



Kurumsal Finansman Hizmetleri

Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi

24 Mayıs 2023

UZMAN KURULUŞ RAPORU

Gizli ve Özel

Tatlıpınar Enerji Üretim Anonim Şirketi

Barbaros Mah. İhlamur Bulvarı No:4b D:1 Ataşehir/İstanbul

24 Mayıs 2023

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Tatlıpınar Enerji Üretim Anonim Şirketi ("TATLIPINAR") ile Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. ("FİNANSAL EKSEN") arasında 15 Mart 2023 tarihinde imzalanmış olan değerleme hizmetine ilişkin danışmanlık sözleşmesi kapsamında, 27 Mart 2023 tarihi itibarıyla Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi ("ULUDAĞ TUR") için yapılan değerleme çalışması sonuçlarına bu raporda yer verilmiştir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Raporumuz, TATLIPINAR ve ULUDAĞ TUR yönetimi ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak; ULUDAĞ TUR tarafından sağlanan geçmiş finansal veriler ile geleceğe yönelik kârlılık, gelir ve nakit akış tahminleri gibi nicel faktörler kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra ULUDAĞ TUR yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor, sadece TATLIPINAR yönetimine bilgi vermek üzere hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece, FİNANSAL EKSEN raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra rapor, FİNANSAL EKSEN'in yazılı izni olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin dışında üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda, FİNANSAL EKSEN onay verse dahi, raporun muhatabı TATLIPINAR olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

FİNANSAL EKSEN
BAĞIMSIZ DENETİM VE DANIŞMANLIK A.Ş.
ESENTEPE MAH. BÜYÜKDERE CAD.
ÖZSEZEN İŞ MERKEZİ, C BLOK, NO:126/9 ŞİŞLİ/İSTANBUL
T: (0212) 280 09 09 Faks: (0212) 280 09 10
MECİDİYEKÖY V.D. 3880724667

Ufuk DOĞRUEK,
Yönetim Ortak,
Sorumlu Ortak Baş Denetçi

Samet ARSLAN
Ortak,
Değerleme Uzmanı

Ufuk Doğruer
Yönetim Ortak
T: +90 (212) 2800909
u.dogruek@finansaleksen.com.tr

Samet Arslan
Ortak
T: +90 (212) 2800909
s.arslan@finansaleksen.com.tr

Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve
Danışmanlık A.Ş.

Independent Member of
GGI Global Alliance

Büyükdere Caddesi Özsezen İş Merkezi
C Blok Kat 8 Esentepe Şişli/İSTANBUL

1. RAPOR BİLGİLERİ	02
1.1. Raporun Tarihi ve Sayısı	02
1.2. Raporun Türü	02
1.3. Değerlemeyi Yapan Kuruluşun Unvanı ve Adresi	02
1.4. Değerlemeyi Gerçekleştirenlerin İsim/Unvan ve Sicil/Lisans Bilgileri	02
1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi	03
1.6. Değerleme Yapanın Değerlemeye Konu Şirket ve Müşteri ile Olan İlişkisi	03
1.7. Değerleme Tarihi	03
1.8. Dayanak Sözleşmenin Tarihi	03
2. RAPOR ÖZETİ	04
2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı	04
2.2. Müşteri Taleplerinin Kapsamı	04
2.3. Değerleme Çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 Sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i Gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) Kapsamında Yürütüldüğüne ve Tüm Yönleriyle İlgili Standartlara Uygun Olduğuna İlişkin Kuruluşumuzun Beyanı	04
2.4. Değerleme Raporunun Kullanım, Dağıtım veya Yayınlanmasına İlişkin Herhangi Bir Sakınca Varsa Buna İlişkin Açıklama	05
2.5. Değer Esası, Kullanılan Yaklaşım ve Yöntemler ile Değerlemenin Amacına Uygunluğuna İlişkin Kuruluşumuzun Beyanı	05
3. EKONOMİK ANALİZ	06
3.1. Özet	06
3.2. Küresel Ekonomi	07
3.3. Türkiye Ekonomisi	11
4. SEKTÖREL DEĞERLENDİRME	27
4.1. Küresel Durum	27
4.2. Ülkemizdeki Durum	29
5. DEĞERLEMeye KONU ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	31
6. ŞİRKETİN DEĞERLEMESİ	34
7. SONUÇ	49
8. RAPOR EKLERİ	50

Handwritten signature and initials in blue ink.

01

RAPOR BİLGİLERİ

1.1. Raporun Tarihi ve Sayısı

24 Mayıs 2023 –BDK/2014/134-2023-051

1.2. Raporun Türü

Bu rapor, Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde hazırlanmış bir şirket değerleme raporudur.

1.3. Değerlemeyi Yapan Kuruluşun Unvanı ve Adresi

Ticaret Unvanı : Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. ("Finansal Eksen")

Vergi No : Mecidiyeköy Vergi Dairesi / 3880724687

Adres : Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Özsezen İş Merkezi C Blok Kat 8 Şişli/İSTANBUL

Telefon : +90 (212) 280 0909

Faks : +90 (212) 280 0910

Web : www.finansaleksen.com.tr

1.4. Değerlemeyi Gerçekleştirenlerin İsim, Unvan ve Sicil Lisans Bilgileri

Değerlemeyi Gerçekleştiren

Adı Soyadı: Samet ARSLAN

Unvanı: Değerleme Uzmanı

Sicil Bilgisi: 922810

Değerlemeyi Gözden Geçiren

Adı Soyadı: Ekin SOYSAL

Unvanı: Değerleme Uzmanı

Sicil Bilgisi: 151144



1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

ULUDAĞ TUR esas faaliyet konusu olarak; İstanbul ili Ümraniye ilçesinde yer alan Ağaoğlu My City Hotel ve Bursa ili Osmangazi ilçesinde (Uludağ Oteller Bölgesi) yer alan Ağaoğlu My Mountain Hotel olmak üzere 2 adet otele sahip olup bu otelleri işletmektedir. Bununla birlikte şirketin çeşitli gayrimenkulleri de bulunmaktadır.

