



# **MİSTRAL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ("MİSTRAL GYO")**

**"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ**

**OCAK 2017**

---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>4</b>
<b>III. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>6</b>
<b>IV. ŞİRKET PORTFÖYÜ</b>	<b>7</b>
<b>V. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>9</b>
<b>VI. DEĞERLEME</b>	<b>12</b>
<b>VII. GÖRÜŞ ve SONUÇ</b>	<b>15</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") Konsorsiyum lideri olduğu Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Mistral GYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 39.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 39.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 9.750.000 TL nominal – Ortak Satışı*
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	■ 5,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 53.625.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %25
Halka Arz Tarihi	■ 12-13 Ocak 2017
Tahsis Grupları	■ Yurt içi Bireysel Yatırımcılar (%70) Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar (%30)
Konsorsiyum Lideri	■ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	■ Şirket 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmamayı taahhüt etmiştir.
Geri Alım Taahhüdü / Fiyat İstikrarı	■ Halka arzdan pay alıp 90 gün elinde tutan yatırımcıların, söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük Şirket pay miktarını 5,68 TL'den geri satma hakkı bulunmaktadır. ■ Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanacak olup, fiyat istikrarı işlemleri halka arz eden mevcut ortaklardan ikisinin halka arz edeceği payların satışından elde edilecek toplam 10.725.000 TL'lik halka arz hasılatından sağlanacaktır.

\*Toplam 17 ortak pay satışı yapacaktır.

## II. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Mistral GYO" veya "Şirket") Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

### İzmir Ofis Sektörü

Ofis pazarı olarak bakıldığında İzmir, İstanbul ve Ankara'dan sonra üçüncü önemli pazar olarak öne çıkmaktadır. İzmir'e bölgesel olarak bakıldığında ise; Karşıyaka, Bornova-Bayraklı bölgesi civarında bireysel kullanımlar (muayenehane, hukuk bürosu, diş hekimi ve mali müşavir vb.) ağırlıklı olduğu için küçük ofisler daha yaygın olarak görülmektedir. Bununla birlikte bu bölgelere yapılan A sınıfı projelere şirket merkezlerinin ve ofislerin taşınması beklenmektedir.

İzmir genelinde özellikle Bayraklı bölgesi içerisinde bulunan Adliye binası çevresinde ve Alsancak bölgesinde ofis kullanımlarının yoğun olduğu ve bu bölgelerde yeni yatırımların bulunduğu görülmektedir. Çekim noktası oluşturabilecek yeni yatırımların bir kısmı inşaat aşamasında bir kısmı ise proje aşamasındadır. Bu bağlamda yapılan projeler A sınıfı ofisler içermekte olup, projeler bilinirliği yüksek şirketler tarafından tasarlanmakta ve inşa edilmektedir.

Modern ofis gelişiminin en yoğun olduğu bölge ise Salhane-Turan bölgesi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bölgede yer alan ofislerin ana kullanıcıları ağırlıklı olarak finans kuruluşları ve hukuk bürolarıdır. İzmir'de genel yönetim tarafından işletilen iş merkezlerine az rastlanmaktadır. İstanbul ve Ankara ile kıyaslandığında İzmir'de az sayıda nitelikli inşai kalitede iş merkezi bulunmaktadır. İş merkezi amaçlı kullanım daha çok kent merkezinde yoğunlaşmış olup, mesken vasıflı taşınmazlar kullanım fonksiyonlarının değiştirilmesi yoluyla işyeri kullanımına dönüştürülmüştür. Bu nedenle güvenlik ve otopark sorununun kendi içinde çözülmüş olması ve prestijleriyle ön plana çıkmış olmaları, nitelikli iş merkezlerinin tercih edilirliğini artırmaktadır. Bu bağlamda kent merkezindeki nitelikli ofislerin m<sup>2</sup> birim satış rakamlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Sonuç olarak İzmir ofis pazarı halen gelişim sürecinde olduğu için, pazarın hızla değişim yaşadığı gözlenmekte olup, yeni imar planı uygulamalarına bağlı olarak yeni projelerle pazara güçlü ve nitelikli arzın gireceği öngörülmektedir.

### İzmir Alışveriş Merkezi Sektörü

Alışveriş merkezi (AVM) yatırımları bazında incelendiğinde Türkiye'de satın alma gücü, eğitim düzeyi ve okuryazarlık oranının en yüksek olduğu Marmara Bölgesi'nde yoğunlaşma görülmektedir. Marmara Bölgesi'ni Ege ve Akdeniz Bölgeleri takip etmektedir.

2016 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla İstanbul'da 120 adet, Ankara'da 33 adet, İzmir'de de 21 adet AVM bulunmaktadır. İzmir 4 milyondan fazla nüfusu ile önemli bir pazar potansiyeli barındırmaktadır. Sahip olduğu demografik ve ekonomik özellikleri göz önüne alındığında perakende sektörü açısından da önemli bir potansiyele sahip olduğu ifade edilmektedir. 100 kişi başına düşen AVM alanında yaklaşık 110 m<sup>2</sup> ile İzmir, İstanbul ve Ankara'nın gerisinde kalırken bu veri İzmir'in gelecekte taşıdığı büyüme potansiyeli açısından önemli bir sinyaldir.

