



Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB"), Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Mistral", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

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

MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı alanında faaliyet göstermektedir.

Mistral GYO, 18 Ocak 2012 tarihinde kurulmuştur. Şirketin faaliyet konusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal eden, esas olarak gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapan ve kayıtlı sermayeli olarak faaliyet gösteren anonim ortaklıktır.

Şirket'in yönetim merkezi 283/1 Sokak No:2 Kat:5 Daire: 602 Bornova – İzmir adresinde bulunmaktadır.

Şirket'in 30 Eylül 2016 tarihi itibarıyla ortalama personel sayısı 5'tir (31 Aralık 2015: 3)

Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 39.000.000 TL'dir. Şirket sermayesinin 19.500.001 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyelerinin sekiz üyeden altısının seçiminde aday gösterme imtiyazı mevcut olup (B) grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	-
Ortak Satış	9.750.000
Toplam	9.750.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka arz fiyatı	5,50 TL
Brüt Halka arz geliri	53,6 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	-
Kotasyon	
Halka arz tarihi*	12-13 Ocak 2017
İşlem göreceği pazar	Kurumsal Ürünler Pazarı
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artırım yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Ortak satış yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı
Aracı Kurum	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Halka arz satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır.
Tahsisat	<ul style="list-style-type: none">Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%70)Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%30)%100 Geri Alım Garantisi (90 gün sonunda geri alım uygulanacaktır)
Teşvikler*	

*Geri Alım Taahhüdü'nden yararlanmak isteyen yatırımcılar ellerindeki Mistral GYO hisselerini 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutmaları durumunda, söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük şirket pay miktarını 5,68 TL'den Halka arz eden pay sahiplerine geri satma hakkı edeceklerdir. Söz konusu geri alım Taahhüdü halka arz edilen payların %100'ü için geçerli olacaktır.



PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu mah. İnönü cad. Işık Apt. Kat:5 Daire:9-10 Taksim/İstanbul
Tlf: (0212) 293 95 00 (pbx) Fax: (0212) 293 95 60 www.piramitmenkul.com.tr

Ortağın Adı Soyadı	ORTAKLIK YAPISI			
	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Önder Türkkani	12.572.148	%32,24	9.429.111	%24,18
Haydar İnaç	8.623.152	%22,11	6.467.364	%16,58
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat San. ve Tic. 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
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
Diğer (8 gerçek kişi/2 tüzel kişi)	3.374.700	%8,65	2.531.025	%6,49
Halka Açık	-	-	9.750.000	%25,00
TOPLAM	39.000.000	100,0%	39.000.000	100,0%

Faaliyetler

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 kazanmaktır. Şirket, 2013’te başladığı İzmir, konak bölgesinde yer alan Mistral İzmir projesini geliştirmekte ve “Mersinli Arsa” ve “Çınarlı Arsa” üzerinde projelendirme çalışmaları gerçekleştirmektedir.

Şirketin yakın zamanda tamamlanıp faaliyete geçmesi beklenen ve satış gelirlerini finansal tablolarına yansıtacağı tek proje Mistral İzmir projesi olup söz konusu proje, AVM, rezidans, otel ve çarşı yatırımlarını kapsayan entegre bir projedir. Sahip olunan diğer iki arsa da ise proje geliştirme aşamasındadır.

Şirketin 30.09.2016 itibarıyla ertelenmiş gelirleri (satışını gerçekleştirip ve henüz teslim/devir etmediği) 180,7 mn TL düzeyindedir.

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

Kar Dağıtım Politikası

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.

FİNANSAL ÖZET				
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL				
Yıllık ve dönemsel				
	30.09.2016	2015	2014	2013
Dönen Varlıklar	201,2	127,5	59,6	45,4
Duran Varlıklar	99,7	99,7	53,2	25,8
K.V.Yükümlülük	203,8	156,7	56,0	18,9
U.V.Yükümlülük	33,9	8,6	4,40	3,6
Öz Kaynaklar	63,2	61,9	52,4	48,6
Sermaye	39,0	39,0	34,0	34,0
Nakit Değerler	2,6	1,2	8,8	26,3
Finansal Borçlar	56,3	18,8	-	-
Net Nakit	-53,6	-17,5	8,8	26,3

GELİR TABLOSU – mn TL				
DÖNEMSEL	30.09.2016	2015	2014	2013
Satışlar	-	-	-	-
E.Faaliyet Karı	-0,1	1,0	0,2	-0,5
Net Kar	1,3	4,4	3,8	14,9



GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ

30.09.2016

MİSTRAL İZMİR

Projede Durum

Yer	Konak/İzmir	Projede, ofis, otel ve rezidan kullanımlarının tamamının satılacağı; AVM'nin, yönetici bir firma tarafından işletileceği ve kiralanacağı öngörülmektedir.
Teslim tarihi	2017 yılı	
Proje Tipi	Rezidans, Ofis, Otel ve Çarşı	
Rezidans Sayısı	110	
Ofis Sayısı	153	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.
Çarşı-Dükkan Sayısı	38	
Otel-Oda Sayısı	96	
SPA Sayısı	1	
İnşaat Alanı	117.404 m ²	
Arsa Büyüklüğü	13.923 m ²	
Toplam Maliyet	72 milyon USD	Projenin 2017'de tamamlanması planlanmaktadır. Aralık 2016 itibarıyla ofis kulesinin tamamlanma oranı %90, rezidans kulesinin tamamlanma oranı %95 ve çarşının tamamlanma oranı %90 olarak belirtilmiştir.