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

Adres : Barbaros Mah. İhlamur bulvarı No: 4b D:1 Ataşehir/İstanbul

Telefon : +90 (216) 687 11 79

1.6. Değerlemeyi Yapanın Değerlemeye Konu Şirket ve Müşteri ile Olan İlişkisi

FİNANSAL EKSEN'in değerleme çalışmasını talep eden TATLIPINAR ve değerlemesi yapılan ULUDAĞ TUR ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

1.7. Değerleme Tarihi

27 Mart 2023 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8. Dayanak Sözleşmenin Tarihi

Bu rapor, TATLIPINAR ve FİNANSAL EKSEN arasında akdedilen ve ULUDAĞ TUR'un şirket değeri tahmin çalışmasının yapılması amacıyla 15 Mart 2023 tarihinde imzalanan sözleşmeye dayanmaktadır.

 32

02 RAPOR ÖZETİ

2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme İmzalanan Şirket: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.

Değerlemesi Yapılan Şirket: Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret A.Ş.

Değerlemeyi Yapan Kuruluş: Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.

Bu raporun amacı, değerlemesi yapılan Şirket'in tahmini piyasa değerinin belirlenmesinde, sözleşme imzalanan Şirket'in Yönetim Kurulu'na yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulu'nun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

2.2. Müşteri Taleplerinin Kapsamı

TATLIPINAR, Uluslararası Değerleme Standartları ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri çerçevesinde ULUDAĞ TUR'un değer tahmin çalışmasının hiçbir fayda şartı olmadan ve önyargısız olarak hazırlanmasını talep etmektedir. Söz konusu çalışmayla ilgili olarak TATLIPINAR tarafından herhangi bir sınırlama getirilmemiştir.

2.3. Değerleme Çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 Sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i Gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) Kapsamında Yürütüldüğüne ve Tüm Yönleriyle ilgili Standartlara Uygun Olduğuna ilişkin Kuruluşumuzun Beyanı

Şirket değerlemesinde, Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) çerçevesinde hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır. Raporda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur.

Piyasa değerinin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VIII No: 35 'Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' hükümlerine uygun hareket edildiğini ve Sermaye Piyasası Kurulunun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III No: 62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"nin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.



2.4. Değerleme Raporunun Kullanım, Dağıtım veya Yayınlanmasına ilişkin Herhangi bir Sakınca Varsa Buna ilişkin Açıklama

Bu rapor, sadece 2.1. başlığında belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. FİNANSAL EKSEN'in yazılı onayı olmaksızın herhangi bir şekilde bu rapor tamamen veya kısmen yayınlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerleme rakamlarının veya Değerleme Uzmanlarının adları ya da mesleki nitelikleri referans olarak verilemez. Raporun başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda FİNANSAL EKSEN hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2.5. Değer Esası, Kullanılan Yaklaşım ve Yöntemler ile Değerlemenin Amacına Uygunluğuna İlişkin Kuruluşumuzun Beyanı

Değerleme uzmanı olarak:

- ☑ Raporda sunulan bulguların Değerleme Uzmanı'nın bilgisi çerçevesinde doğru olduğunu,
- ☑ Analizler ve sonuçların sadece belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olduğunu,
- ☑ Değerleme Uzmanı'nın, değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisinin olmadığını,
- ☑ Değerleme Uzmanı'nın ücretinin, raporun herhangi bir bölümüne bağlı olmadığını,
- ☑ Değerlemenin ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirildiğini,
- ☑ Değerleme Uzmanı'nın mesleki eğitim şartlarını haiz olduğunu,
- ☑ Raporda belirtilenlerin haricinde hiç kimsenin bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmadığını beyan ederiz.

Raporun ilgili bölümlerinde yer verildiği üzere değerlendirme sonucu bulunan değere ulaşırken değerlendirme yaklaşımı olarak "Pazar Yaklaşımı" ve "Gelir Yaklaşımı" belirlenmiştir. Yapılan değerlendirme analizleri sonucunda, Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin 27 Mart 2023 tarihindeki değeri **1.807.233.961 Türk Lirası** olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan değer, kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna inanmaktayız.

03

EKONOMİK ANALİZ

3.1. Özet

Küresel Ekonomi

- ❖ ABD’de 2022 yılının son çeyreğine ilişkin yıllıklandırılmış büyüme verisi küresel talepteki azalış paralelinde %2,9’dan %2,7’ye revize edildi. Yılın ilk ayında kişisel tüketim harcamalarının yaklaşık 2 yılın en hızlı artışını kaydetmesi iktisadi faaliyet açısından olumlu bir tablo çizdi.
- ❖ Euro Alanı’nda Şubat’ta hizmetler PMI sektöründe güçlü toparlanmayı gösterirken, imalat PMI 48,5 düzeyine gerileyerek sektörde daralmaya işaret eden 50 eşik değerinin altındaki seyrini sekizinci ayına taşıdı.
- ❖ ABD’de Ocak ayına ilişkin enflasyon verileri piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşti. Euro Alanı’nda Şubat’ta yıllık çekirdek TÜFE enflasyonu tarihi yüksek seviyesine ulaştı.
- ❖ Çin’de Ocak ayı tüketici enflasyonu salgına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması ve Çin yeni yıl tatilinin tüketim harcamalarını desteklemesi paralelinde %2,1’e yükseldi.
- ❖ Açıklanan veriler küresel ölçekte enflasyonist baskıların sürdüğünü gösterirken, Fed ve ECB yetkililerinin açıklamaları enflasyonla mücadelede kararlılığın devam edeceğine işaret etti.
- ❖ IIF’in raporuna göre, 2022 yılında küresel borç stoku 4 trilyon USD azalarak 299 trilyon USD’ye geriledi. Borç stokunun küresel GSYH içindeki payı %337,3 oldu.
- ❖ Şubat ayında emtia fiyatları genelinde aşağı yönlü bir seyrin hakim oldu. Endüstriyel metal fiyatları talep koşullarına ilişkin endişelerin etkisiyle hızlı gerileme kaydederken, petrol fiyatları aylık bazda %0,7 azaldı.

Türkiye Ekonomisi

- ❖ Türkiye 6 Şubat tarihinde Kahramanmaraş merkezli depremlerle sarsıldı. Kamu kuruluşları felaketin etkilerini hafifletmek amacıyla çeşitli önlemler açıkladı.
- ❖ Türkiye ekonomisi, 2022’nin son çeyreğinde yıllık bazda %3,5, 2022 yılında %5,6 oranında büyüdü. Yıl genelinde tüketim harcamaları büyümeye 12,8 puan katkı sağlarken, yatırımların ve net ihracatın katkıları nispeten sınırlı kaldı.