### İzmir Konut Sektörü

Türkiye'de İstanbul ve Ankara'dan sonra İzmir'de de rezidans projelerinin hızla arttığı görülmektedir. Ancak İzmir'de projelendirilen rezidanslara bakıldığında lüks ve yüksek katlı nitelikli binaların rezidans olarak adlandırıldığı dikkati çekmektedir. Ayrıca yine son yıllarda İstanbul'dan sonra İzmir'de de rezidas, AMV ve ofis yapılarından oluşan karma projelerin hayata geçirildiği gözlenmektedir. Rezidanslarda ortalama olarak toplam alanın %5-10 oranındaki kısmı penthouse olarak tabir edilen geniş dairelere ayrılırken, geriye kalan alan ise daha çok 1 oda 1 salon ya da 2 oda 1 salon ve toplam alanı 80-100 m<sup>2</sup>'yi geçmeyen dairelerden oluşmaktadır. Genel olarak İzmir'deki rezidansların şehir merkezinde inşa edildiği görülmektedir.

### 2015 Yılında En Fazla Konut Satılan İller

İl adı	Satılan Konut Sayısı
İstanbul	239.767
Ankara	146.537

İzmir	77.796
<b>Toplam</b>	<b>1.289.320</b>
<b>2015 Yılında Büyük İllerde Ortalama Konut Fiyatları</b>	
<b>En Yüksek Kira Değerine Sahip İller</b>	<b>Konut Fiyatı (TL/m<sup>2</sup>)</b>
İstanbul	3.684
İzmir	2.167
Ankara	1.627
<b>Toplam</b>	<b>2.493</b>

Kaynak: İzahname

İzmir Limanı'nın özelleştirilmesi ve buna bağlı olarak gelişen turizm potansiyeli ve ticaretteki hareketlilik, İzmirlilerin şehir merkezinde iş yerlerine, bankalara, ticari ve sosyal alanlara yakın konumlanmış nitelikli lüks konutlara olan ihtiyacını artırmıştır. Bu ihtiyaca paralel olarak son beş yılda şehirdeki rezidans projelerinde bir artış olduğu gözlenmektedir. Alsancak Limanı ile Karşıyaka-Turan arasında kalan 550 hektarlık alan gökdelenler bölgesi olarak imara açılmış olup, bölgede yapılaşma bazında önemli yatırımlar yapılacağına dair öngörüler bulunmaktadır. Planlanan yeni kent merkezi iş alanının ihtiyacı karşılaması beklenmektedir.

### İzmir Turizm ve Otel Sektörü

Marmara Bölgesi'nden sonra turizm geliri en yüksek olan bölge Ege Bölgesi'dir. İzmir'in şehirlerarası ve şehir içi ulaşım kolaylıkları, iklim avantajı, 9 adet üniversitesi, Uluslararası Sanayi Fuarı, zengin tarihsel mirası, coğrafi güzellikleri ve kongre-sergi merkezi olanakları İzmir'i tercih edilen bir şehir konumuna getirmektedir. Türkiye'nin önemli bir turizm merkezi olan İzmir'de 4 ve 5 yıldızlı oteller ve özel tasarlanmış butik oteller turizm yatırımcıları tarafından tercih edilmektedir. Ayrıca kruvaziyer turizmi ve kongre turizmi ile artan talep yeni otel yatırımlarının önünü açmaktadır. Bu bağlamda otel yatırımları genelde şehir merkezinde yer almakta ve talebin karşılanması adına bu yatırımların devam edeceği öngörülmektedir.

### Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) Sektörü

GYO'lar kurumsal sermayenin gayrimenkul sektörüne girebilmesine, büyük kapsamlı projelerin gerçekleştirilebilmesine ve bireysel küçük yatırımcıların katma değeri yüksek projelere doğrudan yatırım yapabilmesine fırsat sağlayan önemli yatırım araçlarıdır. GYO'lar gayrimenkul yatırımlarının genel dezavantajı olan likidite problemini de ortadan kaldırmaktadırlar. GYO'lar sayesinde bireysel ve kurumsal yatırımcılar fonlarını birleştirerek getiri potansiyeli yüksek olan projeleri hayata geçirebilmektedirler.

Mevcut durumda Borsa İstanbul'da işlem gören 31 adet GYO bulunmaktadır. 6 Ocak 2017 tarihi itibarıyla Borsa'da işlem gören tüm GYO'ların toplam piyasa değeri 24,2 milyar TL seviyesindedir. 2016 yılı 9 aylık verilere göre ise halka açık tüm GYO'ların net aktif değer toplamı 46,9 milyar TL'dir.

