

04

SEKTÖREL DEĞERLENDİRME



Değerlemeye konu şirket olan ULUDAĞ TUR, otelcilik sektöründe faaliyet gösterdiğinden bu kısımda genel olarak otelcilik sektörünün Dünya ve Türkiye'deki durumuna dair değerlendirmeler yapılacaktır.

İşbu rapor uyarınca otelcilik sektörü otelleri ve profesyonelce işletilen misafirhaneleri içermektedir. Bu konaklama yerleri doğrudan hizmet sağlayıcının web sitesi, bir tur operatörü, seyahat acentesi, çevrimiçi seyahat acentesi (OTA) veya telefon aracılığıyla rezerve edilebilmektedir. En tanınmış hizmet sağlayıcılar Hotels.com, Trivago ve Booking.com'dur.

Raporun bu bölümündeki rezervasyon hacmi, gidiş ve gelişten bağımsız olarak seçilen bölgeden kullanıcılar tarafından yapılan tüm rezerve edilmiş seyahatleri içermektedir. Kullanıcılar, tüm otel misafirlerini temsil etmektedir. Özel konaklama ve tatil daireleri ile Airbnb gibi portallar üzerinden yapılan özel oda ve konaklama kiralamaları otelcilik sektörü içerisinde dikkate alınmamıştır.

Otelcilik sektöründeki en tanınmış markalara aşağıda yer verilmektedir:

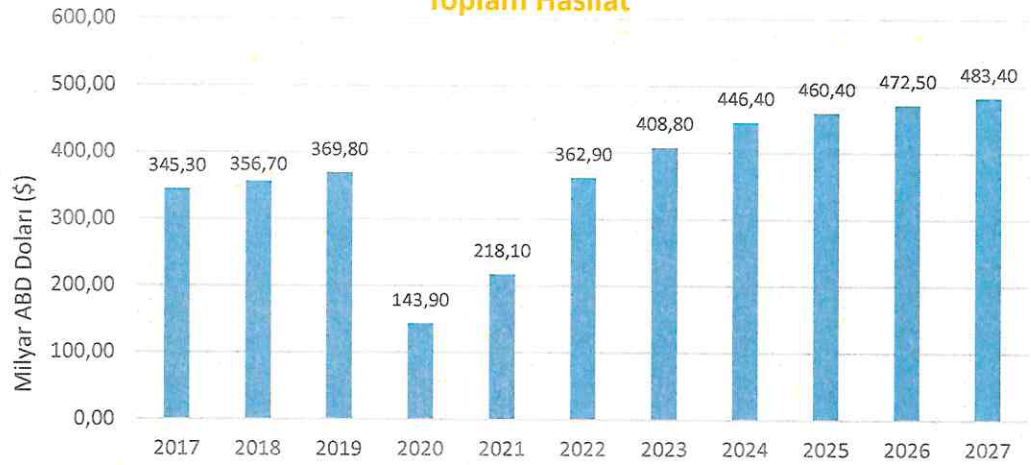
- Accor SA
- Marriott International
- Hyatt Hotels Corporation
- Hilton Worldwide Holdings inc.
- InterContinental Hotels Group PLC.
- Best Western International, Inc.
- Choice Hotels Internationals, Inc.
- Wyndham Destinations, Inc.
- Radisson Hospitality A.B.
- Indian Hotels Company Limited
- Oravel Stays Private Limited
- TC Limited
- EIH Limited
- Bharat Hotels Limited
- Lemon Tree Hotels
- The Leela Palaces



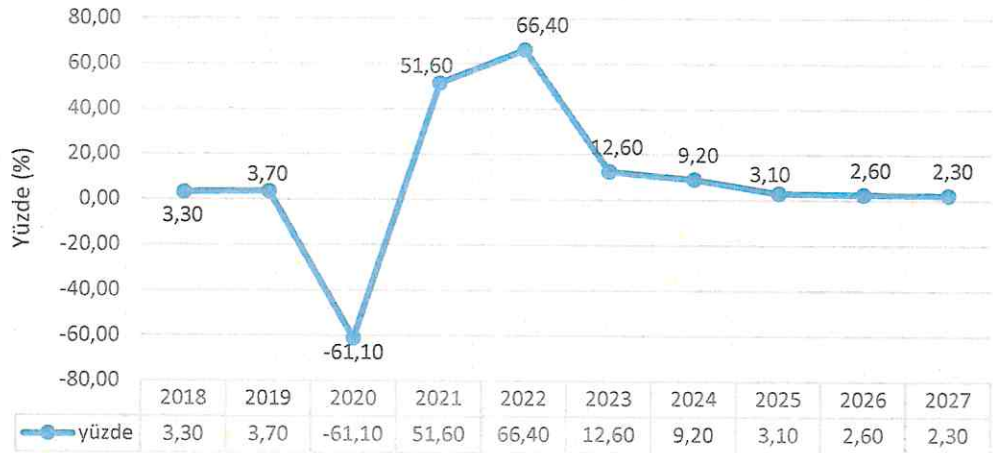
4.1. Küresel Durum

Dünyada otelcilik sektöründeki toplam hasılatın 2023 yılında 408,80 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Hasılatın yıllık %4,28'lik bir büyüme oranı (CAGR 2023-2027) göstermesi ve 2027 yılına kadar öngörülen pazar hacminin 483,40 milyar ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir. Küresel bağlamda hasılatın çoğunun ABD'den (2023 yılında 106,10 milyar ABD doları) elde edilmesi beklenmektedir.

Yıllara Göre Otelcilik Sektörü Toplam Hasılat



Yıllara Göre Otelcilik Sektörü Hasılat Değişimi



Not: Yukarıdaki veriler mevcut döviz kurlarını ve Rusya-Ukrayna savaşının piyasa etkilerini yansıtmaktadır.

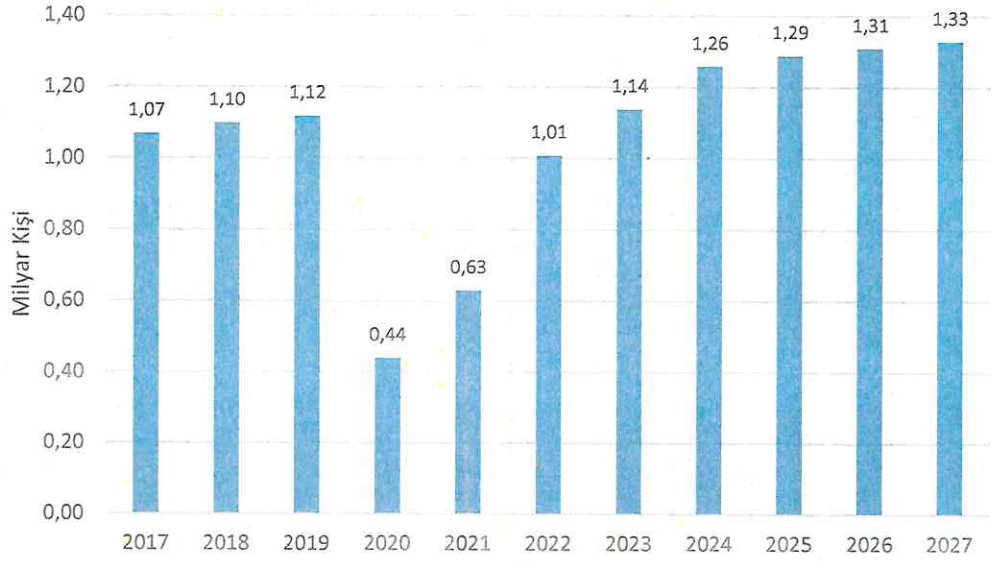
Son güncelleme: Ocak 2023

Kaynak: Statista

AK. MA

Dünyada otelcilik sektöründe yıllık misafir sayısının 2027 yılına kadar 1,33 milyar kişiye, misafir başı ortalama gelirin ise 360 dolara ulaşması beklenmektedir.

