

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU  
MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

11-01-2017

**“Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi”  
Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu**

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) tarafından Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Mistral GYO, Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## **A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER**

### **1. Faaliyet Konusu hakkında**

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda, Şirketin faaliyet konusu hakkında bilgi verilmiş, Sermaye ve ortaklık yapısı tablo halinde gösterilmiştir. Şirket’ in gayrimenkul portföyü hakkında özet genel bilgilere yer verilmiştir.

Mistral GYO’ nun kuruluş amacı, başta İzmir bölgesi olmak üzere Türkiye’ de orta-üst segmente yönelik gayrimenkul projeleri geliştirmek ve bu projelerden satış ve kira geliri kazanmaktır. Şirket’ in gayrimenkul portföyü 1 adet rezidans, ofis, otel ve çarşı projesi (Mistral İzmir) ile yine İzmir’ de bulunan 2 adet arsadan (Mersinli arsası, Çınarlı arsası) oluşmaktadır.

Ağırlıklı değer Mistral İzmir projesinden gelmektedir. Raporda, Aralık 2016 itibariyle projedeki ofis kulesinin %90, rezidans kulesinin %95 ve çarşının %90 oranında tamamlandığı belirtilmiştir. 2017 yılında projenin %100’ ünün tamamlanması öngörülmektedir. 31 Mart 2016 itibariyle projede otel kullanımına tahsis edilen bağımsız alan tamamen satılmış, metrekare bazında rezidansların %45’i, ofislerin ise %47’ si ön satış sürecinde satılmıştır.

Portföydeki diğer varlıklar olan 2 arsada ise henüz bir yapı inşasına başlanmamış olmakla beraber, bölgedeki talep ve ihtiyaç doğrultusunda yeni projeler geliştirilmesi planlanmaktadır.

## METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Sonuç olarak, Şirketin faaliyet konusu, gayrimenkul portföyü ve ortaklık yapısı hakkında verilen bilgiler, genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edilmiştir.

### 2. Mali Veriler hakkında

TSKB tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda, 2013, 2014 ve 2015 yılsonu dönemleri ile 2016/9 aylık, 2015/9 aylık dönemlerine ilişkin gelir tablolarına ve bilançolara yer verilmiştir. Mistral İzmir projesinden ön satışı yapılan alanlar henüz teslim edilmediğinden gelir tablosunda izlenememektedir. Ancak, alınan sipariş avansları ve kat irtifakı yapılan fakat henüz teslim edilmeyen satışlar bilançodan takip edilebilmektedir.

Genel olarak bilanço ve gelir tablosuna ilişkin yapılan açıklamalar yeterince açık ve kapsamlıdır.

Raporda, Kar Dağıtım Politikası başlığı altında, Yönetim Kurulu kararı ile 2017-2018 yılları için dağıtılabilir kar tutarının %70’inin, 2018 sonrasında ise dağıtılabilir karın en az %50’sinin yatırımcılar ile paylaşılmasının hedeflendiği belirtilmiştir. Şirketin bu yüksek temettü politikasını yatırımcı açısından pozitif algılıyoruz.

Raporda ayrıca Geri Alım Garantisi başlığı altında, yatırımcıların Şirket paylarını Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutmaları halinde bu payları halka arz edenlere 5,68 TL’den geri satma hakkı elde edecekleri belirtilmiştir. Söz konusu geri alım garantisi halka arz edilen payların tamamı için geçerli olacaktır. Bu halka arz teşvikini de olumlu buluyoruz.

## B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

### Değerleme Metodolojisi

TSKB, Mistral GYO’ nun halka arz için birim pay fiyatı için 5,50 TL fiyat belirlemiş olup, yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket’ in değerlemesinde;

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

Yöntemleri gözden geçirilmiş sonrasında nihai bir değerlendirme yapılarak halka arz fiyatı takdir edilmiştir. Bu yöntemler, genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olup değerlendirme çalışmalarında yaygın olarak kullanılmaktadır.

# METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU

### MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

---

## C - DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### 1- Net Aktif Değeri (NAD) Analizi

Değerlemede, TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan gayrimenkul değerleme raporları kullanılmakla beraber portföyde bulunan Mistral İzmir projesinin değerini yansıtabilecek düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre tapusu teslim edilmiş alanların değeri, gayrimenkul değerleme şirketinin belirlediği proje değerine eklenmiştir. Tapusu teslim edilmiş alanların değeri, Mistral GYO’ nun bu alanlar için tahsil ettiği tutar ve ödenecek senetlerden oluşmaktadır.