- ❖ Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı Aralık ayında bir önceki aya göre 0,1 puan artarak %10,3, istihdam oranı da %48,5 oldu.
- ❖ Şubat'ta aylık bazda değişim kaydetmeyerek 50,1 düzeyinde gerçekleşen imalat PMI sektöründe faaliyet koşullarının yatay seyrettiğine işaret etti.
- ❖ 2022 yılında cari açık 48,8 milyar USD ile 2013'ten bu yana en yüksek düzeyinde gerçekleşti. Merkezi yönetim bütçesi Ocak ayında harcamalardaki hızlı artışın etkisiyle 32,2 milyar TL açık verdi.
- ❖ TCMB 23 Şubat tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, politika faiz oranını 50 baz puan indirerek %8,5 seviyesine düşürdü.
- ❖ Şubat ayında yüksek bazın etkisiyle yıllık enflasyon TÜFE'de %55,18'e gerilerken, Yİ-ÜFE'de %76,61 ile Kasım 2021'den bu yana en düşük seviyesinde gerçekleşti.
- ❖ Depremin ardından 8-15 Şubat döneminde işlemlere kapatılan Borsa İstanbul, alınan tedbirlerin etkisiyle ay genelinde %5,2 yükselerek Şubat ayını 5.237 düzeyinde tamamladı.

3.2. Küresel Ekonomi (Kaynak: Datastream)

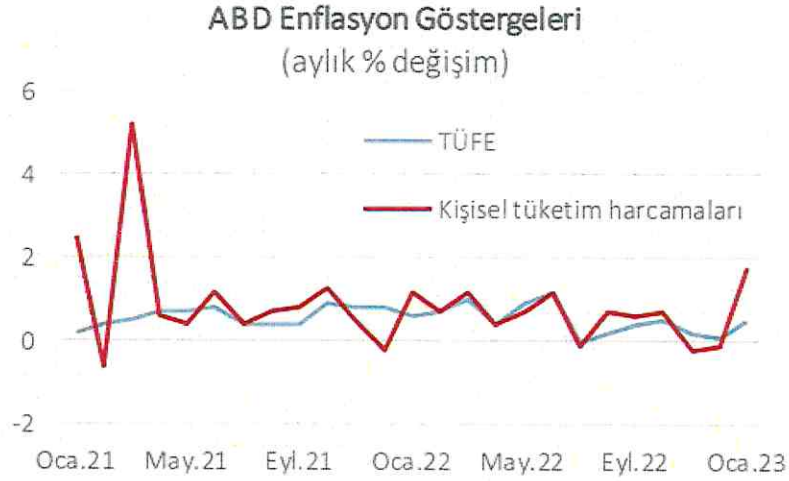
FED'in toplantı tutanaklarında enflasyonla mücadele vurgusu yapıldı

FED'in 1 Şubat tarihinde sona eren toplantısına ilişkin tutanaklarda üyelerin büyük çoğunluğunun ekonomideki gelişmeleri değerlendirmek amacıyla para politikasında sıkılaştırma adımlarını yavaşlatmayı uygun gördükleri belirtildi. Tutanaklarda Fed üyelerinin büyük çoğunluğunun gelecek toplantılarda riskleri dengeleme imkanı elde edebilmek amacıyla faiz oranlarında 25 baz puanlık artışı desteklediği, ancak bazı Fed üyelerinin 50 baz puanlık artıştan yana oldukları görüldü. Tutanaklara göre Fed yetkilileri ABD ekonomisindeki ivme kaybına ilişkin endişe duymakla birlikte, işgücü piyasasının canlı seyrini sürdürdüğünü ve işletmelerin yavaşlayan talebe rağmen istihdam yaratmakta istekli olmasının hane halkı gelir ve harcamalarını desteklediğini düşünüyorlar. Ayrıca, enflasyonun hedef seviyenin oldukça üzerinde olması nedeniyle faiz artımı döngüsünün tepe noktasının yükseltilebileceği mesajı verildi. Bu çerçevede Fed yetkililerinin Mart ayı toplantısının ardından yayımlanacak tahminleri yakından takip edilecek.

ABD'de enflasyonist baskılar gündemde kalmaya devam ediyor.

ABD'de Ocak ayında tüketici fiyatları konut kiralardaki ve gıda maliyetlerindeki yükselişlerin devam etmesi paralelinde aylık bazda %0,5 artış kaydetti. Öte yandan, yıllık TÜFE enflasyonu yavaşlama eğilimini yedinci aya taşıyarak Ekim 2021'den bu yana en düşük seviyesine inmiş olsa da %6,4 ile piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşti. Ülkede üretici fiyatları da Ocak'ta aylık bazda %0,7 ile son yedi ayın en yüksek artışını kaydetti. Yıllık ÜFE enflasyonu ise %6'ya gerileyerek Mart 2021'den bu yana en düşük değerini aldı.

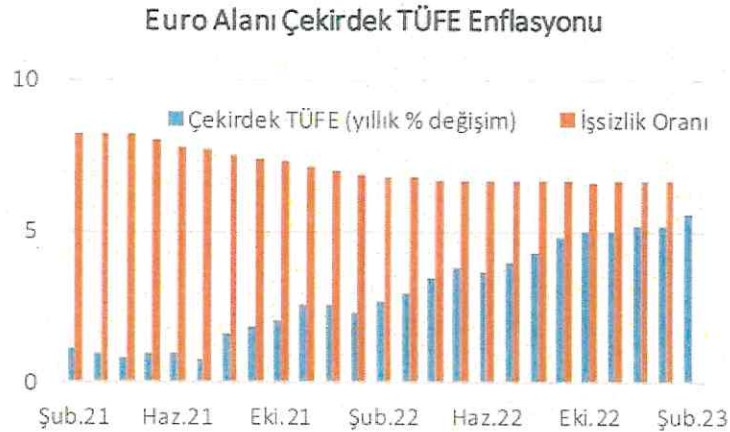
 



ABD’de mevsim etkilerinden arındırılmış kişisel tüketim harcamalarının Ocak’ta bir önceki aya göre %1,8 ile Mart 2021’den bu yana en hızlı aylık artışını kaydetmesi iktisadi faaliyet açısından olumlu bir tablo çizmekle birlikte, FED’in para politikasında sıkılaştırma adımlarını kararlıkla sürdüreceği yönündeki beklentileri pekiştirdi. Şubat ayına ilişkin imalat PMI 47,3 ile eşik değerın altında kalmasına rağmen son 3 ayın en yüksek seviyesinde gerçekleşirken, hizmetler PMI 50,5 ile Haziran 2022’den bu yana ilk kez eşik değerin üzerine çıkarak sektörde büyümeye işaret etti.