Yıllara Göre Toplam Misafir



Yıllara Göre Misafir Başına Ortalama Gelir



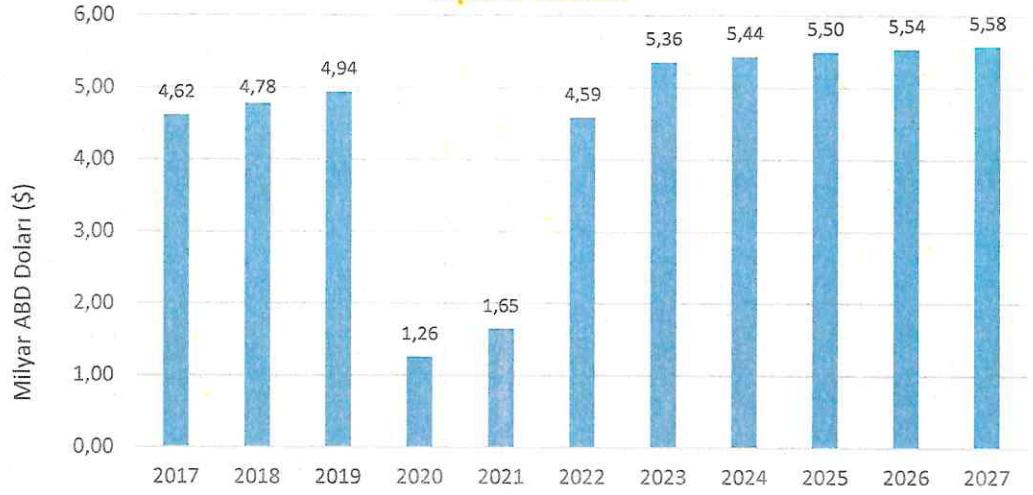
Son güncelleme: Ocak 2023
Kaynak: Statista

GA

4.2. Ülkemizdeki Durum

Ülkemizdeki otelcilik sektöründeki toplam hasılatın 2023 yılında 5,36 milyar ABD dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir. Hasılatın yıllık %1,00'lık bir büyüme oranı (CAGR 2023-2027) göstermesi ve 2027 yılına kadar öngörülen pazar hacminin 5,58 milyar ABD Dolarına ulaşması beklenmektedir.

Yıllara Göre Otelcilik Sektörü Toplam Hasılat



Yıllara Göre Otelcilik Sektörü Hasılat Değişimi



Not: Yukarıdaki veriler mevcut döviz kurlarını ve Rusya-Ukrayna savaşının piyasa etkilerini yansıtmaktadır.

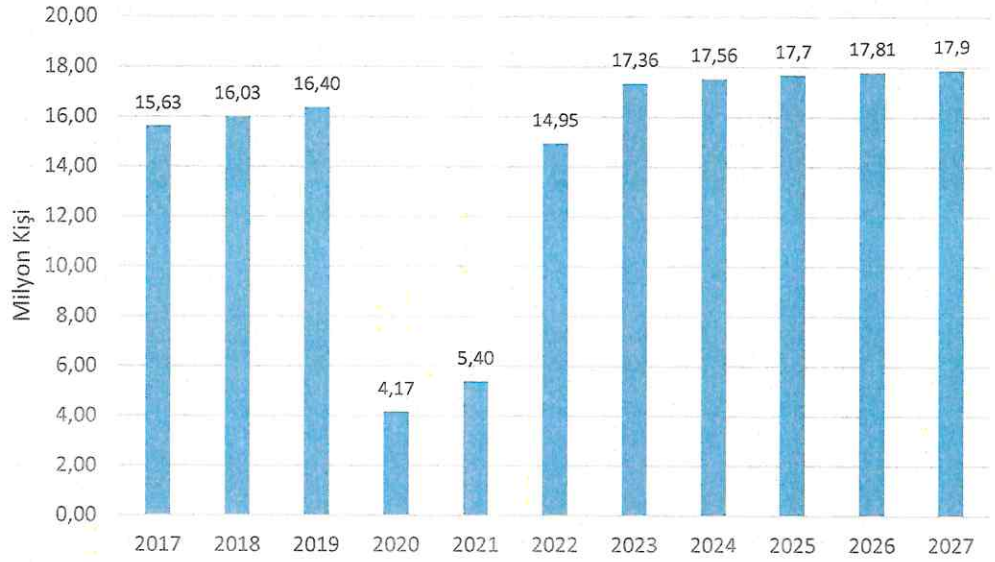
Son güncelleme: Ocak 2023

Kaynak: Statista

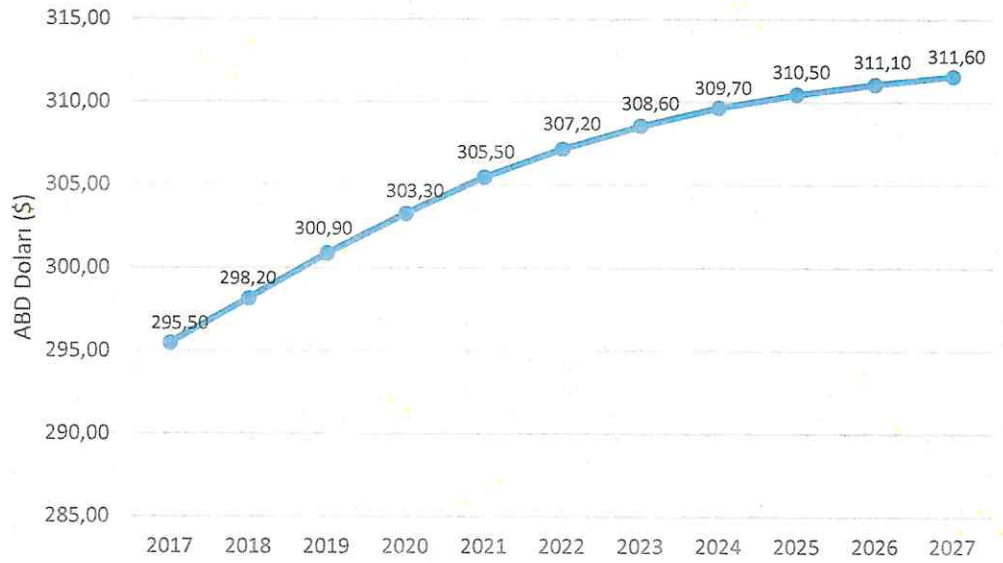
Handwritten signature and initials

Ülkemizdeki otelcilik sektöründe yıllık misafir sayısının 2027 yılına kadar 17,90 milyona, misafir başı ortalama gelirin ise 308,60 dolara ulaşması beklenmektedir.

Yıllara Göre Toplam Misafir



Yıllara Göre Misafir Başına Ortalama Gelir



Son güncelleme: Ocak 2023
Kaynak: Statista

Handwritten signature and initials in blue ink.

05

DEĞERLEMEYE KONU ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

Şirketin Ticaret Unvanı : Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi

Şirket Merkezinin Adresi : Barbaros Mah. İhlamur bulvarı No: 4b D:1 Ataşehir/İstanbul

Kuruluş Tarihi : 1976

Ticaret Sicil Numarası : 276737-0

ULUDAĞ TUR ilk olarak 1976 yılında Bursa'da kurulmuş olup, halen İstanbul'da faaliyet göstermektedir. Şirketin Kuruluş Amacı:

- ❖ Turizm alanında yatırım yaparak, konaklama yeme içme spor eğlence hizmetlerini kapsayan tesis ve işletmeleri, otel motel tatil köyü kamping plaj yazlık konut apart otel termal istasyonu yaz kış sporları istasyonu kafe bar gazino ve benzeri tesisleri kurmak işletmek kurulumuştaki olanlara iştirak etmek satın almak kiralamak kiraya vermek kendi kurduğu tesislerde veya kurulu tesislerde tek başına veya ortaklık yolu ile işletme yapmak.
- ❖ Seyahat acenteliği faaliyetinde bulunmak, yurt içinde ve yurt dışında faaliyette bulunan turizm ve seyahat acenteleri adına hareketle isim ve yer rezervasyonu işletmeleri yapmak,
- ❖ Turizm faaliyetleri için gerekli kara hava deniz taşımacılığı yapmak veya yaptırmak, bu faaliyetlerle ilgili olarak helikopter, uçak, yat kotra ve diğer kara nakil araçlarını satın almak, ihraç etmek, kiralamak kiraya vermek ve satmak. Kara deniz ve hava ulaşım araçlarının yedek parça motor ve aksesuarlarını, alet edevatını almak satmak, ithalat ve ihracatını yapmak,
- ❖ Yat işletmeciliği yapmak yerli ve yabancı bandıralı tekneler kiralamak, kiraya vermek satın almak, tekne turları düzenlemek. Yat turizmine yönelik hizmetler vermek, yat limanı, çekek yerleri inşa ettirmek, işletmek, kiralamak ve kiraya vermek,
- ❖ Turistik amaçtı; dalma yelken su kayağı yüzme ve benzeri deniz sporları konularında eğitim hizmetleri vermek ve bu amaca yönelik tesisler kurmak işletmek kurulmuş tesisleri satın almak, kiralamak,
- ❖ Şehir ve yöre turları veya yurtiçi, yurtdışı turları tertiplemek veya başka seyahat acenteleri tarafından yapılan bu tür organizasyonların biletlerini satmak ve rezervasyon yapmak. Tur operatörlüğü faaliyetinde bulunmak,
- ❖ Konusu ile ilgili her türlü ulaştırma araçlarının biletlerini satmak, sattirmek.

