

## Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

12 Ocak 2017

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Mistral GYO ve/veya Şirket") halka arzı için hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; TSKB'nin hazırlamış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

### 1. Şirket

Mistral GYO, gayrimenkul yatırım ortaklığı dönüşümünü 14 Mart 2016 tarihinde tamamlamıştır.

#### 1.1. Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Önder Türkkani	A	6,286,074	32.24
	B	6,286,074	
Haydar İnaç	A	4,311,576	22.11
	B	4,311,576	
Novart Gay. Yat. İnş. San. Ve Tic. A.Ş.	A	1,950,000	10.00
	B	1,950,000	
Miray İnş. - Taah. Tic. A.Ş.	A	1,950,000	10.00
	B	1,950,000	
Erdoğan Atay Yat. Hol. A.Ş.	A	1,365,000	7.00
	B	1,365,000	
Lucien Arkas	A	975,000	5.00
	B	975,000	
Tufan Ünal	A	975,000	5.00
	B	975,000	
Diğerleri	A	1,687,351	8.65
	B	1,687,349	
<b>Toplam</b>		<b>39,000,000</b>	<b>100</b>

A grubu payların 8 yönetim kurulunun 6'sını aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır. Ayrıca yönetim kontrolü de A grubu paylara aittir.

## 1.2. Portföy

Mistral İzmir	
Yer	Konak/İzmir
Teslim Tarihi	2017
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 <sup>2</sup>
Arsa Büyüklüğü	13.923 m <sup>2</sup>
Mimari Proje	DNA Mimarlık (TR), Progetto (ITA) Ortaklığı
Sertifika	LEED Platinum - Ofis, Gold - Rezidans
Toplam Maliyet	Yaklaşık 72 milyon Amerikan Doları

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.'nin hazırladığı 31 Mart 2016 tarihli rapora göre; otel kullanımına tahsis edilen bağımsız alan tamamen satılmıştır. Aynı rapor itibarıyla m<sup>2</sup> bazında rezidansların %45'i, ofislerin ise %47'si satılmıştır. Şirket'ten verilen bilgiye göre; Aralık 2016 itibarıyla ofis kulesinin %90'ı, rezidans kulesinin %95'i ve çarşının %90'ı tamamlanmıştır.

Mersinli Arsası	
Yer	Konak/İzmir - 8.623 Ada
Arsa Alanı	8 no'lu parsel 2.268 m <sup>2</sup> (2/3 hisse) - 12 no'lu parsel 2.128 m <sup>2</sup> (2/3 hisse)
Satın Alım Tarihi	17 Şubat 2015
Planlanan Projeler	Rezidans, Ofis

Söz konusu arsalarda henüz bir yapı inşaatı bulunmamaktadır. Önümüzdeki dönemde hem konut, hem ofis yapılarını barındıran yeni bir proje yapılması planlanmaktadır.

Çınarlı Arsası	
Yer	Konak/İzmir
Arsa Alanı	8.554 Ada 6 parsel 5.954 m <sup>2</sup>
Satın Alım Tarihi	17 Eylül 2015
Planlanan Projeler	Hastane Binası, Ofis

Söz konusu arsada henüz bir yapı inşaatı bulunmamaktadır. Önümüzdeki dönemde hem hastane, hem ofis yapılarını barındıran yeni bir proje yapılması planlanmaktadır.

### 1.3. Mali Tablolar

Bin TL	2016/3Ç	2015/3Ç	2015	2014	2013
Brüt Kar	-	-	-	-	-
Genel Yön. Gid.	-1,338	-666	-921	-698	-871
Pazarlama Gid.	-405	-77	-94	-545	-84
Esas Faa. Diğer Gelirler	4,326	7,396	7,196	1,558	1,399
Esas Faa. Diğer Giderler	-2,697	-5,397	-5,126	-98	-938
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-113	1,256	1,055	217	-493
Yatırım Faa. Gelirler	39	2,809	5,169	4,529	19,076
Finansman Gid. Öncesi Faa. Karı/Zararı	-75	4,065	6,224	4,746	18,584
Finansman Gid.	-3,543	-1,340	-1,263	-12	-
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-3,618	2,725	4,961	4,735	18,584
Vergi Gideri	4,924	-31	-538	-955	-3,720
Dönem	-	-	-1	-178	-108
Ertelenmiş	4,924	-31	-537	-777	-3,612
Dönem Karı/Zararı	1,307	2,694	4,422	3,780	14,863

- Şirket, Mistral İzmir projesinde ön satışını yaptığı fakat teslim edemediği rezidans, ofis ve otel gelirlerini bilançoda izlemektedir.
- 'Genel Yönetim Giderleri', ağırlıklı olarak danışmanlık ve personel giderlerinden oluşmaktadır.
- 'Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler', yatırım amaçlı gayrimenkul değer artış kazancı ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır.
- 'Finansman Gideri', Amerikan Doları cinsinden kullanılan kredilerin faiz gideri ve net kur farkı giderinden oluşmaktadır.
- Şirket, GYO dönüşümünü tamamladığı için vergi muafiyeti bulunmaktadır. Herhangi bir vergi yükümlülüğü yoktur.