TL	Ödenmiş Sermaye	Özsermaye	Net Aktif Değeri (NAD)
<b>Büyük Ölçekliler (NAD &gt; 1,5 milyar TL)</b>	6.084.784	21.356.638	32.609.987
<b>Orta Ölçekliler (600 milyon TL &lt;NAD&gt; 1,5 milyar TL)</b>	3.275.369	9.624.248	11.783.557
<b>Küçük Ölçekliler (NAD &lt; 600 milyon TL)</b>	926.850	2.204.151	2.205.550

Kaynak: İzahname

Proje türüne göre GYO sınıflandırması aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TL	Ödenmiş Sermaye	Özsermaye	Net Aktif Değeri (NAD)
<b>Konut Ağırlıklı Çalışanlar</b>	4.785.767	12.711.656	22.909.072
<b>Ticari Gayrimenkul Ağırlıklı Çalışanlar</b>	5.501.236	20.473.381	23.990.021

### III. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Mistral Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (kısaca "Mistral GYO" ya da "Şirket") 2012 yılında Mistral Yapı Gayrimenkul Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile kurulmuş olup, 2016 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşerek bugünkü unvanını almıştır.
- Şirket'in merkezi İzmir'de bulunmaktadır.
- Şirket'in 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.
- Mistral GYO'nun mevcut ortaklık yapısı ile halka arz sonrasında oluşacak ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Mistral GYO Ortaklık Yapısı				
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Önder Türkkani	12.572.148	32,24%	9.429.111	24,18%
Haydar İnanç	8.623.152	22,11%	6.467.364	16,58%
Novart Gayrimenkul Yatırım İnşaat San. Tic. A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Miray İnşaat Taahhüt Ticaret ve San. A.Ş.	3.900.000	10,00%	2.925.000	7,50%
Erdoğan Atay Yatırım Holding A.Ş.	2.730.000	7,00%	2.047.500	5,25%
Lucien Arkas	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Tufan Ünal	1.950.000	5,00%	1.462.500	3,75%
Diğer	3.374.000	8,65%	2.531.025	6,49%
Halka Arz	-	-	9.750.000	25,00%
<b>TOPLAM</b>	<b>39.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>39.000.000</b>	<b>100,00%</b>

- Halka arzda 9.750.000 TL nominal değerli paylar ihraç edilecek olup, 17 ortağın sahip olduğu paylar satışa sunulacaktır.
- Şirket'in halka arz fiyatı pay başına 5,50 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre halka arz büyüklüğü 53,6 milyon TL olarak öngörülmektedir.
- Halka arzdan pay alıp 90 gün elinde tutan yatırımcıların söz konusu süre boyunca hesaplarında gün sonunda bulunan en düşük Şirket pay miktarını 5,68 TL'den geri satma hakkı bulunmaktadır.

- Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanacak olup, fiyat istikrarı işlemleri ortak satışından (iki ortağın) elde edilecek toplam 10.725.000 TL'lik halka arz hasılatından sağlanacaktır.
- Şirket 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 karın en az %50'sini kar payı olarak dağıtmayı hedeflemektedir.

#### IV. ŞİRKET PORTFÖYÜ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Şirket'in İzmir'in yeni kent merkezi olan İzmir (Alsancak) Limanı - Bayraklı'da halen geliştirmekte olduğu Mistral İzmir Karma Projesi ve yine aynı bölgede 2 arsası bulunmaktadır.



#### MİSTRAL İZMİR PROJESİ:

Mistral İzmir Projesi için Eylül 2013'de yapı ruhsatı alınarak, proje geliştirme çalışmalarına başlanmıştır. Proje, konut (rezidans), ofis, alışveriş merkezi (AVM) ve otelden meydana gelen karma bir projedir. Mistral GYO projenin ofis, rezidans ve otel bölümünden satış, AVM ve SPA bölümlerinden de kira geliri elde etmeyi planlamaktadır.



- ✓ Proje yeni kent merkezi olarak tanımlanan İzmir (Alsancak) Limanı'nın hemen arka alanındaki Bayraklı Bölgesi'nde ve Merkezi İl Alanı (MİA) olarak nitelendirilen alanda yer almaktadır. Alsancak limanına, Bornova ilçe merkezine ve mevcut şehir merkezine ortalama 4 km yakınlıktadır.
- ✓ 13.923 m<sup>2</sup>'lik arsa üzerine inşa edilecek Rezidans, Ofis, Otel ve AVM'den oluşan karma projenin brüt kapalı alanı 117.404 m<sup>2</sup>'dir.
- ✓ Projenin toplam maliyeti 72 milyon \$ olarak öngörülmektedir.
- ✓ Proje kapsamında toplamda 38 adet dükkan, 1 adet SPA, 153 adet ofis, 110 adet rezidans ve 96 odalı otel bulunmakta olup, proje iki farklı kule şeklinde planlanmıştır. Buna göre proje alanının %29'u ofislerden, %18'i rezidanstan, %8'i AVM'den, %6'sı otelden ve %2'si de SPA'dan meydana gelmektedir.
- ✓ Aralık 2016 itibariyle ofis kulesinin tamamlanma oranı %90, rezidans-otel kulesinin tamamlanma oranı %95 ve AVM'nin tamamlanma oranı da %90 seviyesindedir.
- ✓ 38 kattan oluşan rezidans-otel kulesinin 2-9'ncü katları arası otel kullanımlı, 9-37'nci katlar arası da konut kullanımlı olarak planlanmıştır. 48 kattan oluşan diğer kule ise ofis kulesi olarak kullanılacaktır. Kulelerin zemin ve 1. katı AVM alanı, 2. katı ise SPA merkezi olarak planlanmıştır.