 MA

Ağaoğlu Turizm Grubu bünyesinde bulunan Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret A.Ş.; İstanbul Ümraniye'de bulunan Ağaoğlu My City Hotel ve Uludağ'da 2'nci oteller bölgesinde yer alan Ağaoğlu My Mountain Otel ile faaliyet göstermekte olup, yine şirket bünyesinde yer alan bir adet yata ve İstanbul Sarıyer'de bulunan M. Ayazağa Mahallesi, 10622 ada 2 parselde yer alan "Ofis ve İşyeri" nitelikli 2 adet taşınmaza sahiptir.

Aksi belirtilmedikçe kullanımları bu raporda yapılan değer hesaplamalarına baz teşkil eden ULUDAĞ TUR'a ait tüm lisans, kullanım hakkı, muvafakatname veya herhangi bir kamu kurumundan ya da özel kurumdan alınan diğer yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.

Aksi belirtilmedikçe, ULUDAĞ TUR'un mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmıştır. Duran varlık ve çeşitli aktiflerin yasal durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer yasal konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiş olup bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.

Aksi belirtilmedikçe, ULUDAĞ TUR'un mevcut aktifleri üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı vb. varlığın kullanımını kısıtlayıcı şartların bulunmadığı varsayılmaktadır.

ULUDAĞ TUR ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul yoktur.


FİNANSAL BİLGİLER

ULUDAĞ TUR'un 2022 yılına ilişkin beyanname işlemlerine esas teşkil eden Vergi Usul Kanunu'na ve Tek Düzen Hesap Planı'na uygun muhasebe kayıtlarından hareketle hazırlanan finansal tablolarına aşağıda yer verilmektedir.

| GELİR TABLOSU | 31.12.2022 |
|-----------------------------------|----------------------|
| Brüt Satışlar | 80.050.403,99 |
| <i>Satış İndirimler</i> | -861.294,91 |
| Net Satışlar | 79.189.109,08 |
| Satışların Maliyeti | -58.094.675,32 |
| BRÜT KAR/ZARAR | 21.094.433,76 |
| Pazarlama,Satış Gideri (-) | -3.101.626,08 |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -2.989.108,10 |
| FAALİYET KÂRI | 15.003.699,58 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelirler | 9.275.045,97 |
| Diğer Faaliyetlerden Giderler | -332.309,03 |
| Finansman Giderleri | -19.305,76 |
| OLAĞAN FAALİYET KÂRI | 23.927.130,76 |
| Olağandışı Gelir/Kârlar | 10.683.153,86 |
| Olağandışı Gider/Zararlar | -3.653.043,60 |
| VERGİ ÖNCESİ KÂR/ZARAR | 30.957.241,02 |
| Dönem Vergi Giderleri | 0,00 |
| DÖNEM NET KÂRI VEYA ZARARI | 30.957.241,02 |

AK - MA

| BİLANÇO | 31.12.2022 |
|------------------------------------|-----------------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 7.247.489,72 |
| Ticari Alacaklar | 3.839.465,41 |
| Diğer Alacaklar | 21.745.446,61 |
| Stoklar | 4.306.008,72 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 572.957,92 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 7.214.940,77 |
| DÖNEN VARLIKLAR | 44.926.309,15 |
| Mali Duran Varlıklar | 14.934.589,13 |
| Maddi Duran Varlıklar | 77.426.182,22 |
| MoDV ve Kullanım Hakkı Varlıklar | 7.312.583,38 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 91.714,93 |
| Diğer Duran Varlıklar | 26.756,49 |
| DURAN VARLIKLAR | 99.791.826,15 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 144.718.135,30 |
| Ticari Borçlar | 5.913.267,72 |
| Diğer KV Borçlar | 208.736,50 |
| Alınan Avanslar | 5.619.384,71 |
| Vergi Yük. | 1.239.020,80 |
| Gelecek Aylara ait Gel.ve Gid.Tah. | 2.287.141,80 |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 15.267.551,53 |
| Ticari Borçlar | 85.837,25 |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 85.837,25 |
| Ödenmiş Sermaye | 60.000.000,00 |
| Sermaye Yedekleri | 24.101.541,87 |
| Kar Yedekleri | 20.023.320,15 |
| Geçmiş Yıllar Karları | 11.040.830,91 |
| Geçmiş Yıllar Zarar | -16.758.187,43 |
| Dönem Kar/Zarar | 30.957.241,02 |
| ÖZKAYNAKLAR | 129.364.746,52 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 144.718.135,30 |

 MA

06

ŞİRKETİN DEĞERLEMESİ

Değerleme çalışması, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 Sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş olup, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygundur.

Uluslararası Değerleme Standartları değerlemeyi gerçekleştirenin uygun değer esasını seçmesini, söz konusu esasla ilgili uygulanabilir olan tüm şartları uygulamasını gerektirir. Değer esasları (bazen değer standartları olarak nitelendirilir) raporlanan değer dayandığı temel dayanakları tanımlamaktadır. Değer esaslarının değerleme görevinin şartlarına ve amacına uygun olması, değerlemeyi gerçekleştirenin yöntem, girdi ve varsayım seçimi ile nihai değer görüşüne etki edebildiği veya yön verebildiği için büyük önem arz etmektedir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin değerleme görevinin koşullarına ve amacına göre uygun değer esaslarını seçmesi gerekir. Değerlemeyi gerçekleştirenin değer esasları seçiminin müşteriden ve/veya temsilcilerinden alınan talimatlar veya girdiler dikkate alınarak yapılması gerekli görülmektedir. Ancak, değerlemeyi gerçekleştirene sunulan talimatlardan veya girdilerden bağımsız olarak, değerlemeyi gerçekleştirenin değerlemenin amacına uygun olmayan bir değerlendirme esasını kullanmaması gerekli görülmektedir.

Yapılacak çalışmada aynı zamanda UDS 200- İşletmeler ve İşletmedeki Paylar Standardı ayrıca dikkate alınmalıdır. Değerlemeyi gerçekleştirenin işletmeyi veya işletmedeki payı değerlerken uygun değer esaslarını seçmesi gerekir. Genelde, işletme değerlemeleri Uluslararası Değerleme Standartları Kurulu dışındaki işletmeler/kurumlar (bazı örneklerine UDS 104 Değer Esasları Standardında yer verilmiştir) tarafından tanımlanan değer esasları kullanılarak yapılmakta olup, ilgili düzenlemelerin, içtihadın ve açıklayıcı diğer kılavuzların anlaşılmasına ve uygulanmasına ilişkin sorumluluk değerlemeyi gerçekleştirene aittir.

ULUDAĞ TUR'un değerlendirme çalışmasında değer esası olarak UDS'de tanımlanmış hali ile "Pazar Değerinin" kullanılması uygun bulunmuştur. Bu değer esası değerlendirme çalışmasının amacı olan gerçeğe uygun değer ölçümü için kullanılabilir bir değer esasıdır.



Uygun değer esası belirlendikten sonra yapılması gereken işlem uygun "Değerleme Yaklaşımının" belirlenmesidir. Bir varlığa ilişkin değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Bir yöntemin her duruma uygun olması söz konusu değildir.

İşletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen üç temel değerleme yaklaşımı da uygulanabilir. UDS 105 çerçevesinde temel yaklaşımlar Pazar Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı olarak tanımlanmıştır.

UDS'de maliyet, pazar ve gelir yaklaşımları kapsamında kullanılan belirli yöntemler açıklanmaktaysa da uygun olabilecek tüm yöntemlerin kapsamlı bir listesine de yer verilmemektedir. Her bir değerleme çalışması için uygun yöntemlerin seçiminde sorumluluk değerlemeyi gerçekleştirene aittir.