Bin TL	2016/3Ç	2015	2014	2013
<b>Nakit ve Benzerleri</b>	2,640	1,240	8,821	26,281
<b>Ticari Alacaklar</b>	1,156	10,178	14	77
<b>Diğer Alacaklar</b>	-	19	83	50
<b>Stoklar</b>	142,034	76,587	43,093	16,387
<b>Peşin Ödenmiş Giderler</b>	27,847	23,820	7,586	2,602
İlişkili Tarafalara	25,801	21,579	3,995	1,946
İlişkili Olmayan Tarafalara	2,046	2,241	3,591	656
<b>Diğer</b>	27,520	15,613	-	-
<b>Dönen Varlıklar</b>	201,197	127,457	59,598	45,396
<b>Finansal Yatırımlar</b>	44	44	-	-
<b>Diğer Alacaklar</b>	3	3	3	3
<b>Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</b>	99,500	99,500	43,165	23,511
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	122	143	180	193
<b>Maddi Olmayan Duran Varlıklar</b>	6	9	13	15
<b>Diğer</b>	0	0	9,843	2,076
<b>Duran Varlıklar</b>	99,674	99,699	53,204	25,797
<b>Varlıklar</b>	300,871	227,156	112,801	71,194
<b>Kısa Vadeli Borçlanmalar</b>	3,622	15,139	-	-
<b>Uzun Vd. Borç. Kısa Vd. Kısımları</b>	18,749	-	-	-
<b>Ticari Borçlar</b>	337	212	723	144
<b>Çalışanlara Sağlanan Faydalar</b>	43	8	14	6
<b>Ertelenmiş Gelirler</b>	180,742	141,144	55,101	18,696
İlişkili Tarafalara	50,302	33,932	14,516	2,704
İlişkili Olmayan Tarafalara	130,440	107,212	40,585	15,992
<b>Diğer</b>	270	202	147	91
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	203,762	156,706	55,984	18,936
<b>Uzun Vadeli Borçlanmalar</b>	33,915	3,645	-	-
<b>Çalışanlara Sağlanan Faydalar</b>	22	13	4	1
<b>Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü</b>	-	4,924	4,388	3,611
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	33,936	8,583	4,392	3,612
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	39,000	39,000	33,980	33,980
<b>Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler</b>	895	895	222	-
<b>Geçmiş Yıl Karları</b>	21,973	17,550	14,443	-198
<b>Net Dönem Karı</b>	1,307	4,422	3,780	14,863
<b>Özkaynaklar</b>	63,173	61,867	52,425	48,645
<b>Yükümlülükler</b>	300,871	227,156	112,801	71,194

- ‘Stoklar’; rezidans, ofis ve otel inşaatı için yapılan toplam yatırım harcamalarını içermektedir.
- ‘Peşin Ödenmiş Giderler’, ağırlıklı olarak ilişkili taraflara avanslardan oluşmaktadır.
- Şirket’in portföyünde tutmayı planladığı varlık ve arsalar ‘Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller’ altında bulunmaktadır.
- ‘Ertelenmiş Gelirler’, rezidans ve ofis satışları için alınan sipariş avanslarını ve kat irtifakı yapılan ama henüz teslim edilmeyen satışların takip edildiği ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır.

## 2. Halka Arz Yapısı ve Teşvikler

Halka Arz Detayları	
Talep Toplama Tarihleri	12 - 13 Ocak 2017
Halka Arz Fiyatı	5.50 TL
Çıkarılmış Sermaye	39.000.000 TL
Halka Arz Yöntmi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Miktarı	9.750.000 TL nominal değerli pay
Halka Açıklık Oranı	25.00%
Halka Arz Sonrası	
Çıkarılmış Sermaye	39.000.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt içi bireysel yatırımcılar Yurt içi kurumsal yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle planlanmaktadır

### 2.1. Kar Dağıtım Politikası

Mistral GYO, Temmuz 2016'da aldığı yönetim kurulu kararı ile 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 dağıtmayı hedeflemektedir. 2018 yılının ardından ise 'Dağıtılabilir Kar' tutarının %50'sini dağıtmayı hedeflemektedir.

### 2.2. Geri Alım Garantisi

Halka arzdan Mistral GYO payı alan yatırımcılar; ellerindeki payları 90 gün süreyle aralıksız olarak hesaplarında tutmaları ve 90 günün sonunda talep etmeleri durumunda, halka arz fiyatının %3,3 fazlasıyla 5,68 TL pay başına fiyattan paylarını geri verebileceklerdir.

### 3. Değerleme

#### 3.1. Net Aktif Değer Yöntemi

Bu yöntemde; net aktif değer, portföydeki varlıkların güncel değerlerine diğer nakde dönüşebilen aktiflerin eklenip yükümlülüklerin düşülmesi şeklinde hesaplanmaktadır.