Mistral İzmir Projesi	
Yer	Konak/İzmir
Proje Başlangıç Tarihi	Eyl.13
Proje Teslim Tarihi	2017
Proje Tipi	Ofis, Rezidans, AVM, Otel, SPA
Arsa Büyüklüğü	13.923 m <sup>2</sup>
İnşaat Alanı	117.404 m <sup>2</sup>
Ofis Sayısı	153
Rezidans Sayısı	110
AVM- Dükkan Sayısı	38
Otel- Oda Sayısı	96
SPA sayısı	1
Mimari Proje	DNA Mimarlık (TR), Progetto (ITA) ortaklığı
Sertifika	LEED Platinum-Ofis, Gold-Rezidans

7.077 m<sup>2</sup>'lik kiralanabilir alana sahip olacak AVM'nin açılışının 2017 yılında yapılması planlanmaktadır. Kısmen açık şekilde tasarlanan AVM projesi 750 mt uzunluğunda bir cadde konseptini kapsamaktadır. Caddede 38 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Bu alanda daha çok yeme-içme yerleri ile sanat merkezi ve sinema/tiyatro salonunun olması planlanmaktadır.

- ✓ Proje içinde yer alan otel Er Yatırım Turizm ve İnşaat A.Ş.'ye 15 milyon \$ bedel ile satılmış olup, Four Points by Sheraton markası ile işletilecektir.
- ✓ Projede yer alan SPA merkezi 2015 yılında LT Okyanus Sağlık Spor Güzellik Hizmetleri Ticaret LTD.'ye kiralanmıştır.

## MERSİNLİ ARSA

- ✓ Arsa, 2015 yılında 4,1 milyon \$ bedelle, özkaynak ve banka kredisi finansmanı ile satın alınmıştır.
- ✓ Mersinli arsası yan yana iki parselden oluşmakta olup, denize hakim bir konumdur. Toplam 4.397 m<sup>2</sup> alana sahiptir.
- ✓ İzmir Limanı, Alsancak Limanı, Alsancak Garı ve havaalanına oldukça yakın konumdadır.
- ✓ Çevresindeki 2 arsa ile birleştirilip, bir müteahhit grubu ile orta ve üst gelir grubuna hitap eden rezidans ve ofisten oluşan proje geliştirilmesi planlanmaktadır.

## ÇINARLI ARSA

- ✓ Arsa, 2015 yılında 9,5 milyon \$ bedelle, özkaynak ve banka kredisi finansmanı ile satın alınmıştır.



- ✓ Denize hakim konumda 5.954 m<sup>2</sup>'lik bir arsa olup, İzmir Limanı, Alsancak Garı ve havaalanına oldukça yakındır.
- ✓ Bu arsa üzerinde bir hastane ve ofis projesi geliştirilmesi planlanmakta olup, Yelken Özel Eğitim, Tıbbi Malzeme, Özel Sağlık Hizmetleri, İnşaat, Turizm, Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Yelken") ile inşa edilecek özel sağlık tesisinin Yelken'e kiralanması öngörülmektedir. Bu amaçla bir çatı kira sözleşmesi imzalanmıştır. İnşaat Mistral GYO ortaklarından Miray İnşaat tarafından yapılacaktır.

## TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ

Şirket portföyünde bulunan varlıklar, stoklarda ve yatırım amaçlı gayrimenkullerde takip edilmektedir. Mistral İzmir Proje'sinin ofis ve konut kısmına ilişkin yatırım harcamaları stoklar kaleminde yer almakta, arsalar ve AVM'ye ait arsa payı ile inşaat harcamaları ise yatırım amaçlı gayrimenkuller kaleminde izlenmektedir.

Maddi Duran Varlıkların Rayiç Değeri					
Cinsi	Edinme Tarihi	Ekspertiz Değeri (+KDV)	Ekspertiz Tarihi	Sınıflandırılması (Stok/Yatırım Amaçlı)	Değer Artışı/Değer Düşüklüğü
Mistral İzmir Projesi*	2012	240.718.000 TL	04.05.2016	Ofis, Konut ve Otel: Stok	2013 Yılı Değer Artışı: 18.048.669 TL
				AVM: Yatırım Amaçlı	2014 Yılı Değer Artışı: 3.879.208 TL
				AVM Mevcut Değeri: 55.970.000 TL	2015 Yılı Değer Artışı: 5.041.351 (TL)
Mersinli Arsa**	2015	13.760.000 TL	04.05.2016	Yatırım Amaçlı	-
Çınarlı Arsa**	2015	29.770.000 TL	04.05.2016	Yatırım Amaçlı	-

\*Mistral İzmir Projesi'nin tabloda yer alan ekspertiz değeri mevcut durum değerini yansıtmaktadır. 04.05.2016 tarihi itibarıyla proje değeri ise 377.990.000 TL+KDV'dir. Projenin 2013, 2014 ve 2015 yıllarında yaşanan değer artışları ilgili dönem gelir tablolarına aktarılmıştır.