Euro Alanı’nda yıllık çekirdek TÜFE enflasyonu %5,6 oldu

Euro Alanı’nda açıklanan öncü veriler enflasyona ilişkin endişeleri arttırırken, ECB’nin para politikasında sıkılaştırma adımlarını hızlandırabileceğine ilişkin beklentileri destekledi. Ocak ayında %3,6 düzeyinde olan yıllık tüketici fiyatları enflasyonu, Şubat’ta baz etkisiyle %8,5’e geriledi. Enflasyondaki sınırlı gerileme enerji fiyatlarındaki düşüşten kaynaklanırken, gıda, hizmetler ve dayanıklı tüketim malları kalemlerinde hızlı yükselişler gözlemlendi. Böylece, yıllık çekirdek enflasyon %5,3’ten %5,6’ya çıkarak tarihi yüksek düzeyinde gerçekleşti. Enflasyonun seyri ECB’nin Mart ayında politika faizini 50 baz puan artıracak yönündeki beklentileri desteklerken, faiz artırımlarının Mayıs ayında yavaşlayacağına yönelik beklentilerin zayıfladığı gözleniyor.



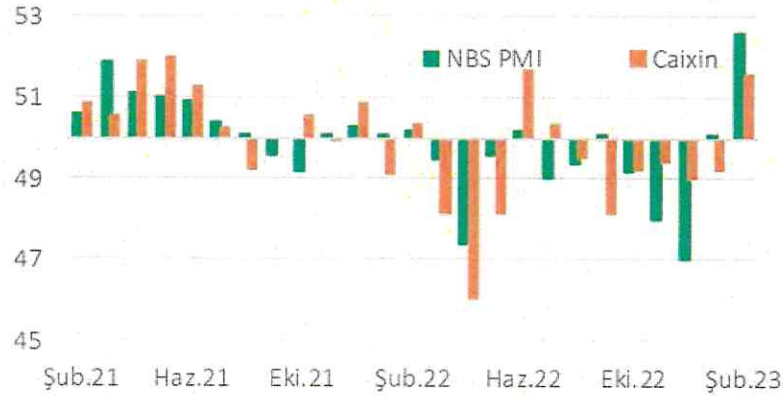
BA

Euro Alanı'nda hizmetler PMI Şubat'ta aylık bazda 1,7 puan artışla 52,7 seviyesine yükselerek sektörde hızlı toparlanmaya işaret etti. Aynı dönemde imalat PMI ise 48,5 düzeyine gerileyerek sektörde daralmaya işaret eden 50 eşik değerinin altındaki seyrini sekizinci ayına taşıdı. Söz konusu gelişmede, küresel talep koşullarındaki yavaşlama paralelinde azalan siparişler etkili oldu.

Çin'de tüketici fiyatları Ocak'ta yıllık bazda %2,1 artış kaydetti

Çin'de Ocak ayında yıllık tüketici enflasyonu %2,1'e yükseldi. Söz konusu gelişmede salgına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması ve Çin yeni yıl tatilinin tüketim harcamalarını desteklemesi etkili oldu. Bununla birlikte, aynı dönemde üretici fiyatlarının yıllık bazda %0,8 gerilemesi iç talepteki canlı seyrin henüz üretim üzerinde etkili olacak kadar güçlü olmadığına işaret etti. Ülkede imalat sektörüne ilişkin Şubat ayı PMI verileri olumlu bir tablo çizdi. Resmi verilere göre NBS imalat PMI Şubat ' ta 52,6 ile tahminlerin üzerinde gerçekleşti. Daha çok küçük ve orta ölçekli şirketlerin performansını yansıtan Caixin imalat PMI da 51,6 ile Haziran 2022' den bu yana en yüksek düzeyine ulaştı.

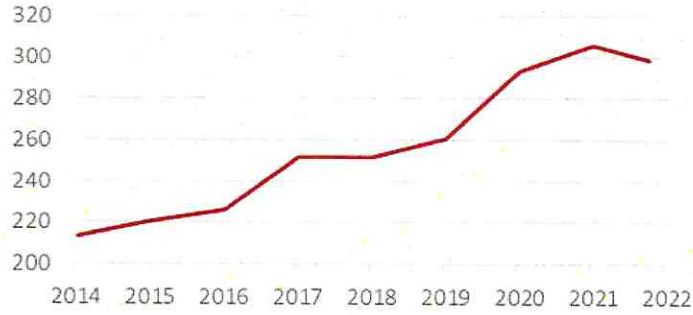
Çin İmalat PMI



Küresel borç stoku 2022 yılında 299 trilyon USD oldu. Uluslararası Finans Enstitüsü' nün (IIF) yayımladığı rapora göre, küresel borç stoku salgın dönemindeki hızlı artışının ardından 2022'de 2015' ten bu yana ilk kez gerileyerek 299 trilyon USD düzeyinde gerçekleşti. Gelişmiş ülke merkez bankalarının yüksek enflasyonla mücadele adına para politikasında sıkılaşmaya gitmesi paralelinde artan borçlanma maliyetlerinin etkisiyle söz konusu ülkelerde toplam borç stoku 200 trilyon USD düzeyine düşerken, gelişmekte olan ülkelerdeki borç stoku artış eğilimini sürdürerek 98,2 trilyon USD ile tarihi yüksek düzeyine ulaştı. Bu gelişmede, Çin, Singapur, Rusya, Hindistan, Meksika ve Vietnam da borç stokunun hızlı artış kaydetmesinin etkili olduğu görüldü. Böylece, 2021 yılında %349,6 düzeyinde gerçekleşen küresel borç stoku/GSYH oranı ekonomik aktivitedeki olumlu seyrin de etkisiyle %337,3 seviyesine geriledi.