Portföy Değeri - Bin TL	
Mistral İzmir Proje Değeri	377,990
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13,760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29,770
Portföy Değeri	421,520
Mistral İzmir Tapusu Teslim Edilen Alanların Değeri	79,594
Geçmiş Tahsilatlar ve Maliyetlere İlişkin Düzenlemeler	3,721
<b>Düzenlenmiş Portföy Değeri</b>	<b>504,835</b>

Net Aktif Değer - Bin TL (30.09.2016)	
Portföy Değeri	504,835
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>346,150</b>
Toplam Pay Adedi (Bin)	39,000
<b>Pay Başına Net Aktif Değer (TL)</b>	<b>8.87</b>

#### 3.2. Benzer Şirket Çarpanı

Bu yöntemde çarpan olarak Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri ("PD/NAD") kullanılmıştır. Benzer şirket olarak düzenli temettü dağıtan GYOlar seçilmiştir.

Bin TL	Piyasa Değeri	Net Aktif Değeri	PD/NAD
	<b>20.12.2016</b>	<b>30.09.2016</b>	
<b>Emlak Konut</b>	11,324,000	19,351,703	59%
<b>Torunlar</b>	2,065,000	5,116,823	40%
<b>İş</b>	1,266,500	3,022,364	42%
<b>Halk</b>	703,100	1,807,029	39%
<b>Yeni Gimat</b>	1,438,618	1,766,359	81%
<b>Akmerkez</b>	746,025	1,545,709	48%
<b>Saf</b>	753,611	1,355,525	56%
<b>Akiş</b>	554,000	1,052,849	53%
<b>Panora</b>	382,800	756,642	51%
<b>Alarko</b>	355,097	655,117	54%
<b>Toplam</b>	<b>19,588,752</b>	<b>36,430,120</b>	<b>54%</b>
<b>Mistral GYO</b>		346,150	
<b>PD/NAD</b>		54%	
<b>Piyasa Değeri</b>		186,127	
<b>Toplam Pay Adedi (Bin)</b>		39,000	
<b>Pay Başına Net Aktif Değer (TL)</b>		<b>4.77</b>	

### 3.3. İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile “Asgari Yatırım Değeri” Yöntemi

Bu yöntemde, Şirket’in sadece Mistral İzmir projesinden gerçekleşecek satışlara ve kiralamalara ilişkin gelir beklentileri temettü projeksiyonlarına yansıtılmıştır. Projeksiyonlar, Mistral GYO tarafından öngörülen satış tutarları ve maliyetleri ile oluşturulmuştur. Temettü miktarları, ‘Net Dönem Karı’ndan zorunlu yedek akçeler ayrıldıktan sonra %70’i şeklinde hesaplanmıştır.

Projeksiyonlar (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
Brüt Kar/Zarar	-	276,136	72,730	11,898	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	9,485
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

Temettü Projeksiyonları	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Bin TL	0	184,025	48,135	6,214	6,640
İndirgeme Oranı	0.87	0.75	0.65	0.56	0.49
İndirgenmiş Temettü	0	137,947	31,241	3,491	3,230
İndirgenmiş Temettü Toplamı	175,910	1			
Devam Eden Değer	70,051				
İndirgenmiş Devam Eden Değer	34,081	2			
Toplam	209,990	1+2 = 3			
İki Arsa Ekspertiz Değeri	43,530	4			
Asgari Yatırım Değeri	253,520	3+4			
Toplam Pay Adedi (Bin)	39,000				
Pay Başına Değer (TL)	6.50				

### 3.4. Sonuç

Değerlemede sonuç olarak sadece ‘Net Aktif Değer’ yöntemi kullanılmıştır. Diğer yöntemler göz ardı edilmiştir.

Buna göre;

	Şirket Değeri (Bin TL)	Pay Başına Değer (TL)
Net Aktif Değer	346,150.00	8.87
İskontolu Halka Arz Değeri	214,500.00	5.50
İskonto Oranı	38%	

### 4. Analiz ve Görüş

- Değerleme yöntemleri detaylı bir şekilde ve hatta formülleriyle anlatılmış olmasına rağmen ‘Net Aktif Değer’ hesaplanırken yapılan düzeltmelerin anlaşılması zor olduğunu düşünüyoruz.
- Benzer şirketlerin PD/NAD çarpanı kullanılarak bulunan Şirket Değeri’nin hesaplamaya katılmaması konusunda ve bu yöntem ile bulunan fiyatın halka arz fiyatının altında olması konusunda çekincelerimiz bulunmaktadır.
- Geri Alım Taahhüdü çekici olsa da yukarıda belirttiğimiz çekincelerimiz dolayısıyla halka arz fiyatının yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Yasal Uyarı:

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, gezerliliği, etkinliği velhasıl her ne Őekil , suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İř bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya g¼ncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan kurumumuz ve kurumumuz çalışanları sorumlu değildir. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiğbir sorumluluk űstlenmemektedir. Bu rapor hię bir Őekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması ięin bir teklifi veya aracılık teklifini iğermemektedir. Bu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgiler "yatırım danışmanlığı" hizmeti ve/veya faaliyeti olmayıp; yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portf¼y y¼netim Őirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile m¼řteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı s¼zleřmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuğlar doğurmayabilir. Size sunulan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Bu tavsiyeler genel nitelikte olup, özel olarak sizin mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olarak hazırlanmamıştır. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuğlar doğurmayabilir."