\*\*İki arsanın da ekspertiz değerleri piyasa değerini göstermektedir. Arsalarda 2016 yılında gerçeğe uygun değer artışı yaşanmamıştır.

## V. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

### Bilanço-Gelir Tablosu

BİLANÇO	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.09.2016
(bin TL)	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>45.396</b>	<b>59.598</b>	<b>127.519</b>	<b>201.247</b>
Nakit ve Nakit Benzeri	26.281	8.821	1.299	2.688
Ticari Alacaklar	77	14	10.178	1.156
Stoklar	16.387	43.093	76.587	142.034
Peşin Ödenmiş Giderler	2.602	7.586	23.821	27.847
Diğer Dönen Varlıklar	50	83	15.633	27.522

<b>Duran Varlıklar</b>	<b>25.797</b>	<b>53.204</b>	<b>99.656</b>	<b>99.630</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	23.511	43.165	99.500	99.500
Maddi Duran Varlıklar	193	180	143	122
Diğer Duran Varlıklar	2.093	9.859	13	9
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>71.194</b>	<b>112.801</b>	<b>227.175</b>	<b>300.878</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>18.936</b>	<b>55.984</b>	<b>156.714</b>	<b>203.763</b>
KV Finansal Borçlar	-	-	15.139	3.622
UV Finansal Borçların KV Kısımları	-	-	-	18.749
Ticari Borçlar	144	723	215	338
Ertelenmiş Gelirler	18.696	55.101	141.144	180.742
Diğer KV Yükümlülükler	97	1.606	216	312
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.612</b>	<b>4.392</b>	<b>8.583</b>	<b>33.936</b>
UV Finansal Borçlar	-	-	3.645	33.915
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.611	4.388	4.924	-
Diğer UV Yükümlülükler	1	4	13	22
<b>Özkaynaklar</b>	<b>48.645</b>	<b>52.425</b>	<b>61.877</b>	<b>63.178</b>
Ödenmiş Sermaye	33.980	33.980	39.000	39.000
Geçmiş Yıl Karları	-198	14.443	17.550	21.965
Net Dönem Karı	14.863	3.780	4.415	1.304
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>71.194</b>	<b>112.801</b>	<b>227.175</b>	<b>300.878</b>

- ✓ Stoklar kalemi yatırım harcamalarından oluşmaktadır. Yatırım harcamaları finansal tablolarda stoklar üzerinde aktifleştirilen rezidans, otel ve ofis inşaatı için yapılan toplam harcamaları içermektedir. Daha geniş bir ifadeyle, "geliştirilmekte olan ve inşaatı devam eden rezidans, ofis ve otel inşaat projeleri"; direkt maliyetleri, projeye konu işle ilişkisi kurulabilen ve projeye yüklenebilecek olan dolaylı maliyetleri, hammaddeleri ve proje ile ilgili borçlanma maliyetlerini kapsamaktadır. Konut inşaat projelerinde değerlendirilmek üzere satın alınan araziler "üzerinde projesi geliştirilecek arsalar" kaleminde gösterilmektedir.
- ✓ Stoklar, maliyet ya da net gerçekleşebilir değerden düşük olanı ile değerlendirilmektedir. Net gerçekleşebilir değer olağan ticari faaliyet içerisinde oluşan tahmini satış fiyatından tahmini tamamlanma maliyeti ile satışı gerçekleştirmek için yüklenilmesi gereken tahmini maliyetlerin toplamının indirilmesiyle elde edilmektedir. İnşaatlara ilişkin yatırım harcamalarının artmasıyla 2015 yılı sonunda 76,6 milyon TL olan stoklar Eylül 2016 itibarıyla 142 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Yatırım amaçlı gayrimenkuller kira ve/veya değer artış kazancı elde etmek amacı ile tutulan gayrimenkuller olup, gerçeğe uygun değer ile değerlendirilmektedir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerindeki değişiklikten kaynaklanan kazanç ve zararlar oluştukları dönemde kar/zarar tablosuna dahil edilirler. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri inşası devam eden AVM projesi ile AVM'nin üzerinde bulunduğu Bayraklı arsasının AVM'ye düşen payı, Mersinli arsa ve Çınarlı arsadan oluşmaktadır.
- ✓ Şirket'in 1,2 milyon TL'lik ticari alacakları alacak senetlerinden oluşmak olup, alacak senetlerinin ortalama vadesi 122 gündür.
- ✓ Kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerin büyük bölümü ilişkili taraflara verilen avanslardan oluşmaktadır.
- ✓ Şirket 2015 yılı ve 2016 yılı ilk 9 aylık dönemleri içinde dolar cinsinden banka kredisi kullanmıştır. 2016/9 itibarıyla kısa vadeli toplam finansal borçları 22,3 milyon TL

seviyesindedir. Uzun vadeli banka borcu ise 33,9 milyon TL'dir. 2016/9 dönemi itibariyle Şirket'in 53,6 milyon TL net finansal borcu bulunmaktadır.