BA

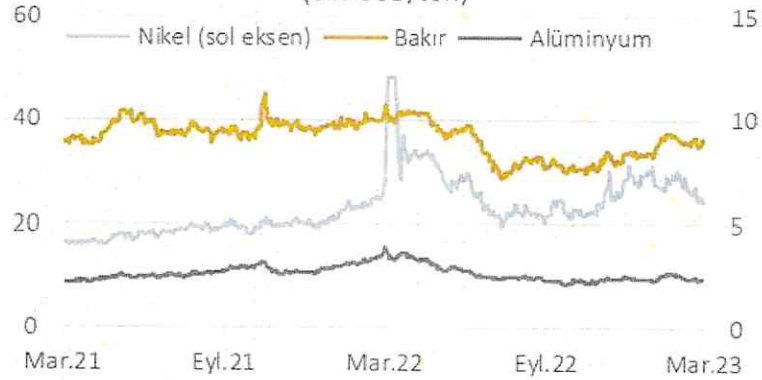
Küresel Borç Stoku (trilyon USD)



Emtia fiyatları Şubat ayında genel olarak aşağı yönlü bir seyir izledi

Şubat ayında açıklanan enflasyon verileri ile gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikasında sıkılaşmayı sürdüreceğine yönelik açıklamaları, Rusya'nın petrol üretimini Mart ayında günlük 500 bin varil azaltacağına ilişkin haber akışına rağmen petrol fiyatları üzerinde baskı oluşturdu. Brent türü ham petrolün varil fiyatı aylık bazda %0,7 azalarak Şubat ayını 83,9 USD düzeyinden tamamladı. Bu dönemde, talep koşullarına ilişkin endişelerin endüstriyel metaller üzerinde de etkili olduğu gözlemlendi. Bakır fiyatları aylık bazda %2,7 ile nispeten ılımlı bir azalış sergilerken, alüminyum ve nikel fiyatları sırasıyla %12 ve %18,4 ile hızlı geriledi. Şubat ayında küresel gıda enflasyonu üzerinde etkili olan mısır ve buğday fiyatlarının da sırasıyla %8,1 ve %10,1 gerilemesi dikkat çekti.

Endüstriyel Metaller (bin USD/ton)



BA

3.3. Türkiye Ekonomisi

BÜYÜME (Kaynak: Datastream, TÜİK)

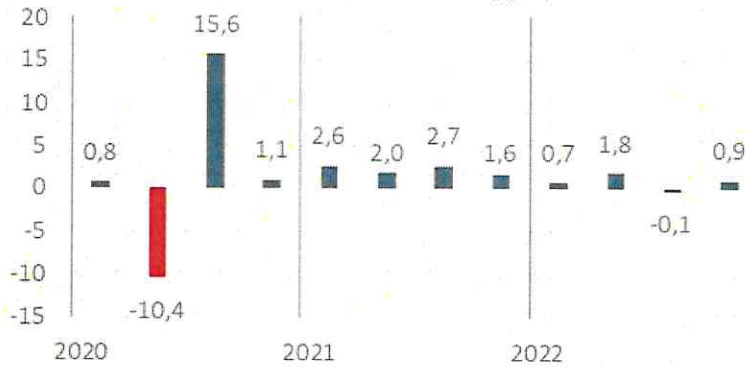
Türkiye Şubat ayında deprem felaketiyle sarsıldı

Türkiye 6 Şubat tarihinde Kahramanmaraş merkezli depremlerle sarsıldı. Yaşanan felaketin ardından 10 il kapsayan ve 3 ay sürecek OHAL ilan edildi. Depremlerde can kaybı 45 bin kişiyi aşarken, bölgede 604.856 bölümden oluşan 212 bin binanın acil yıkılacak, yıkık, ağır hasarlı olduğu tespit edildi. 2021 yılına ilişkin il bazında GSYH verilerine göre, depremin etkilediği 11 il Türkiye'nin toplam milli geliri içerisinde %9,8 paya sahip bulunuyor. Kamu, ilk etapta zarar gören bölgedeki kurumların kullanımına 100 milyar TL'lik kaynak ayrılması, kredi garanti fonunun 100 milyar TL artırılması, hane halkına ödemeler yoluyla sübvansiyon sağlanması ve vergi tahsilatlarının ertelenmesi gibi çeşitli önlemler açıkladı. Ayrıca, felaketin işgücü piyasalarına etkisini hafifletmek amacıyla kısa çalışma ödeneği devreye alınırken, OHAL süresince sınırlı haller dışında iş akdi fesih yasağı getirildi. TCMB ve BDDK da felaketten etkilenen bölgedeki kurumlara ve hane halkına yönelik çeşitli düzenlemelere gitti.

Türkiye ekonomisi 2022 yılında %5,6 oranında büyüdü

Türkiye ekonomisi 2022 yılının son çeyreğinde zincirlenmiş hacim endeksine göre bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %3,5 oranında büyüdü. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre yılın 3. çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %0,1 oranında daralan GSYH son çeyrekte % 0,9 oranında genişledi. Böylece, Türkiye ekonomisi 2021 yılındaki %11,4'lük büyümenin ardından 2022 yılında da % 5,6 ile beklentilerin üzerinde performans sergiledi.

Mevsim ve Takvim Etkilerinden Arındırılmış
GSYH (çeyreklik % değişim)