MERSİNLİ ARSASI (2 adet arsa)

Projede Durum

Yer	Konak/İzmir	
Arsa Alım tarihi	17 şubat 2015	
Alım Bedeli (8 ve 12 nolu parseller)	1.647.299 USD +2.500.000 USD	Konut ve ofis yapılarını içeren yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.
Arsa büyüklüğü	2.268,0 m ² (6667/10000 hisse) ve 2128,74 m ² (2/3 hisse)	
Proje Tipi	Rezidans, Ofis,	

ÇINARLI ARSASI

Projede Durum

Yer	Konak/İzmir	
Arsa Alım tarihi	14 Eylül 2015	
Alım Bedeli	9.500.000 USD	Hastane ve ofis yapılarını içeren yeni bir proje geliştirilmesi planlanmaktadır.
Arsa büyüklüğü	5954 m ²	
Proje Tipi	Hastane Binası, Ofis	

DEĞERLEME HAKKINDA

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda,

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

Net Aktif Değer (NAD) Analizi

Mistral GYO'nun gayrimenkul portföy değer tablosu 505 milyon TL seviyesinde bulunmaktadır. Şirket'in düzenlenmiş gayrimenkul portföyüne bilançoda bulunan diğer aktif kalemleri eklenmesi, kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin çıkarılması sonrası Şirket'in Net Aktif Değeri 346 milyon TL seviyesinde hesaplanmıştır.



Benzer Şirket Çarpanı Analizi

Benzer şirketlerle kıyaslayarak yapılan değerlemede, GYO'ların değerlendirmesinde en çok kullanılan Piyasa Değeri/Net Değeri çarpanı kullanılmıştır. 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 Şirketin 30/09/2016 tarihli net aktif değeri kullanılarak benzer şirket çarpanı yöntemine göre hesaplanan şirket değeri 186,1 milyon TL seviyesinde oluşmaktadır

İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile "Asgari Yatırım Değeri" Analizi

Şirketin sadece Mistral İzmir projesinden gerçekleşecek satışlara ve kiralamalara ilişkin gelir beklentileri temettü projeksiyonlarına yansıtılmış olup, söz konusu temettü beklentileri, şirket tarafından öngörülen satış tutarları ve maliyetleri ile oluşturulmuştur.

Şirketin öngörülen gelir tablosunda, net dönem karından 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 Öngörülmesi (mn TL)	2016t	2017t	2018t	2019t	2020t
Satış gelirleri	-	477,4	106,0	13,2	13,9
Brüt kar	-	276,1	72,7	11,9	12,5
Faaliyet karı	-2,3	272,0	70,0	9,0	9,5
Dönem karı	0,0	269,8	68,8	8,9	9,5
Temettü Tahminleri	0	184,0	48,1	6,2	6,6

İndirgenmiş Temettü Yöntemi'nde indirgeme için özsermaye maliyeti %15,5 alınmış, uç değer için büyüme oranı ise %5,5 alınarak temettülerin bugünkü değeri 210, 0 mn TL, arsaların ekspertiz değeri de dahil edilerek şirket piyasa değeri bu yöntemle, 253,5 mn TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer 6,5 TL olmaktadır.



Değerlemede uygulanan yöntem ve elde edilen sonuçlar aşağıdaki gibidir:

Değerleme Yöntemi	Şirket Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
Net Aktif Değer	346,1	8,87
Benzer Şirket Çarpanı	186,1	4,77
İndirgenmiş Temettü Yöntemi	253,5	6,50

Şirketin net aktif değerine %38 iskonto uygulanarak 5,50 TL halka arz fiyatı belirlenmiştir.

❖ **Fiyat tespit raporuna ilişkin görüş ve değerlendirmelerimiz:**

1- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirketin halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız. Ayrıca değerlendirme için kullanılan yöntemler, ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.

2- Halka arzda şirketin azınlık payının satışının söz konusu olması nedeniyle benzer şirket çarpanları ile ulaşılan değere daha fazla ağırlık atfedilmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Benzer şirket çarpanlarına göre Mistral GYO'nun halka arz fiyatı yukarıda kalmaktadır. Öte taraftan geri alım garantisi verilmesi nedeniyle bu fiyat riski nispeten azaltılmıştır.

SONUÇ

Şirketin fiyat tespit raporunu, seçilen değerlendirme yöntemleri ve uygulaması açısından tutarlı ve anlaşılır bulmaktayız. Halka arz geri alım taahhüdünü de dikkate alarak, halka arz fiyatını makul olarak değerlendirmekteyiz.