- ✓ Şirket, Eylül 2015 tarihinde Garanti Bankası ile 4 milyon dolara kadar kredi limiti sağlanmasına ilişkin anlaşma imzalamış olup, bu tutar 2015 yılı Kasım ayında 7 milyon dolara yükseltilmiştir. Bu kredi Şirket'in 4 milyon dolar tutarındaki vadeli senetlerinin iskonto edilmesi suretiyle sağlanmıştır. Şirket Şubat 2016'da yine Garanti Bankası ile 10 milyon dolar tutara kadar kredi sağlanmasına ilişkin gayrimenkul ipotekli kredi sözleşmesi imzalamıştır. Bu limit kapsamında Şirket 8 milyon dolar kredi kullanımı gerçekleştirmiştir. Kredinin faiz oranı %4,5 olup, geri ödemesi Ocak 2019 tarihinde tamamlanacaktır. Şirket bu kredi sözleşmesinin limit artırımını kapsamında Ağustos 2016 ve Eylül 2016'da 4,7 milyon dolar daha kredi kullanmıştır. Bu kredilerin geri ödemesi de Haziran 2019 yılında tamamlanacaktır. Şirket'in ayrıca İş Bankası'ndan temin ettiği 13,6 milyon TL tutarında kredisi bulunmakta olup, vadesi 2017 yılı sonunda dolacaktır.
- ✓ Şirket'in ertelenmiş gelirler kalemi; alınan sipariş avanslarından ve ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır. Alınan sipariş avansları rezidans ve ofis satışları için alınan avanslardan oluşurken, ertelenmiş gelirler ise kat irtifakı yapılan fakat henüz teslim edilmeyen rezidans, otel ve ofis satışlarını içermektedir. 2016/9 itibariyle kat irtifakı yapılan fakat henüz teslim edilmeyen rezidans, otel ve ofis satışları 12,6 milyon TL olarak ertelenmiş gelirler kaleminde gösterilmiştir.

(bin TL)	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.09.2015	31.09.2016
Satış Gelirleri	-	-	-	-	-
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-
<b>BRÜT KAR</b>	-	-	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	871	698	929	672	1.343
Pazarlama Giderleri (-)	84	545	94	77	405
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.399	1.558	7.196	7.396	4.326
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	938	98	5.126	5.397	2.697
<b>ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>-493</b>	<b>217</b>	<b>1.046</b>	<b>1.250</b>	<b>-118</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19.076	4.529	5.169	2.809	39
<b>FAALİYET KARI</b>	<b>18.584</b>	<b>4.746</b>	<b>6.215</b>	<b>4.059</b>	<b>-80</b>
Finansman Gideri (-)	-	12	1.263	1.340	-3.543
<b>VERGİ ÖNCESİ DÖNEM KARI</b>	<b>18.584</b>	<b>4.735</b>	<b>4.952</b>	<b>2.719</b>	<b>-3.623</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	108	178	1	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-3.612	-777	-537	-31	4.924
<b>DÖNEM KARI*</b>	<b>14.863</b>	<b>3.780</b>	<b>4.415</b>	<b>2.690</b>	<b>1.304</b>

\*Ana ortaklık payı

- ✓ Şirket faaliyet gösterdiği sektör gereği faturalandırmayı ancak teslimde gerçekleştirmektedir. Bu nedenle satış sonuçlarının gelir tablosuna yansımaları zaman alabilmektedir. Teslimat yapılana kadar geçen süre zarfında satışlara ilişkin tahsilatlar bilançoda ertelenmiş gelirler olarak takip edilmekte olup, proje tesliminde fatura kesimi gerçekleştiği zaman faaliyet sonucu gelir tablosuna yansıtılmaktadır. Yukarıdaki mali tablolarında yer alan ertelenmiş gelirler ağırlıklı olarak rezidans ve ofis satışları için alınan sipariş avanslarını içermekte olup, 2016/9 döneminde 180,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Esas faaliyetlerden gelir ve giderlerin önemli bir kısmı kur farkı gelir ve giderlerinden oluşmaktadır.
- ✓ Şirket yatırım amaçlı gayrimenkullerinden elde ettiği değer artış kazancını yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabında takip etmektedir. Söz konusu değer artış kazançları Mistral İzmir Projesi dahilinde gerçekleştirilen AVM projesine ait gerçeğe uygun değer artış kazançlarıdır.

- ✓ Şirket'in 2016/9 dönemindeki 3,5 milyon TL'lik finansman giderinin 1,22 milyon TL'si faiz gideri, 2,32 milyon TL'si de net kur farkı giderinden oluşmaktadır.