BA

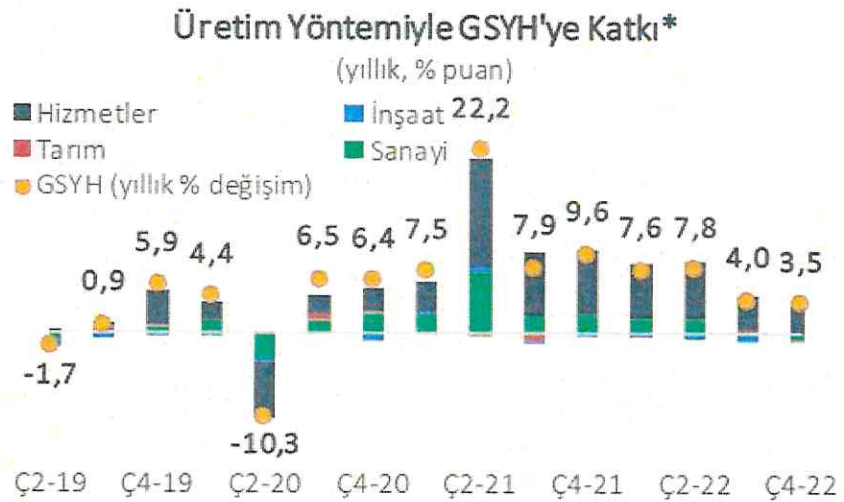
2022 yılında cari fiyatlarla GSYH yıllık bazda %107 oranında genişleyerek 15 trilyon TL düzeyini aştı. Böylece, USD bazında GSYH 905,5 milyar seviyesine ulaşırken, kişi başına GSYH 10.655 USD düzeyine yükseldi. 2022 yılı GSYH verilerinin açıklanmasıyla bu yıla ilişkin bütçe açığı/GSYH oranı %0,9, cari açık/GSYH oranı %5,4, merkezi yönetim borç stoku/GSYH oranı %27,8 oldu.

Stok değişiminin büyüme üzerindeki baskısı devam etti

Zincirlenmiş hacim endeksine göre, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı son çeyrekte 10,4 puan ile yüksek düzeyini korudu. Bu dönemde kamu harcamaları 1,2 puan ile GSYH büyümesine son 18 çeyreğin en yüksek katkısını sağladı. Yılın son çeyreğinde ithalattaki hızlı genişlemenin yanı sıra ihracattaki zayıf seyrin de etkisiyle net ihracat -3,1 puan ile yaklaşık iki yılın ardından ilk kez büyümeyi sınırlandırdı. Yatırım harcamaları ise bu dönemde büyümeye 0,6 puan katkı sağladı. Ayrıca, son 1,5 yıldır daralan inşaat yatırımlarının artış kaydetmesi dikkat çekti. Öte yandan, bu dönemde makine-teçhizat yatırımlarında son on çeyreğin en zayıf artışı kaydedildi.

Sanayi sektörü son çeyrekte yıllık bazda %3 daraldı

Üretim yöntemi ile GSYH verileri incelendiğinde, yılın son çeyreğinde tarım ve sanayi sektörlerinin büyümeyi baskıladığı görüldü. 2020 yılının ikinci yarısından bu yana büyüyen sanayi sektörü bu yılın son çeyreğinde yıllık bazda %3 daralarak büyümeyi 0,6 puan aşağı çekti. Bu dönemde hizmetler sektörü güçlü performansını koruyarak büyümeye 3,9 puan katkı sağladı. Zincirlenmiş hacim endeksine göre yıllık bazda %2 ile son 5 çeyreğin ardından sınırlı da olsa ilk kez büyüyen inşaat sektörü büyümeye 0,1 puan katkı sağladı.

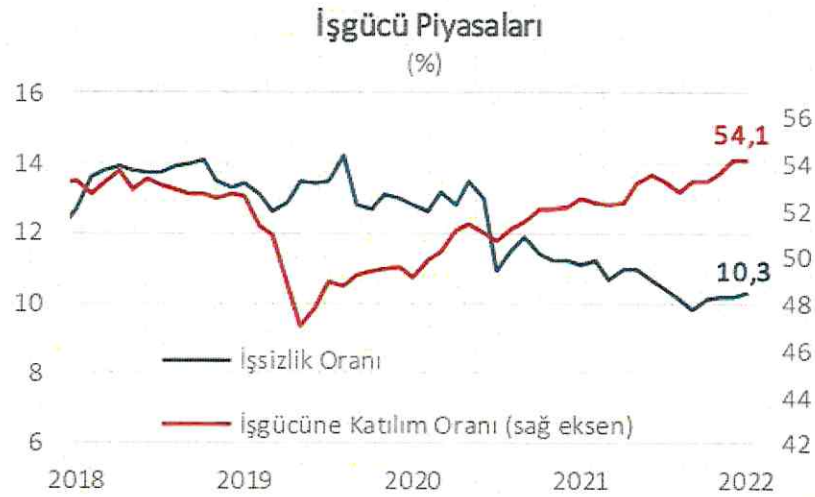


Ak. 3A

ARZ VE TALEP GÖSTERGELERİ (Kaynak: Datastream, TÜİK,İSO)

İşsizlik oranı Aralık'ta %10,3 oldu

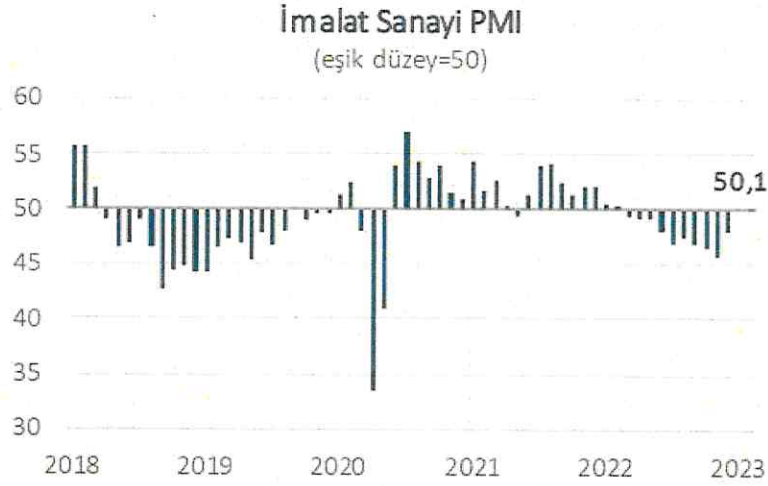
Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre, 2022 yılının Aralık ayında Kasım'a kıyasla işgücü 80 bin kişi, istihdam 18 bin kişi artış kaydetti. Böylece işsiz sayısı 62 bin kişi artarken, işsizlik oranı %10,2'den %10,3'e yükseldi. Bu dönemde istihdam oranı %48,5, işgücüne katılma oranı %54,1 düzeyinde gerçekleşti. Zamana bağlı eksik istihdam, potansiyel işgücü ve işsizlerden oluşan atıl işgücü oranı da %21,4'e yükseldi. Bu dönemde yıllık istihdam artışı sanayi, inşaat ile hizmet ve ticaret sektörlerinde sırasıyla 321 bin, 135 bin ve 538 bin kişi oldu.