Sonuç olarak Mistral GYO için 346.150.000 TL Net Aktif Değerine ve 8,87 TL pay başına değere ulaşılmıştır.

### 2- Benzer Şirket Çarpanı

Bu yöntemde ise yine BİST’ te işlem gören ve Mistral GYO ile benzer kategoride değerlendirilebilecek düzenli temettü dağıtan GYO şirketlerinin Piyasa Değeri/Net Aktif Değeri (PD/NAD) oranları analiz edilmiş ve 30/09/2016 itibariyle bu şirketlerin BİST’ te ortalama 0,54 PD/NAD çarpanıyla işlem gördüğü tespit edilmiştir. Hesaplama tablo halinde açık şekilde gösterilmiştir. Diğer bir deyişle benzer şirketlerin piyasa değeri, net aktif değerlerine göre ortalama %46 iskontolu oluşmaktadır.

Buna göre Mistral GYO’ nun 346.150.000 TL olan Net Aktif Değeri üzerinden Bist’ te işlem gören benzer şirket çarpanları oranına göre Şirket için 186.127.000 TL piyasa değerine ve 4,77 TL pay başına değere ulaşılmıştır.

### 3- İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile “Asgari Yatırım Değeri” Analizi

Bu yöntemde ortaklığın 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. Buna göre 2017-2021 döneminde dağıtılabilecek kar üzerinden %70 kar payı dağıtılacağı öngörülmüştür.

## METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Raporun daha önceki bölümlerinde, Kar Dağıtım Politikası başlığı altında, Yönetim Kurulu kararı ile 2017-2018 yılları için dağıtılabilir kar tutarının %70’inin, 2018 sonrasında ise dağıtılabilir karın en az %50’ sinin yatırımcılar ile paylaşılmasının hedeflendiği belirtilmiştir. Değerleme aşamasında ise tüm dönemlerde %70 oranında bir temettü oranı kullanılmasını iyimser bir yaklaşım olarak algılıyoruz.

Devam eden değer hesaplamasında ise büyüme oranı %5,5 olarak kabul edilmiştir. Terminal büyüme oranı olarak da nitelendirilen bu oran halka arzlarda genelde % 2-4 aralığında kullanılmaktadır. Burada %5,5’ lik bir oranın kullanılmasını yine değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile “Asgari Yatırım Değeri” Analizi ile Şirket için 253.520.000 TL piyasa değerine ve 6,50 TL pay başına değere ulaşılmıştır.

### D- SONUÇ

Kullanılan 3 yöntemin verdiği sonuçlar değerlemenin sonuç bölümünde tablo halinde gösterilmiştir. Bu değerler aşağıdaki gibidir.

Yöntem	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	253.520	6,50

Raporda, sektör dinamikleri ve Mistral GYO’ nun sürdürülebilir kar ödeme politikası göz önüne alındığında Net Aktif Değeri ve İndirgenmiş Temettü Yönteminin verdiği sonuçların ortaklığın adil firma değerini daha doğru yansıtacağı görüşüyle halka arz pay fiyatı 5,50 TL olarak takdir edilmiştir. Buna göre Şirket değeri de 214.5 Milyon TL olmaktadır. Bu değer Net Aktif Değere göre %38 oranında bir iskontoya işaret etmektedir.

Sonuç olarak her ne kadar Net Aktif Değere göre %38’ lik bir iskonto oranı yüksek bir oran olsa da, BİST’ te işlem gören benzer kategorideki şirketlerin ortalama %46 iskonto oranıyla işlem gördüğü bizzat fiyat tespit raporunda belirtilmiştir. Öte yandan bu halka arzda, Şirketin yüksek temettü ödeme politikası ve halka arzdan satın aldığı payları 90 gün süreyle aralıksız bir şekilde hesaplarında tutan yatırımcılar için 5,68 TL’ den geri alım garantisi gibi avantajlar mevcuttur. Nihai değerlendirmede, takdir edilen halka arz fiyatının makul sınırlar içinde olduğu görüşünderiz.

**METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

---

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

**GENEL MÜDÜRLÜK**

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

[www.metroyatirim.com.tr](http://www.metroyatirim.com.tr)

**Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; [info@metroyatirim.com.tr](mailto:info@metroyatirim.com.tr)**