## VI. Değerleme

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") Net Aktif Değer, Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Temettü yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Raporda, sektör dinamikleri ve Mistral GYO'nun sürdürülebilir kar payı ödeme politikası göz önüne alındığında Net Aktif Değer ve İndirgenmiş Temettü yöntemleri ile bulunan değerlerin Şirket'in adil firma değerini daha doğru yansıtacağına takdir edildiği ifade edilmiştir. Yapılan analizde; benimsenen düzenli temettü verme politikasının ve projenin niteliği itibarıyla öngörülebilir sürede dağıtılabılır karından yüksek oranda temettü dağıtma potansiyelinin Şirket'i diğer gayrimenkul yatırım ortaklıklarından farklılaştıracağı ve buna bağlı olarak Mistral GYO'nun benzer şirketlere göre daha düşük bir iskonto ile değerlendirilebileceği düşüncesiyle çarpan analizinin halka arz fiyat tespitinde göz ardı edildiğine dikkat çekilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Temettü Yöntemi ile bulunan değer, Mistral GYO'nun pay sahiplerine sunacağı getirinin önemli bir göstergesi olduğu, Net Aktif Değer Yöntemi ile bulunan değer de Şirket'in en büyük varlığı olan Mistral İzmir Projesi'nin değer yaratma potansiyelini yansıttığı belirtilmiştir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin özet tablolar yer almaktadır.

### 1-NET AKTİF DEĞER YÖNTEMİ

- Mistral GYO 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 halka arz fiyatını tespit etmek amacıyla hazırlanan Fiyat Tespit Raporu için yapılan değişiklikler, bütün projenin değerini tespit etmek için gerçekleştirilmiş olup, tapusu teslim edilmiş alanların değeri gayrimenkul değerlendirme şirketinin belirlediği proje değerine eklenmiştir. Bu düzenleme ile gayrimenkul değerlendirme yaklaşımından firma değerlendirme raporuna geçilmesi 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. Fiyat Tespit Raporu'nda ayrıca satışlar ve maliyetler için Şirket'in muhasebe kayıtlarına fiili giriş kurları kullanıldığı için bir düzenleme kalemi eklenmiştir.
- Mistral GYO'nun Mart 2016 tarihinde yapılan değerlendirme raporlarına göre gayrimenkul portföy değeri ile yapılan düzenlemeler ve düzenlemeler sonrası yeni portföy değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

<b>Düzenlenmemiş Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>(bin TL)</b>
Mistral İzmir Proje Değeri	377.990
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770

<b>Düzenleme Kayıtları-Mistral İzmir Proje Değeri</b>	<b>(bin TL)</b>
Mistral İzmir Proje Değeri (Mart 2016)	377.990
Tapusu Teslim Edilen Alanların Değeri	79.594
Geçmiş Tahsilatlar ve Maliyetlere İlişkin Düzenleme	3.721
<b>Düzenlenmiş Mistral İzmir Proje Değeri</b>	<b>461.305</b>

<b>Düzenlenmiş Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>(bin TL)</b>
Mistral İzmir Proje Değeri	461.305
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770

- Şirket'in düzenlenmiş portföy değerleri baz alınarak hesaplanan net aktif değer tablosu da aşağıda yer almaktadır. Buna göre Mistral GYO'nun 30 Eylül 2016 tarihi itibarıyla net aktif değeri 346,1 milyon TL olup, pay başına Net Aktif Değer 8,87 TL olarak hesaplanmıştır.

<b>Net Aktif Değer Tablosu (30 Eylül 2016)</b>	<b>(bin TL)</b>
Mistral İzmir Düzenlenmiş Proje Değeri	461.305
Mersinli Arsa Piyasa Değeri	13.760
Çınarlı Arsa Piyasa Değeri	29.770
<b>Gayrimenkul Portföy Değeri</b>	<b>504.835</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.639
Ticari Alacaklar	1.156
Diğer Aktifler	27.695
Düzeltilme*	47.523
Ertelenmiş Gelirler (-)	180.742
Banka Kredileri (-)	56.285
Diğer Yükümlülükler (-)	671
<b>NET AKTİF DEĞER</b>	<b>346.150</b>
<b>Pay Başına Net Aktif Değer</b>	<b>8,87 TL</b>

\*Söz konusu düzeltme kalemi 30/9/2016 tarihli Bağımsız Denetim Raporları'nda 31/03/2016 tarihli Gayrimenkul Değerleme Raporları'na kıyasla artan maliyetler için, stoklar ve peşin ödenmiş giderler baz alınarak yapılan düzeltmeyi ifade etmektedir.

## 2-BENZER ŞİRKET ÇARPANI

Rapor'un çarpan analizi kısmında, Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'lar içerisinde düzenli temettü dağıtan şirketler benzer şirket olarak kabul edilmiştir.

Yapılan analizde GYO'lar değerlendirilirken Piyasa Değeri/Net Aktif Değer çarpanı kullanılmıştır.

<b>(bin TL)</b>	<b>Piyasa Değeri</b>	<b>Net Aktif Değeri</b>	<b>PD/NAD</b>
	20.12.2016	30.09.2016	
Emlak Konut GMYO	11.324.000	19.351.703	0,59
Torunlar GMYO	2.065.000	5.116.823	0,40
İş GMYO	1.266.500	3.022.364	0,42

Halk GMYO	703.100	1.807.029	0,39
Saf GMYO	1.438.618	1.766.359	0,81
Yeni Gimat GMYO	746.025	1.545.709	0,48
Akmerkez GMYO	753.611	1.355.525	0,56
Akiş GMYO	554.000	1.052.849	0,53
Panora GMYO	382.800	756.642	0,51
Alarko GMYO	355.097	655.117	0,54
<b>Temettü Veren GYO'lar</b>	<b>19.588.751</b>	<b>36.430.120</b>	<b>0,54</b>

Rapor'da temettü veren şirketlerin toplam piyasa değeri ve net aktif değerleri üzerinden hesaplanan PD/NAD oranı %0,54 olarak hesaplanmış olup, buna göre bu şirketlerin iskonto oranı %46,2 olarak belirlenmiştir. Bu iskonto oranına göre Şirket'in pay başına değeri aşağıda yer almaktadır.