Şubat ayında imalat PMI değişiklik kaydetmedi

Şubat ayında bir önceki aya göre değişmeyerek 50,1 düzeyinde gerçekleşen imalat PMI sektöründe faaliyet koşullarının yatay seyrettiğine işaret etti. Deprem felaketinin etkisiyle bazı firmaların operasyonlarının kesintiye uğraması sektörde üretim hacmini daraltırken, depremin girdi temini ve teslimatında yol açtığı zorluklar sebebiyle tedarikçilerin teslimat sürelerinde son 10 ayın en yüksek oranlı artışı kaydedildi. Depremlerin etkisiyle yeni siparişlerde yavaşlamanın hızlandığı Şubat ayında yeni ihracat siparişlerinde de ivme kaybı gözlemlendi. Üretim hatlarındaki duraksama ve ürün temininde yaşanan zorluklar, imalatçıların satın alma faaliyetlerini düşürmesine ve girdi stoklarının azalmasına neden oldu. Nihai ürün stokları da Aralık 2021'den bu yana en yüksek oranda azaldı. Sektörel bazda incelendiğinde, üretimin Şubat ayında 10 sektörden 9'unda daraldığı, ana metal sanayiinde ise arttığı gözlemlendi.

BA



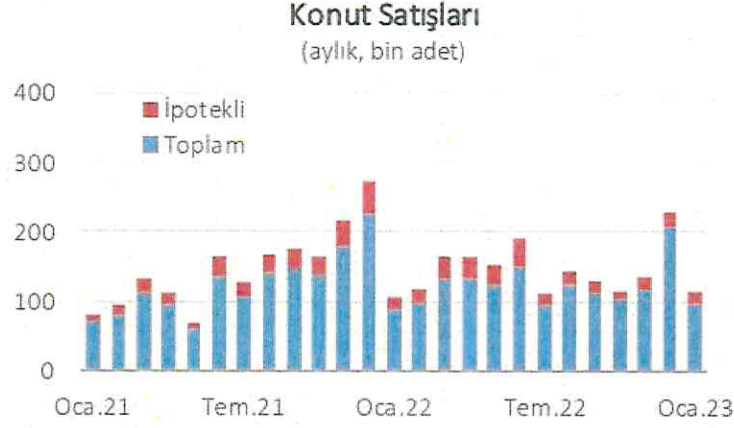
Güven endeksleri Şubat ayında genel olarak düşüş sergiledi

Mevsim etkilerinden arındırılmış reel kesim güven endeksi, gelecek üç aya ilişkin ihracat siparişleri, üretim hacmi ve genel gidişata ilişkin değerlendirmeler alt kalemlerindeki düşüşlerin etkisiyle Şubat ayında bir önceki aya göre 1 puan azalarak 102,4 seviyesinde gerçekleşti. Verilerinin büyük kısmının ülkemizde yaşanan deprem felaketinden önce toplandığı mevsimsel etkilerden arındırılmış tüketici güven endeksi ise Şubat'ta aylık bazda %4,3 artarak 82,5 ile Mart 2021'den bu yana en yüksek seviyesini gördü. Aynı dönemde sektörel güven endeksi ise aylık bazda hizmet sektöründe %2,2, perakende ticaret sektöründe %2,4 ve inşaat sektöründe %3,6 geriledi. Böylece, reel kesim, tüketici ve sektörel güven endekslerinin ağırlıklandırılarak birleştirilmesiyle hesaplanan ekonomik güven endeksi bir önceki aya kıyasla %0,3'lük sınırlı bir düşüşle son bir yılın en yüksek seviyesi olan 99,3'ten 99,1'e gerileyerek 100 eşik değerinin altındaki seyrini sürdürdü.

Konut satışları Haziran 2022'den bu yana ilk kez yıllık bazda artış kaydetti

Konut satışları Ocak ayında yıllık bazda %10,6 oranında artarak 97.708 adede yükseldi. Böylece konut satışları Haziran 2022'den bu yana ilk kez yıllık bazda artış kaydetmiş oldu. Bu dönemde ikinci el satışlar geçen yılın Ocak ayına göre %14,8'lik artışla 70 bin düzeyini aşarken, ilk el satışlar yıllık bazda %1,2 ile sınırlı bir artış kaydetti. Ocak ayında yabancılara gerçekleştirilen satışlar ise %0,6 ile sınırlı oranında düşerken, bu satışların toplam konut satışları içindeki payı %4,3 oldu.

Handwritten signature and initials

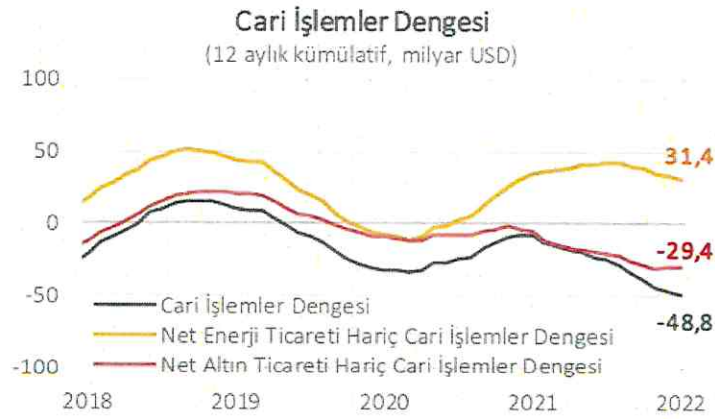


TCMB verilerine göre, konut fiyatları Aralık'ta aylık bazda %5,3 yükselirken, yıllık bazda %167,8 ile son altı ayın en düşük artışını kaydetti. Bu dönemde konut fiyatlarındaki yıllık reel artış %58,7 oldu. Konut fiyatlarının yıllık bazda nominal olarak en hızlı yükseldiği il grubu %212,6 ile yabancıların konut talebinin canlı olduğu Antalya, Burdur ve Isparta olurken, İstanbul, Ankara ve İzmir'de fiyat artışları sırasıyla %174,2, %172,7 ve %168,3 düzeyinde gerçekleşti.