ULUDAĞ TUR'un değerlemesinde Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı birlikte kullanılmıştır. ULUDAĞ TUR'un yapısı, faaliyetleri, sektör ve muhasebe verileri dikkate alındığında işbu raporda otelleri değerlemek için Gelir yaklaşımı temelinde indirgenmiş nakit akışları yöntemi ve Piyasa yaklaşımı temelinde piyasa çarpanları (FD/FAVÖK) yöntemleri benimsenmiştir. Yatın değerlemesi özellikli bir konu olduğu için ihtiyatlı bir yaklaşım sergilenerek alış maliyeti ile hesaplamaya katılmış olup, ofislerin değerlemelerinde ise işbu raporun ekinde yer alan gayrimenkul değerleme raporları dikkate alınmıştır. UDS'de yer alan diğer yaklaşım olan Maliyet Yaklaşımı hakkında kısa bilgilere ve bu değerleme özelinde neden tercih konusu yapılmadığına aşağıda yer verilmektedir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. ULUDAĞ TUR'un kuruluşundan itibaren uzun bir süre geçmesi ve maliyet yaklaşımının değerlendirilecek şirketi statik olarak ele alıp ileride sağlayacağı gelir ve kârları göz ardı etmesi sebebiyle ULUDAĞ TUR açısından maliyet yaklaşımının şirket değerinin belirlenmesinde yeterli sonuç üretmeyeceğini düşünmekteyiz.

ULUDAĞ TUR'un değerlemesinde tarafımızca kullanılan gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

ULUDAĞ TUR'un değerlemesinde tarafımızca kullanılan pazar yaklaşımı, varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Pazar yaklaşımında genellikle her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen pazar çarpanları kullanılır. Belirlenen aralıktan uygun çarpanın seçimi niteliksel ve niceliksel faktörlerin dikkate alındığı bir değerlendirmenin yapılmasını gerektirir.

 - 

GELİR YAKLAŞIMININ UYGULANMASI

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi (İNA)

Yöntemin Tanımı

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yönteminde, şirketin gelecek yıllarda faaliyetlerinden elde edeceği tahmin edilen serbest nakit akışlarının bugünkü değerlerine ulaşmak için, söz konusu nakit akışları, "uygun bir indirim oranı" ile iskonto edilmektedir.

Projeksiyon dönemi genellikle beş ila on sene arasında bir zaman dilimini kapsar. Tahmin süresinin sonunda, şirketin nihai değeri hesaplanarak, serbest nakit akışlarının bugünkü değerine eklenir. Çıkan toplam, şirketin bugünkü değerini gösterir.

İndirim Oranının Hesaplanması (R): İndirim Oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti esas alınarak hesaplanmaktadır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) hesaplamasında kullanılan değerler aşağıdaki gibidir.

$$(AOSM) = [Borçlanma Oranı * Borçlanma Maliyeti * (1 - Vergi Oranı)] + [Sermaye Oranı * Sermaye Maliyeti]$$

Borçlanma Oranı: Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar / Aktif Toplam

Borçlanma Maliyeti: Şirket'in borçlarını ödediği ortalama faiz oranı esas alınmaktadır. Bu değerlendirme özelinde belirlenen risksiz faiz oranına 200 baz puan risk primi eklenerek bir belirleme yapılmıştır. Şirketin herhangi bir banka kredisi bulunmadığından kredi faizlerinden hareket edilmemiştir.

Vergi Oranı: İlgili yıllarda kullanılması beklenen kurumlar vergisi oranı (%20) kullanılmıştır.

Sermaye Oranı: Özkaynaklar / Borçlar + Özkaynaklar

$$Sermaye Maliyeti = [Risksiz Getiri Oranı + (Beta * (Piyasanın Beklenen Getirisi - Risksiz Getiri Oranı))]$$

Risksiz Getiri Oranı: Sermaye piyasalarından elde edilen ortalama uzun vadeli faiz oranı olarak belirlenmektedir. Bu değerlendirme özelinde değerlendirme tarihinden önceki 6 aylık dönemdeki 10 yıllık devlet tahvil faiz oranlarının ortalaması esas alınmış ve çıkan ortalamanın üzerine 130 baz puan risk primi eklenerek belirlenmiştir.

Beta: Şirket gelirlerinin piyasa ile ne oranda birlikte hareket ettiğini belirtir. Bu değerlendirme özelinde değerlendirme tarihi itibarıyla Finnet Analiz Expertten sağlanan BİST Turizm endeksinin BİST Tüm endeksine karşı son bir yıllık hareketi esas alınmıştır. Bu kapsamda, turizm sektörü betası şirket betası olarak kullanılmıştır.

Piyasanın Getirisi: Bu oran işletmenin faaliyetlerini sürdürdüğü piyasanın beklenen sermaye getirisi. Bu değerlendirme özelinde firmaya özel risk sıfır olarak kabul edilmiştir. Piyasa getirisi aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Piyasanın Beklenen Getirisi= Risksiz Getiri Oranı + Ülke riski + Firmaya özel risk

Ülke Riski: İşletmenin temel faaliyetini gerçekleştirdiği ülkenin yatırım riskidir. Ülke riskinin belirlenmesinde değerlendirme tarihindeki Türkiye 5 yıllık Kredi Temerrüt Swapı (CDS) değerinin son 12 aylık ortalamasına göre bir değer hesaplanıp kullanılmıştır.

Devam Eden Değer (Nihai (Uç) değer): Bir şirketin faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık ciddi bir değişimin yaşanmayacağı dönemi ifade etmektedir. Başka bir deyişle olgunluk safhasına ulaşan şirketin nakit akımlarının sonsuza kadar bu seviyede devam edeceği varsayımına dayanır.

Nakit Akımlarının Oluşturulmasında Kullanılan Varsayım ve Sınırlamalar

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayım ve sınırlamaların genel çerçevesi aşağıdaki gibidir:

İndirgenmiş nakit akışları analizi metodu ile ULUDAĞ TUR'un Pazar değeri hesaplanırken 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.12.2026, 31.12.2027, 31.12.2028, 31.12.2029, 31.12.2030, 31.12.2031 ve 31.12.2032 tarihlerinde sona eren dönemlere (10 yıl) ait nakit akışları tahmin edilerek 27.03.2023 tarihine indirgenmiştir.

2032 sonrası yıllar ULUDAĞ TUR'un faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık ciddi bir değişimin yaşanmayacağı öngörülen yıllar olarak kabul edilmiş ve devam eden değer hesaplanmıştır.

Finansal tahmin döneminde elde edilen iskonto edilmiş nakit akışlarının toplamı ile devam eden değer hesaplaması sonunda elde edilen değer toplamı şirket değerini ifade etmektedir.

Elde edilen şirket değerine 27.03.2023 tarihi itibarıyla mevcut net varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller eklenmiştir. Bu işlem sonunda ulaşılan değer ULUDAĞ TUR'un hisse değeri (Özkaynakların Pazar Değeri) olarak raporlanmıştır.

Projeksiyonda Kullanılan Para Birimi

Projeksiyonlarda kullanılan para birimi Türk lirasıdır. Hesaplamalarda farklı bir para birimine ya da farklı bir para biriminden herhangi bir yabancı para çevrim işlemi yapılmamıştır.



İndirgeme Oranının Hesaplanması (R)

İndirgeme Oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti esas alınarak hesaplanmaktadır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin hesaplaması aşağıdaki gibidir.

| | | |
|---|---|---------------|
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) | $(Wd * Cd * (1-t)) + (We * Ce)$ | %14,8 |
| Borçlanma Oranı | Wd | %10,6 |
| Borçlanma Maliyeti | Cd | %14,1 |
| Vergi Oranı | t | %20,00 |
| Sermaye Oranı | We | %89,4 |
| Sermaye Maliyeti | Ce | %15,2 |
| Sermaye maliyeti (Ce) | $Rf + B * (Rm - Rf)$ | %15,2 |
| Risksiz Getiri Oranı | Rf | %12,10 |
| Beta | B | 0,62 |
| Piyasanın Beklenen Getirisi | Rm | %17,10 |
| Piyasanın Beklenen Getirisi (Rm) | $Rf + \text{Ülke Riski} + FÖR$ | %17,10 |
| Risksiz Getiri Oranı | Rf | %12,10 |
| Ülke Riski | Ürp | %5,00 |
| Firmaya Özel Risk | FÖR | - |

Yukarıdaki rasyolar yardımıyla ulaşılan İndirgeme Oranı ise %14,8 olarak hesaplanmıştır.

Nakit Akışının Uzun Dönem Büyüme Hızı (G)

Nakit akışlarının büyüme hızı bu değerlendirme özelinde daha ihtiyatlı davranmak ve sektördeki diğer işletmelerin verilerine ulaşımdaki zorluk nedeniyle TCMB tarafından yapılan uzun dönem enflasyon tahmini (%5) olarak belirlenmiştir.