#### Mistral GYO Benzer Şirket PD/NAD Değeri

Mistral GYO Net Aktif Değeri (bin TL)	346.150
İskonto	46,20%
<b>İskontolu Mistral GYO Net Aktif Değeri (bin TL)</b>	<b>186.127</b>
Pay Başına Değer	4,77 TL

### 3-İNDİRGENMİŞ TEMETTÜ YÖNTEMİ

Rapor'da bu yöntemle ilgili olarak sadece Mistral İzmir Projesi'nden gelecek satışlara ve kiralamalara ilişkin gelir beklentilerinden elde edilen temettü projeksiyonları kullanılmıştır. Buna göre öngörüler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Gelir Tablosu					
(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 (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	-	-	-	-
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>(16)</b>	<b>269.798</b>	<b>68.765</b>	<b>8.876</b>	<b>9.486</b>
Ödeneceği Yıl	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Temettü Tahminler	0	184.025	48.135	6.214	6.640

Analizde dağıtılabilir karın %70'i temettü oranı olarak kullanılmıştır. İndirgenmiş temettü değeri hesaplamasında özsermaye maliyeti %15,5 alınmıştır. Buna göre pay başına değer 6,50 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Temettü Yöntemi					
(bin TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Temettü Tahminleri	0	184.025	48.135	6.214	6.640
İskonto Faktörü	0,87	0,75	0,65	0,56	0,49
İndirgenmiş Temettüler	0	137.947	31.241	3.491	3.230
İndirgenmiş Temettüler Toplamı	175.910				
Devam Eden Değer	70.051				
İndirgenmiş Devam Eden Değer	34.081				
Mistral İzmir Projesi'nde dağıtılacak temettülerin indirgenmiş değeri	209.990				
Diğer 2 arsa ekspertiz değeri	43.530				
<b>Asgari Yatırım Değeri</b>	<b>253.520</b>				
Pay Başına Değer	6,50 TL				

Rapor'da, bulunan bu değer sadece mevcut projeden yaratılacak kar payı ödemelerini içerdiği ancak projeden elde edilecek fakat kar payı olarak dağıtılması öngörülme kısmın potansiyel değerini ve büyümeye etkisini içermediğine vurgu yapılmıştır.

Yukarıda detayları açıklanan üç ayrı yöntemle göre bulunan değerler toplu olarak aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Şirket Değeri (bin TL)	Pay Başına Değer
Net Aktif Değer	346.150	8,87 TL
Çarpan Analizi	186.127	4,77 TL
İndirgenmiş Temettü Analizi	253.520	6,50 TL

Rapor'da halka arz fiyatının 5,50 TL olduğu ve bu fiyatın Şirket'in pay başına net aktif değerine göre %38 oranında iskontoya tekabül ettiği belirtilmiştir.

## VII. Görüş ve Sonuç

TSKB tarafından Mistral GYO için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz. Çarpan analizi için temettü veren yurt içi benzer şirketlerin seçilmesini ve buna bağlı olarak da İndirgenmiş Temettü yönteminin kullanılmasını olumlu buluyoruz. Diğer yandan gerek İzahname'de gerekse Fiyat Tespit Raporu'nda 2017-2018 yılları için dağıtılabilir kar tutarının %70'inin, 2018 sonrasında ise dağıtılabilir karın en az %50'sinin yatırımcılar ile paylaşılmasının hedeflendiği ifade edilmektedir. Yapılan analizde tüm dönemler için %70 oranında bir temettü oranının kullanılmasını ise iyimser bir yaklaşım olarak algılıyoruz.

Fiyat Tespit Raporu'nda üç ayrı yöntemle göre pay başına değerler hesaplanmış olmakla birlikte, açıklanan halka arz fiyatına bu değerlerden nasıl ulaşıldığına dair bir bilgi Rapor'da yer almamaktadır.

---

Ziraat Yatırım olarak 9 Ocak 2017 tarihli verilerle yaptığımız hesaplamalarda Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'ların ortalama NAD iskontosu %47,7'dir. Mistral GYO Fiyat Tespit Raporu'nda baz alınan ve temettü veren şirketler olarak analize dahil edilen GYO'ların iskontosu da tarafımızca Rapor'da belirtildiği gibi %46 olarak bulunmuştur.

Nihai olarak; Rapor'da ifade edilen halka arz iskontosunun sınırlı tutulduğunu düşünmekle birlikte, Şirket'in açıkladığı yüksek temettü ödeme politikasının ve halka arzdan satın alınan payların 90 gün süreyle elde tutulması halinde 5,68 TL'den geri satma hakkı kullanılmasının ilgili halka arzın avantajları olduğu görüşündeyiz.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.*