Fayda Planları Ölçüm Kayıpları	-915	-78	632	562
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış ve Diğer Yedekler	894.552	894.552	222.151	0
Geçmiş Yıllar Karları	21.965.276	17.550.137	14.442.737	-198.439
Net Dönem Karı	1.303.899	4.415.139	3.779.801	14.863.327
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	15.493	17.436	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	300.877.578	227.174.522	112.801.395	71.193.537

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

GELİR TABLOSU	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide)				
KAR VEYA ZARAR KISMI	30.09.2016	30.09.2015	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Hasılat	-	-	-	-	-
Satışların Maliyeti (-)	-	-	-	-	-
BRÜT KAR/(ZARAR)	0	0	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.342.616)	(671.693)	(929.478)	(697.776)	(870.659)
Satış Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	(404.882)	(77.066)	(94.480)	(544.696)	(83.701)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.326.171	7.396.274	7.195.829	1.558.007	1.399.264
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(2.697.141)	(5.397.085)	(5.126.104)	(98.077)	(937.685)
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	(118.468)	1.250.430	1.045.767	217.458	(492.781)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	38.703	2.809.000	5.169.289	4.528.684	19.076.377
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)	(79.765)	4.059.430	6.215.056	4.746.142	18.583.596
Finansman Giderleri (-)	(3.542.736)	(1.340.032)	(1.263.051)	(11.628)	-
VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	(3.622.501)	2.719.398	4.952.005	4.734.514	18.583.596
Vergi (Gideri)/Geliri	4.924.457	(30.856)	(538.180)	(954.713)	(3.720.269)
-Dönem Vergi (Gideri)/Geliri	-	-	(1.313)	(177.928)	(108.305)
-Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	4.924.457	(30.856)	(536.867)	(776.785)	(3.611.964)
DÖNEM KARI/(ZARARI)	1.301.956	2.688.542	4.413.825	3.779.801	14.863.327
Dönem Karının Dağılımı	1.301.956	2.688.542	4.413.825	3.779.801	14.863.327
Ana Ortaklık Payları	1.303.899	2.690.337	4.415.139	3.779.801	14.863.327
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(1.943)	(1.795)	(1.314)	0	0
Pay Başına Kazanç	0,0334	0,0689	0,1210	0,1112	0,4374

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ortak satışı yöntemiyle gerçekleşeceği için halka arzda ortakların elde edeceği gelir kendi tasarruflarında olacaktır. Bununla birlikte ortak satışından elde edilecek gelirin %20'lik kısmına denk gelen 10.725.000 TL'lik kısmı fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılmak üzere bloke edilecektir.

6- Halka Arz Teşviki

Geri Alım Taahhüdü

Yatırımcılar halka arzdan 5,50 TL'den aldıkları payların tamamını veya bir kısmını Mistral GYO paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarından tutmaları durumunda, 90 gün içerisinde hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket pay miktarını 5,68 TL fiyatından halka arz eden 2 ortağa satma hakkına sahip olacaktır.

7- Kar Dağıtım Politikası

Mistral İzmir projesindeki satılabilir alanların satışlarının tamamlanması hedeflenen 2017 ve 2018 yılları için her sene sonunda elde edilen net dönem karından kanuni mükellefiyetler düşüldükten sonra hesaplanacak Dağıtılabilir Kar'ın %70'inin, 2018 yılından sonraki dönemlerde ise dağıtılabilir karın en az %50'sinin kar payı olarak dağıtılması öngörülmektedir.

8- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirketin portföyünde yer alan varlıklara ilişkin bilgiler ve Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2013, 2014, 2015 yıl sonu ve 30.09.2016 karşılaştırmalı finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 3 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Net Aktif Değer (NAD) Analizi
- Benzer Şirket Çarpanı
- İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile Asgari Yatırım Değeri Analizi

Mistral GYO'nun portföyünde yer alan Mistral İzmir projesindeki Çarşı, Mersinli ve Çınarlı arsaları rayiç değerleri ile Yatırım Amaçlı gayrimenkuller içerisinde yer alırken, Mistral İzmir projesinde satışa konu olan kısımlar ise maliyet değerleri üzerinden stoklar kaleminde sınıflandırılmıştır.

30.03.2016 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporu üzerinden hareketle yapılan düzenlemeler çerçevesinde Mistral İzmir Projesinin 30.09.2016 dönemine ilişkin düzenlenmiş proje değeri hesaplanarak değerlemede dikkate alınmış, bu doğrultuda Şirketin Net Aktif Değeri hesaplanmıştır.

Benzer şirket çarpanları için 20.12.2016 tarihli piyasa değerleri ile 30.09.2016 dönemine ilişkin net aktif değerler dikkate alınmış ve Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri iskontolarına göre şirket değeri tespit edilmiştir.

Şirketin kar dağıtım politikasında öngördüğü kar dağıtım oranları ve şirket projeksiyonları çerçevesinde indirgenmiş temettü yöntemi ile şirket değeri tespiti yapılmıştır.

Hesaplanan 3 değerlendirme yönteminden Net Aktif Değer ile İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile elde edilen değerlerin Şirketin adil değerini daha doğru yansıtacağı ifade edilmesine karşılık, nihai değerlendirme yöntemi olarak Net Aktif Değer yöntemi seçilmiştir.

a) Net Aktif Değer (NAD) Analizi

Net Aktif Değer yöntemine göre değerlemede TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 30.03.2016 tarihli gayrimenkul değerlendirme raporlarından hareketle Mistral İzmir projesinde düzenleme yapılmıştır.

Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	Tutar (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 İzmir Proje Değeri - Düzenlemeler	Tutar (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
Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	461.305

Mistral GYO - Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	Tutar (Bin TL)
Mistral İzmir Proje Değeri	461.305
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770
Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri	504.835

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Net Aktif Değer Tablosu - 30.09.2016	Tutar (Bin TL)
Mistral İzmir Proje Değeri	461.305
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770
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	39.000
Pay Başına Net Aktif Değer (TL)	8,87

Yapılan düzenlemeler çerçevesinde Mistral GYO'nun 30.09.2016 dönemine ilişkin Net Aktif Değeri 346,15 milyon TL olarak belirlenirken, Şirketin 39 milyon TL olan sermayesi doğrultusunda pay başına net aktif değeri 8,87 TL'ye denk gelmektedir.

b) Benzer Şirket Çarpanı

Benzer şirket çarpanı analizinde Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri ("PD/NAD") çarpanı baz alınmıştır. BİST'te işlem gören GYO'lar içerisinde düzenli temettü dağıtan GYO'lar benzer şirket olarak kabul edilirken, söz konusu şirketlerin 20.12.2016 tarihli piyasa değerleri ve 30.09.2016 dönemine ilişkin Net Aktif Değerlerine göre hesaplanan PD/NAD çarpanı 0,54 olarak hesaplanırken, bu doğrultuda iskonto oranı %46 olarak belirlenmiştir.

Temettü Veren GYO'lar	Piyasa Değeri (Bin TL) 20.12.2016	NAD (Bin TL) 30.09.2016	PD/NAD
EKGYO	11.324.000	19.351.703	0,59
TRGYO	2.065.000	5.116.823	0,40
ISGYO	1.266.500	3.022.364	0,42
HLGYO	703.100	1.807.029	0,39
YGGYO	1.438.618	1.766.359	0,81
AKMGY	746.025	1.545.709	0,48
SAFGY	753.611	1.355.525	0,56
AKSGY	554.000	1.052.849	0,53
PAGYO	382.800	756.642	0,51
ALGYO	355.097	655.117	0,54
Toplam	19.588.752	36.430.120	0,54

Bu doğrultuda Mistral GYO'nun PD/NAD iskontosuna göre değeri 186,1 milyon TL olurken, pay başına NAD ise 4,77 TL'ye denk gelmektedir.

Mistral GYO Benzer Şirket PD/NAD Değeri

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

c) İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile Asgari Yatırım Değeri Analizi

Bu yöntemde Şirketin mevcut durumda geliştirilmekte olan Mistral İzmir projesinden elde edilecek gelirlerden hareketle dağıtılabilir kar tutarı üzerinden %70 oranında kar payı dağıtacağı öngörüsüyle temettü beklentileri oluşturulmuş ve söz konusu temettülerin indirgenmesi yöntemiyle şirket değerine ulaşılmıştır.

	2017	2018	2019	2020	2021
Temettü Tahminleri (Bin TL)	0	184.025	48.135	6.214	6.640
İndirgeme Faktörü	0,87	0,75	0,65	0,56	0,05
İndirgenmiş Temettü (Bin TL)	0	137.947	31.241	3.491	3.230
İndirgenmiş Temettü Toplamı	175.910				
Devam Eden Değer	70.051				
İndirgenmiş Devam Eden Değer	34.081				
Mistral İzmir Projesinden Dağıtılacak Temettülerin İndirgenmiş Değeri	209.990				
Arsaların Ekspertiz Değeri	43.530				
Asgari Yatırım Değeri	253.520				
Toplam Pay Adedi	39.000				
Pay Başına Değer	6,50				

İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile Asgari Yatırım Değeri analizine göre Mistral İzmir projesinin değeri tespit edilmiş ve portföydeki diğer arsaların rayiç değerinin eklenmesiyle Mistral GYO'nun Asgari Yatırım Değeri 253,5 milyon TL olarak hesaplanırken, pay başına değeri ise 6,50 TL'ye denk gelmektedir.

d) Sonuç

Yapılan hesaplamalar sonucunda Mistral GYO için değerlendirme yöntemleri bazında bulunan değerler aşağıda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Şirket Değeri (Bin TL)	Pay Başına Değer (TL)
Net Aktif Değer	346.150	8,87
Benzer Şirket Çarpanı	186.127	4,77
İndirgenmiş Temettü Yöntemi - Asgari Yatırım Değeri	253.520	6,50

Mistral GYO'nun nihai halka arz değeri için Net Aktif Değer yöntemi seçilmiş olup, söz konusu yöntemle göre elde edilen 346,15 milyon TL'lik şirket değerine %38 oranında net aktif değer iskontosu uygulanarak iskontolu şirket değeri 214,5 milyon TL, halka arz fiyatı ise 5,50 TL olarak belirlenmiştir.

9- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Mistral GYO'nun fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Net Aktif Değer yönteminin hesaplanmasında düzenlenmiş gayrimenkul portföy değerinin kullanılmasını makul buluyoruz.

- Benzer şirket olarak seçilen ve temettü veren GYO şirketlerinin PD/NAD iskontoları %19 – 61 aralığında değişmekte olup, ortalama iskonto oranı ise %46'dır. Mistral GYO için ise %38 oranında NAD iskonto uygulandığı görülmektedir.
- Fiyat istikrarı uygulaması ve 5,68 TL'den %100 geri alım taahhüdünün halka arzı destekleyici teşvik olduğunu düşünüyoruz.
- Benzer nitelikteki şirketlerin PD/NAD iskontosu %46 olmasına karşılık, Şirketin Net Aktif Değer yöntemine göre daha düşük olan %38 iskonto ile belirlenen 5,50 TL'lik halka arz fiyatının, ek halka arz iskontosu içermemesine karşılık %100 geri alım taahhüdü ile birlikte değerlendirdiğimizde makul olduğunu düşünmekteyiz.