Satışların Tahmini

ULUDAĞ TUR'un gelirleri otelcilik faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda satışlar tahmin edilirken her bir otel vasıtasıyla gelecekte yaratılacak gelirler ve bunların maliyetleri finansal modelde dikkate alınmıştır. Ana hizmet unsuru olan otel oda gelirleri değerlendirilirken oda sayısı, ortalama doluluk oranı, ortalama gecelik oda fiyatı ve otelin faaliyette olacağı gün sayısı dikkate alınmıştır. İşletme tarafından projeksiyona konu yıllara ilişkin ortalama doluluk oranı ve otelin faaliyette bulunacağı gün sayısı tarafımızca makul bulunmuş, ortalama oda fiyatları ve artış oranları ise IMF tarafından yapılan enflasyon tahminleri kullanılarak aşağı çekilmiştir.

Yan hizmet unsuru olan diğer gelirler değerlendirilirken ise oda geliri dışındaki diğer gelirler (Yiyecek, İçecek, Toplantı, Konferans, Düğün, Davet, Market, Kuru Temizleme, Doktor, Bar, Butik, Fotoğraf servisi, Oyun Salonu, Çamaşırhane, Telefon ve Faks Hizmeti, Kuaför, Kayak Dersi, Lift Hizmeti, Kayak Odası, Kayak Ekipmanları, Çocuk Bakıcısı, Snow Board Dersi, Elektrikli Araç Şarj İstasyonu, Masaj ve SPA hizmetleri vb.) dikkate alınmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemine ilişkin yıllara yönelik tahminde bulunurken, geçmiş 10 yıla ilişkin oteller bazında ayrı ayrı gerçekleşen tutarlar alınmış ve pandemi dönemi olan 2020 yılı kapsam dışında bırakılarak 2019,2021 ve 2022 yılları ortalaması dikkate alınmıştır. Söz konusu projeksiyonlara iki otel bazında ayrı ayrı ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.

Maliyetlerin Tahmini

Otellerin yıllık maliyet projeksiyonları tesislerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Bu kapsamda oteller için işletme tarafından projeksiyon dönemi boyunca hasılatın %50-%65'i oranında satışların maliyeti tahmini yapılmıştır. Bu çerçevede pandemi dönemi olan 2020 yılı kapsam dışında bırakılarak 2019,2021 ve 2022 yıllarındaki eğilim dikkate alınarak (2022 yılı %72,57; YBBO -%8,27) ihtiyatlı bir yaklaşımla işletme tarafından yapılan tahminin üst sınır olan %65 oranı, sektör oranları da göz önünde bulundurulduğunda makul bulunmuştur. Maliyetler gelirlerin yüzdesi olarak ifade edildiği ve tahmine tabi tutulduğu için, enflasyon etkisini kendiliğinden barındırmaktadır. Söz konusu projeksiyonlara iki otel bazında ayrı ayrı ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.

Faaliyet Giderlerinin Tahmini

Otellerin yıllık faaliyet gideri projeksiyonları tesislerin özellikleri dikkate alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Bu kapsamda pandemi dönemi olan 2020 yılı kapsam dışında bırakılarak 2019,2021 ve 2022 yıllarındaki eğilim (3 yıl ortalama %7,57; YBBO -%0,65) dikkate alınarak ihtiyatlı bir yaklaşımla 2022 yılındaki hasılatın %7,61'ine tekabül eden oran makul bulunmuştur. Faaliyet giderleri gelirlerin yüzdesi olarak ifade edildiği ve tahmine tabi tutulduğu için, enflasyon etkisini kendiliğinden barındırmaktadır. Söz konusu projeksiyonlara iki otel bazında ayrı ayrı ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.

Amortisman Giderleri

Amortisman giderleri indirgenmiş nakit akışları analizi hesaplamasında nakit giriş çıkışı oluşturmaz. Ancak vergi matrahının tespitinde amortisman tutarı dikkate alınır. Amortisman giderleri ilerleyen yıllarda tahmin edilen yatırım harcaması uyarınca projeksiyon döneminde meydana gelen birikmiş amortisman farkından hareketle hesaplanmıştır. Söz konusu projeksiyona ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.



Net Yatırım Harcaması

İşletmenin faaliyetlerinin devamı için Şirket yönetimi tarafından projeksiyon döneminde önemli oranda ilave yatırım harcaması yapılmayacağı belirtildiğinden bir önceki yılın amortisman tutarının yarısı oranında yatırım harcaması tahmini makul görülmüştür. Söz konusu projeksiyona ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.

Vergi Giderleri

Projeksiyona konu yıllarda (2023-2032) FVÖK üzerinden %20 oranında vergi gideri hesaplanmıştır.

İşletme Sermayesindeki Değişim

İşletme sermayesi değişim, geçmiş yıllardaki ticari alacak, stok ve ticari borç devir hızına göre belirlenmiş ve hasıllata yönelik bir oranlama yapılarak işletme sermayesi değişimi projekte edilmiştir. Söz konusu projeksiyonlara iki otel bazında ayrı ayrı ilerleyen sayfalarda yer verilmiştir.

Net Finansal Varlıklar ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

İndirgenmiş nakit akışları metodu ile Pazar Değeri tahmin edilirken öncelikle; firmaya olan serbest nakit akışları tahmin edilmiş ve uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmiştir. Elde edilen değer, değerlendirme tarihi itibarıyla ULUDAĞ TUR'un toplam değerini ifade etmektedir. Pazar Değeri değerlendirme tarihi itibarıyla net finansal varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller eklenmek suretiyle ULUDAĞ TUR'un hisse değerine (Özkaynakların Pazar Değeri) ulaşılmaktadır. Net finansal varlıkların ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin detayları ilerleyen sayfalarda sunulmuştur.

İndirgenmiş Nakit Akışlarına Göre Bulunan Değer

Bu kapsamda İNA yöntemine göre ilerleyen sayfalardan görüleceği üzere hesaplanan değere aşağıda yer verilmiştir.

| | |
|---------------------------------|----------------------|
| Daimi Büyüme Metodu | |
| Sonsuz Büyüme SNA Değeri | 474.974.704 |
| SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı | 962.862.320 |
| + Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri | 1.265.646.509 |
| Firma Değeri | 2.228.508.828 |
| + Nakit | 7.247.490 |
| - Toplam Finansal Borç | 0 |
| + Yatırım Amaçlı Varlıklar | 60.953.600 |
| Özkaynak Değeri | 2.235.756.318 |

Yatırım Amaçlı Varlıklar

| | |
|---------------------|-------------------|
| Yat | 30.953.600 |
| Ağaoğlu 1453 Ofis 1 | 8.500.000 |
| Ağaoğlu 1453 Ofis 2 | 21.500.000 |
| Toplam Tutar | 60.953.600 |

| | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|--------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Ağaçlı My City | | | | | | | | | | |
| Oda Sayısı | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| Ortalama Doluluk Oranı | 82,50% | 85,00% | 87,50% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% |
| Ortalama Gecelik Oda Fiyatı | 2.500,00 | 3.765,00 | 5.090,28 | 6.357,76 | 7.629,31 | 9.078,88 | 10.713,08 | 12.534,30 | 14.539,79 | 16.720,76 |
| Gecelik Fiyat YoY Büyüme | - | 50,60% | 35,20% | 24,90% | 20,00% | 19,00% | 18,00% | 17,00% | 16,00% | 15,00% |
| Otelin Faaliyette Olacağı Gün Sayısı | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| Otel Oda Gelirleri | 85.820.625,00 | 133.162.402,50 | 185.330.731,95 | 238.091.743,75 | 285.710.092,51 | 339.995.010,08 | 401.194.111,90 | 469.397.110,92 | 544.500.648,66 | 626.175.745,96 |
| Diğer Gelirleri Oranı | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% | 19,36% |
| Diğer Gelirler | 16.615.024,44 | 25.780.476,10 | 35.880.356,74 | 46.094.981,73 | 55.313.978,07 | 65.823.633,91 | 77.671.888,01 | 90.876.108,97 | 105.416.286,41 | 121.228.729,37 |
| TOPLAM GELİRLERİ | 102.435.649,44 | 158.942.878,60 | 221.211.088,69 | 284.186.725,48 | 341.024.070,58 | 405.818.643,99 | 478.865.999,91 | 560.273.219,89 | 649.916.935,07 | 747.404.475,33 |
| SMM/Satışa Oranı | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% | -65,00% |
| SMM | -66.583.172,14 | -103.312.871,09 | -143.787.207,65 | -184.721.371,56 | -221.665.645,88 | -263.782.118,59 | -311.262.899,94 | -364.177.592,93 | -422.446.007,80 | -485.812.908,97 |
| BRÜT KAR/ZARAR | 35.852.477,30 | 55.630.007,51 | 77.423.881,04 | 99.465.353,92 | 119.358.424,70 | 142.036.525,40 | 167.603.099,97 | 196.095.626,96 | 227.470.927,28 | 261.591.566,37 |
| Brüt Kar Marjı | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% | 35,00% |
| FG/Satışa Oranı | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% | -7,61% |
| Faaliyet Giderleri | -7.793.943,32 | -12.093.365,87 | -16.831.119,79 | -21.622.699,15 | -25.947.238,98 | -30.877.214,39 | -36.435.112,98 | -42.629.082,18 | -49.449.735,33 | -56.867.195,63 |
| Amortisman/Satışa Oranı | -4,47% | -2,95% | -2,18% | -1,74% | -1,48% | -1,28% | -1,11% | -0,97% | -0,86% | -0,77% |
| Amortisman | -4.580.643,60 | -4.695.159,69 | -4.812.538,68 | -4.932.852,15 | -5.056.173,45 | -5.182.577,79 | -5.312.142,23 | -5.444.945,79 | -5.581.069,43 | -5.720.596,17 |
| FAALİYET KAR | 23.477.890,39 | 38.841.481,96 | 55.780.222,57 | 72.909.802,62 | 88.355.012,27 | 105.976.733,22 | 125.855.844,76 | 148.021.598,99 | 172.440.122,51 | 199.003.774,57 |
| Faaliyet Kar Marjı | 22,92% | 24,44% | 25,22% | 25,66% | 25,91% | 26,11% | 26,28% | 26,42% | 26,53% | 26,63% |
| İNA | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
| FVÖK | 23.477.890 | 38.841.482 | 55.780.223 | 72.909.803 | 88.355.012 | 105.976.733 | 125.855.845 | 148.021.599 | 172.440.123 | 199.003.775 |
| Amortisman | 4.580.644 | 4.695.160 | 4.812.539 | 4.932.852 | 5.056.173 | 5.182.578 | 5.312.142 | 5.444.946 | 5.581.069 | 5.720.596 |
| Vergi Oranı | -4.695.578 | -7.768.296 | -11.156.045 | -14.581.961 | -17.671.002 | -21.195.347 | -25.171.169 | -29.604.320 | -34.488.025 | -39.800.755 |
| Sermaye Harc. | -2.234.460 | -2.290.322 | -2.347.580 | -2.406.269 | -2.466.426 | -2.528.087 | -2.591.289 | -2.656.071 | -2.722.473 | -2.790.535 |
| Delta NİS | -3.036.331 | -2.906.317 | -3.202.619 | -3.239.004 | -2.923.296 | -3.332.557 | -3.757.019 | -4.186.989 | -4.610.614 | -5.014.043 |
| SNA | 18.092.164,65 | 30.571.706,66 | 43.886.517,55 | 57.615.420,73 | 70.350.461,66 | 84.103.320,73 | 99.648.509,72 | 117.019.164,44 | 136.200.080,31 | 157.119.038,12 |
| Vergi Oranı | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |

| | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|--------------------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Ağaçlı My City | | | | | | | | | | |
| Oda Sayısı | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| Ortalama Dolum Oranı | 82,50% | 85,00% | 87,50% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% | 90,00% |
| Ortalama Gecelik Oda Fiyatı | 2.500,00 | 3.765,00 | 5.090,28 | 6.357,76 | 7.629,31 | 9.078,88 | 10.713,08 | 12.534,30 | 14.539,79 | 16.720,76 |
| Gecelik Fiyat Yo Y Büyüme | - | 50,60% | 35,20% | 24,90% | 20,00% | 19,00% | 18,00% | 17,00% | 16,00% | 15,00% |
| Otelin Faaliyette Olacağı Gün Sayısı | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| Otel Oda Gelirleri | 85.820.625,00 | 133.162.402,50 | 185.330.731,95 | 238.091.743,75 | 285.710.092,51 | 339.995.010,08 | 401.194.111,90 | 469.397.110,92 | 544.500.648,66 | 626.175.745,96 |
| <i>Diger Gelirleri Oranı</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> | <i>19,36%</i> |
| Diger Gelirler | 16.615.024,44 | 25.780.476,10 | 35.880.356,74 | 46.094.981,73 | 55.313.978,07 | 65.823.633,91 | 77.671.888,01 | 90.876.108,97 | 105.416.286,41 | 121.228.729,37 |
| TOPLAM GELİRLERİ | 102.435.649,44 | 158.942.878,60 | 221.211.088,69 | 284.186.725,48 | 341.024.070,58 | 405.818.643,99 | 478.865.999,91 | 560.273.219,89 | 649.916.935,07 | 747.404.475,33 |
| <i>SMM/Satışa Oranı</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> | <i>-65,00%</i> |
| SMM | -66.583.172,14 | -103.312.871,09 | -143.787.207,65 | -184.721.371,56 | -221.665.645,88 | -263.782.118,59 | -311.262.899,94 | -364.177.592,93 | -422.446.007,80 | -485.812.908,97 |
| BRÜT KAR/ZARAR | 35.852.477,30 | 55.630.007,51 | 77.423.881,04 | 99.465.353,92 | 119.358.424,70 | 142.036.525,40 | 167.603.099,97 | 196.095.626,96 | 227.470.927,28 | 261.591.566,37 |
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> | <i>35,00%</i> |
| <i>FG/Satışa Oranı</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> | <i>-7,61%</i> |
| Faaliyet Giderleri | -7.793.943,32 | -12.093.365,87 | -16.831.119,79 | -21.622.699,15 | -25.947.238,98 | -30.877.214,39 | -36.435.112,98 | -42.629.082,18 | -49.449.735,33 | -56.867.195,63 |
| <i>Amortisman/Satışa Oranı</i> | <i>-4,47%</i> | <i>-2,95%</i> | <i>-2,18%</i> | <i>-1,74%</i> | <i>-1,48%</i> | <i>-1,28%</i> | <i>-1,11%</i> | <i>-0,97%</i> | <i>-0,86%</i> | <i>-0,77%</i> |
| Amortisman | -4.580.643,60 | -4.695.159,69 | -4.812.538,68 | -4.932.852,15 | -5.056.173,45 | -5.182.577,79 | -5.312.142,23 | -5.444.945,79 | -5.581.069,43 | -5.720.596,17 |
| FAALİYET KAR | 23.477.890,39 | 38.841.481,96 | 55.780.222,57 | 72.909.802,62 | 88.355.012,27 | 105.976.733,22 | 125.855.844,76 | 148.021.598,99 | 172.440.122,51 | 199.003.774,57 |
| <i>Faaliyet Kar Marjı</i> | <i>22,92%</i> | <i>24,44%</i> | <i>25,22%</i> | <i>25,66%</i> | <i>25,91%</i> | <i>26,11%</i> | <i>26,28%</i> | <i>26,42%</i> | <i>26,53%</i> | <i>26,63%</i> |
| İNA | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
| FVÖK | 23.477.890 | 38.841.482 | 55.780.223 | 72.909.803 | 88.355.012 | 105.976.733 | 125.855.845 | 148.021.599 | 172.440.123 | 199.003.775 |
| Amortisman | 4.580.644 | 4.695.160 | 4.812.539 | 4.932.852 | 5.056.173 | 5.182.578 | 5.312.142 | 5.444.946 | 5.581.069 | 5.720.596 |
| Vergi Oranı | -4.695.578 | -7.768.296 | -11.156.045 | -14.581.961 | -17.671.002 | -21.195.347 | -25.171.169 | -29.604.320 | -34.488.025 | -39.800.755 |
| Sermaye Harc. | -2.234.460 | -2.290.322 | -2.347.580 | -2.406.269 | -2.466.426 | -2.528.087 | -2.591.289 | -2.656.071 | -2.722.473 | -2.790.535 |
| Delta NİS | -3.036.331 | -2.906.317 | -3.202.619 | -3.239.004 | -2.923.296 | -3.332.557 | -3.757.019 | -4.186.989 | -4.610.614 | -5.014.043 |
| SNA | 18.092.164,65 | 30.571.706,66 | 43.886.517,55 | 57.615.420,73 | 70.350.461,66 | 84.103.320,73 | 99.648.509,72 | 117.019.164,44 | 136.200.080,31 | 157.119.038,12 |
| <i>Vergi Oranı</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> | <i>20%</i> |

| MDV&MeDV | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|--------------------|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Brüt MDV/MeDV | 111.043.805,72 | 151.602.206,39 | 159.050.407 | 166.684.813 | 174.510.079 | 182.530.977 | 190.752.398 | 199.179.353 | 207.816.983 | 216.670.553 | 225.745.463 | 235.047.245 |
| Bir. Amortisman | 51.967.038,85 | 66.863.440,79 | 82.132.253 | 97.782.253 | 113.824.581 | 130.267.421 | 147.121.333 | 164.396.592 | 182.103.733 | 200.253.552 | 218.857.117 | 237.925.771 |
| Net MDV/MeDV | 59.076.766,87 | 84.738.765,60 | 76.918.155 | 68.902.028 | 60.685.499 | 52.263.556 | 43.631.065 | 34.782.761 | 25.713.250 | 16.417.001 | 6.888.346 | -2.878.525 |
| Dönem Amort. | | 14.896.401,94 | 15.268.812 | 15.650.532 | 16.041.796 | 16.442.840 | 16.853.911 | 17.275.259 | 17.707.141 | 18.149.819 | 18.603.565 | 19.068.654 |
| Yeni Yat | | 0 | 7.448.201 | 7.634.406 | 7.825.266 | 8.020.898 | 8.221.420 | 8.426.956 | 8.637.630 | 8.853.570 | 9.074.910 | 9.301.782 |
| Yeni Yatırım Amort | | 0 | 372.410 | 381.720 | 391.263 | 401.045 | 411.071 | 421.348 | 431.881 | 442.679 | 453.745 | 465.089 |

My City

| | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| İşletme Sermayesi | 4.067.540 | 3.839.465 | 8.150.426 | 12.646.497 | 17.600.948 | 22.611.687 | 27.134.024 | 32.289.489 | 38.101.597 | 44.578.868 | 51.711.487 | 59.468.210 |
| Ticari Alacaklar | 40 | 18 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Ort. Alacak Vadesi (gün) | | | | | | | | | | | | |
| Ticari Borçlar | 4.407.107 | 5.913.268 | 8.224.527 | 12.761.475 | 17.760.971 | 22.817.265 | 27.380.718 | 32.583.055 | 38.448.005 | 44.984.165 | 52.181.632 | 60.008.877 |
| Ort. Borç Vadesi (gün) | 53 | 37 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| Stoklar | 2.620.129 | 4.306.009 | 5.342.639 | 8.289.832 | 11.537.496 | 14.822.056 | 17.786.467 | 21.165.896 | 24.975.758 | 29.221.636 | 33.897.098 | 38.981.663 |
| Stok Çevrim Hızı (gün) | 32 | 27 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Net İşletme Sermayesi | 2.280.562 | 2.232.206 | 5.268.537 | 8.174.854 | 11.377.474 | 14.616.478 | 17.539.773 | 20.872.330 | 24.629.350 | 28.816.339 | 33.426.953 | 38.440.996 |
| Delta NİS | -48.356 | 3.036.331 | 2.906.317 | 3.202.619 | 3.239.004 | 2.923.296 | 3.332.557 | 3.757.019 | 4.186.989 | 4.610.614 | 5.014.043 | |

My Mountain

| | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| İşletme Sermayesi | 4.067.540 | 3.839.465 | 13.160.104 | 21.621.092 | 31.667.692 | 42.595.482 | 51.114.579 | 60.826.349 | 71.775.091 | 83.976.857 | 97.413.154 | 112.025.127 |
| Ticari Alacaklar | 40 | 18 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Ort. Alacak Vadesi (gün) | | | | | | | | | | | | |
| Ticari Borçlar | 4.407.107 | 5.913.268 | 13.279.752 | 21.817.664 | 31.955.605 | 42.982.747 | 51.579.297 | 61.379.363 | 72.427.648 | 84.740.349 | 98.298.804 | 113.043.625 |
| Ort. Borç Vadesi (gün) | 53 | 37 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| Stoklar | 2.620.129 | 4.306.009 | 8.626.504 | 14.172.717 | 20.758.306 | 27.921.518 | 33.505.822 | 39.871.928 | 47.048.875 | 55.047.184 | 63.854.734 | 73.432.944 |
| Stok Çevrim Hızı (gün) | 32 | 27 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 | 29 |

| | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Net İşletme Sermayesi | 2.280.562 | 2.232.206 | 8.506.856 | 13.976.145 | 20.470.393 | 27.534.253 | 33.041.104 | 39.318.914 | 46.396.318 | 54.283.693 | 62.969.083 | 72.414.446 |
| Delta NİS | -48.356 | 6.274.650 | 5.469.289 | 6.494.249 | 7.063.860 | 5.506.851 | 6.277.810 | 7.077.405 | 7.887.374 | 8.685.391 | 9.445.363 | |

| İNA | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 | 31.12.2027 | 31.12.2028 | 31.12.2029 | 31.12.2030 | 31.12.2031 | 31.12.2032 |
|---------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Serbest Nakit Akışı (SNA) | 44.985.230 | 81.495.366 | 121.375.413 | 164.549.786 | 202.221.192 | 241.865.081 | 286.677.249 | 336.753.243 | 392.049.205 | 452.356.861 |
| SNA Bugünkü Değeri | 40.488.184 | 63.907.237 | 82.929.038 | 97.956.217 | 104.886.628 | 109.301.320 | 112.876.683 | 115.526.489 | 117.184.222 | 117.806.302 |

| Bugünkü Değer için Katsayı | 0,90 | 0,78 | 0,68 | 0,60 | 0,52 | 0,45 | 0,39 | 0,34 | 0,30 | 0,26 |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bugün 27 Mart 23 | | | | | | | | | | |
| Yılı sonu 31 Aralık 23 | | | | | | | | | | |
| Kalan gün sayısı 279 | 279 | 644 | 1.009 | 1.374 | 1.739 | 2.104 | 2.469 | 2.834 | 3.199 | 3.564 |

Ağırlıklandırılmış Ortalama Serm. Maliyeti (AOSM)

| | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 10 yr govt bond) | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% | 12,10% |
| Risk Primi (5 yıldan 10 yıla) | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Hisse Risk Primi | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 | 0,62 |
| Beta | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% |
| Sermaye Maliyeti | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% | 14,1% |
| Borç Maliyeti | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Vergi Oranı | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% |
| Borç/Sermaye+Borç | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% | 89,4% |
| Sermaye/Sermaye+Borç | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% | 14,8% |
| AOSM | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Sonsuz Büyüme Oranı | | | | | | | | | | |

PAZAR YAKLAŞIMININ UYGULANMASI

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Yöntemin Tanımı

Bu yöntem, bir işletmenin bulunduğu ekonomik parametrelerin ve piyasa şartlarının, bu ortamda bulunan diğer tüm işletmeler de dahil olmak üzere, herkes için aynı etkiyi yaratacağı varsayımı üzerine kurulmuştur. Dolayısıyla, şirketin kendi işleyişi ve operasyonel kabiliyetleri, o pazarda diğer rakiplerinden ayırıştırıcı özellikle olarak ortaya çıkar.

Piyasa bazlı yöntemlerin temel yaklaşımı değerlendirme konusu şirketin piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırılması ve şirket değerinin piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine veya işlem fiyatlarına göre hesaplanmasıdır. Esas alınan veri kaynakları hisse senedi piyasaları, bilinen satış değerleri ve şirketlerle ilgili önceki işlemlerdir. Şirket değeri, benzer şirketlerle belli oranlar üzerinden kıyaslanarak bulunur. Benzer şirket kıyaslaması, çarpan analizi vb. şekillerde de adlandırılmaktadır.

Piyasa bazlı yöntemlerde şirket değeri, piyasada işlem gören güncel şirket değerlerine göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların şirketler için öngördüğü değerler ön plandadır. Bu nedenle şirket satın alınırken kullanılan en uygun metotlardan biridir. Ancak, şirketlerin geleceğine ilişkin beklentiler bu yaklaşım içerisinde tam olarak yer almadığı için ilgili risk ve beklentiler varsayımlara dahil edilmemektedir.

Piyasa bazlı yöntemlerde çok çeşitli oranlar kullanılmakla birlikte, temel olarak kullanılan ve genel kabul görmüş oranlara aşağıda yer verilmiştir:

- F/K (Fiyat Kazanç Oranı – P/E Price-Earnings)
- FD/Satışlar (Firma Değeri Satışlar Oranı – EV/Sales)
- FD/FAVÖK (Firma Değeri FAVÖK Oranı – EV/EBITDA)
- PD/DD (Piyasa Değeri –Defter Değeri Oranı- P/BV)
- PD/NAD (Piyasa Değeri-Net Aktif Değer – P/NAV)

ULUDAĞ TUR'un değerlemesinde sermaye yoğun bir işletme olması ve otelcilik sektörü gibi günlük operasyonel kârlılığı diğer çarpanlardan daha iyi ölçmesi açısından Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

 . 

Yöntemin Uygulanması

ULUDAĞ TUR'un değerlemesinde kullanılan çarpana ilişkin kısa açıklamalara aşağıda yer verilmiştir:

- **Firma Değeri/FAVÖK:** En sık kullanılan ve güvenilir çarpanlardır. FAVÖK; vergi, amortisman ve faiz giderlerini net kâr kalemine ekleyerek, paydayı şirkete özgü operasyonel ve mali yapının etkilerinden ve sektörel etkilerden göreceli olarak arındırmaktadır. Dolayısıyla diğer çarpanlara göre daha karşılaştırılabilir bir orandır.

Değerlemede benzer şirketler olarak BİST'te işlem gören turizm şirketleri kullanılmıştır. Söz konusu şirketlere ilişkin değerlendirme tarihi (27 Mart 2023) itibarıyla çarpanlara aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. İlgili tablodaki aykırı değerler hesaplamada dikkate alınmamıştır.

| XTRZM (BIST Turizm Endeksi) | F/K | FD/FAVÖK | PD/DD |
|-----------------------------|-------------|--------------|-------------|
| AVTUR | 1,46 | 237,89 | 0,63 |
| AYCES | -221,65 | 88,04 | 1,36 |
| DOCO | - | - | - |
| ETILR | 17,19 | 53,70 | 5,18 |
| MAALT | 1687,73 | -1805,15 | - |
| MARTI | - | - | - |
| MERIT | 89,74 | 38,04 | 0,63 |
| PKENT | 602,16 | 33,63 | - |
| TEKTU | 2,55 | 408,86 | 0,43 |
| ULAS | 5,10 | -74,96 | 2,38 |
| Medyan | 3,82 | 45,87 | 1,00 |
| Ortalama | 6,57 | 53,35 | 1,77 |

ULUDAĞ TUR'un hesaplanan çarpan değerlerine göre piyasa çarpanları uyarınca bulunan değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. FD/FAVÖK çarpanının daha adil bir değer verdiğini vurgulamak açısından F/K ve PD/DD çarpanlarına göre de hesaplama yapılmış ancak değerlendirme ağırlık verilmemiştir. Değerlemeye esas teşkil eden FAVÖK çarpan marjı geniş olduğundan ve daha ihtiyatlı davranmak açısından medyan çarpan değeri kullanılmıştır.

| MEDYAN | F/K | FD/FAVÖK | PD/DD |
|----------------------|-------------|-------------------------|-------------|
| Çarpan | 3,82 | 45,87 | 1,00 |
| Değeri | 118.308.456 | 1.378.711.605 | 129.193.691 |
| Ağırlık | 0% | 100% | 0% |
| Ağırlıklı Değeri | 0 | 1.378.711.605 | 0 |
| Toplam Değeri | | 1.378.711.604,80 | |
| ORTALAMA | F/K | FD/FAVÖK | PD/DD |
| Çarpan | 6,57 | 53,35 | 1,77 |
| Değeri | 203.504.988 | 1.602.469.713 | 229.044.515 |
| Ağırlık | 0% | 100% | 0% |
| Ağırlıklı Değeri | 0 | 1.602.469.713 | 0 |
| Toplam Değeri | | 1.602.469.712,95 | |

Handwritten signature

MA

Diğer Varsayımlar

Bu değerleme raporu, aşağıda başlıklandırılmış şekilde verilmiş varsayımlar ve sınırlamalardan oluşmaktadır.

- Avrupa Birliği'ne üye ülkelerden oluşan avro bölgesinde dünyayı sarsacak ölçüde bir krizin gerçekleşmeyeceği ve krizin kontrolden çıkmayacağı varsayılmaktadır.
- Şu anda geçerli olan birtakım formaliteler dışında, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacaktır. Ayrıca bankaların kredi koşullarında önemli oranda bir sıkılaşıma söz konusu olmadığı varsayılmaktadır.
- Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükümetlerinin, kararlı bir politika izleyeceği varsayılmıştır.
- Tespit edilen tahmini değer, 27 Mart 2023 tarihindeki finansal yapıya dayandırılmıştır.
- Bu değerleme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir. Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetim ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.
- ULUDAĞ TUR hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, ULUDAĞ TUR yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, tüm ilgili kanun ve mevzuata tam uygunluk varsayılmıştır.
- Çalışmamız, varlık/yatırım değeri, projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği veya projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle, olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar olmaktadır ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedirler.
- Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun revize edilmesi konusunda bir yükümlülük bulunmamaktadır.
- Raporda kullanılan veriler TATLIPINAR ve ULUDAĞ TUR yönetimi, kamu kurumları (TCMB, TÜİK, DPT, BIST vb), uluslararası kuruluşlar (IMF, Dünya Bankası, OECD vb), medya kuruluşları ve değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmaktadır. Yukarıdaki kaynaklardan sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir. Yapılan analizler, tüm verilerin doğru olduğu kabulüne dayanarak gerçekleştirilmiştir.

- TATLIPINAR yönetimi aracılığı ile ULUDAĞ TUR'dan değerlendirme çalışmasında kullanılacak bilgiler temin edilerek kullanılmıştır. Elde edilen bilgiler tarafımızca değerlendirme çalışmasında kullanımının gerekli olup olmadığı, bilgiyi temin eden tarafın değerlendirme sonuçları ile ilgili ve yeterlilik düzeyi sorgulanmış güvenilir bulunmayan bilgiler kullanılmamıştır. Tüm çalışma sürecinde elde edilen bilgiler makul ölçülerde analiz edilmiş ve gözden geçirilmiştir.
- Aksi belirtilmedikçe kullanımları bu raporda yapılan değer hesaplamalarına baz teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, muvafakatname veya herhangi bir kamu kurumundan ya da özel kurumdan alınan diğer yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmıştır. Duran varlık ve çeşitli aktiflerin yasal durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer yasal konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiş olup bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı vb. varlığın kullanımını kısıtlayıcı şartların bulunmadığı varsayılmaktadır.
- Değerlemesi yapılan varlık/yatırım ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul yoktur.
- Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan FİNANSAL EKSEN veya çalışanları sorumlu tutulamaz.
- Bu rapor, sadece TATLIPINAR yönetimine bilgi vermek üzere hazırlanmış olup, raporun muhatabı her zaman TATLIPINAR yönetimi olarak kalacaktır. FİNANSAL EKSEN raporun hitap ettiği kişiler dışında, yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin haricinde üçüncü şahıs ve kurumlarla paylaşılmasından ya da bunlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir zarar ve sorumluluğu kabul etmemektedir.
- FİNANSAL EKSEN'in yasal temsilcileri, ortakları, yönetici ve çalışanları veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

A.

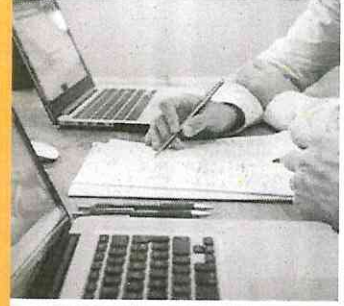
M.

07 SONUÇ

Değeri belirlenecek şirketin değerlendirme tarihi (27 Mart 2023) itibarıyla değeri Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemleri eşit ağırlıkla (%50-%50) kullanılarak belirlenmiştir.

İlgili hesaplamalara göre Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi'nin 27 Mart 2023 tarihindeki değeri 1.807.233.961 Türk Lirası olarak tahmin edilmiştir.

Hesaplanan değer, kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna inanılmaktadır.



At.

MA

08

RAPOR EKLERİ

- 1- 2019, 2020 ve 2021 Yıllarına ait Kurumlar Vergisi Beyannameleri
- 2- 2022 Yılına ait Bilanço ve Gelir Tablosu
- 3- Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. Tarafından Hazırlanan Özel 2023-0062 No'lu ve 20 Ocak 2023 Tarihli Gayrimenkul Değerleme Raporu
- 4- Değerleme Uzmanlarının Beyanları ve Lisans/Sicillerinin Kopyası



MA