DİŞ TİCARET VE ÖDEMELER DENGESİ (Kaynak: Datastream, TÜİK, TCMB)

Dış ticaret açığı Aralık'ta yıllık bazda %42 yükseldi

TÜİK verilerine göre Aralık ayında ihracat yıllık bazda %3 yükselerek 22,9 milyar USD, ithalat %12,2 artarak 32,6 milyar USD oldu. Böylece, dış ticaret açığı yıllık bazda %42 genişleyerek 9,7 milyar USD seviyesinde gerçekleşti. 2022 yılı genelinde ihracat ve ithalat sırasıyla %12,9 ve %34 genişlerken, dış ticaret açığı %137 artışla 109,5 milyar USD düzeyine ulaştı. 2021 yılında %83 düzeyinde bulunan ihracatın ithalatı karşılama oranı 2022 yılında %69,9'a geriledi. Ödemeler dengesi verileri revize edildi. TCMB, ödemeler dengesi istatistiklerinde 2018 yılından itibaren birincil gelir dengesi, doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlar kalemleri başta olmak üzere çeşitli revizyonlar gerçekleştirildiğini açıkladı. Bu kapsamda, net hata ve noksan kalemi 2018-2021 yıllarında toplam 585 milyon USD, 2022 yılının Ocak-Kasım döneminde de 1,4 milyar USD yukarı yönlü revize edildi.



OK. 23

Cari açık 2022 yılında 48,8 milyar USD oldu

Cari işlemler açığı Aralık ayında yıllık bazda %86,2 artarak 5,9 milyar USD ile piyasa beklentilerinin üzerinde ve son 11 ayın en yüksek düzeyinde gerçekleşti. Söz konusu genişlemede ödemeler dengesi tanımlı dış ticaret açığının %60,3 genişleyerek 8,1 milyar USD'ye ulaşması belirleyici olurken, net hizmet gelirleri 2,5 milyar USD ile Nisan 2022'den bu yana en düşük seviyesine geriledi.

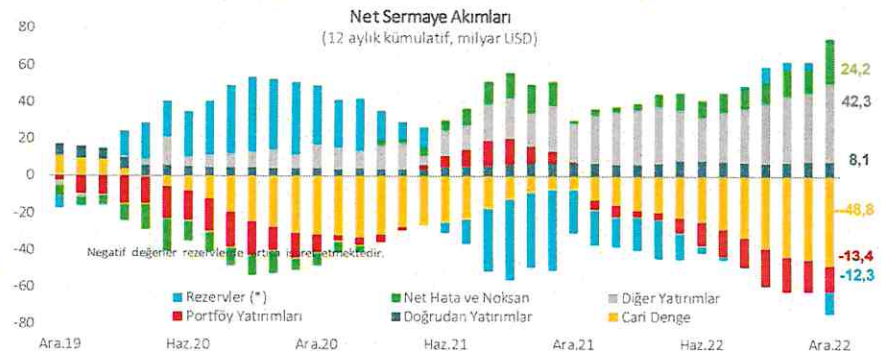
2022 yılında cari açık yıllık bazda yaklaşık 7 katına yükselerek 48,8 milyar USD oldu. Bu dönemde, net enerji ithalatı yaklaşık iki katına çıkarak 80,2 milyar USD düzeyinde gerçekleşirken, taşımacılık ve seyahat faaliyetlerindeki toparlanmanın etkisiyle olumlu bir performans sergileyen net hizmet gelirlerindeki 21,5 milyar USD'lik yükseliş cari açığı genişlemeyi sınırlandırdı.

Doğrudan yatırımlarda ılımlı seyir sürdü

Doğrudan yatırımlar kaleminde Aralık ayında net 374 milyon USD'lik giriş kaydedildi. Bu dönemde net gayrimenkul yatırımları 605 milyon USD ile son 6 ayın en yüksek düzeyinde gerçekleşti. 2022 yılında net doğrudan yatırımlar yıllık bazda %17,1 artışla toplam 8,1 milyar USD oldu. Bu dönemde yurt dışı yerleşiklerin Türkiye'de yaptıkları doğrudan sermaye yatırımları yıllık bazda %14,2 azalışla 5,9 milyar USD düzeyine geriledi. Sektörler bazından incelediğinde, en yüksek doğrudan sermaye yatırımının 1,8 milyar USD ile finans ve sigorta faaliyetleri sektörüne yapıldığı, bu sektörü 1,6 milyar USD ile toptan ve perakende ticaret sektörünün takip ettiği görüldü.

Portföy yatırımlarında net sermaye girişi devam etti

Portföy yatırımları kaleminde Kasım ayındaki girişin ardından Aralık ayında da 828 milyon USD giriş kaydedildi. Bu dönemde, Genel Hükümet yurt dışında 2 milyar USD tutarında tahvil ihracı gerçekleştirirken, bankaların 694 milyon USD net geri ödeme yaptığı görüldü. Aralık ayında yurt dışı yerleşikler hisse senedi piyasasında 580 milyon USD net satış, DİBS piyasasında ise 16 milyon USD net alış yaptı. Böylece, hisse senedi ve DİBS piyasalarında sırasıyla 4 milyar USD ve 2,2 milyar USD net satışın gerçekleştiği 2022 yılında portföy yatırımları kaleminde net 13,4 milyar USD'lik sermaye çıkışı gerçekleşti.

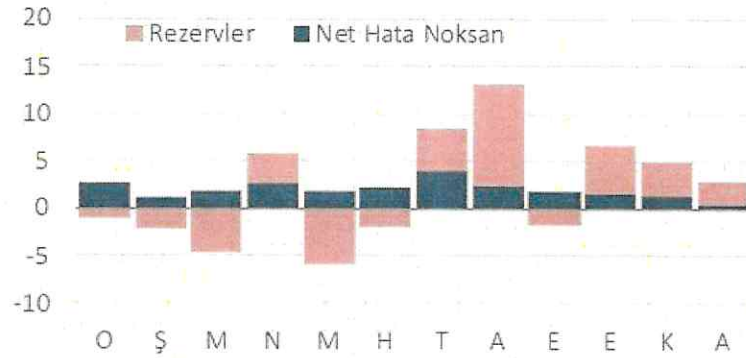


BA

Diğer yatırımlarda 6,7 milyar USD net sermaye girişi yaşandı

Diğer yatırımlar kaleminde 2022 yılı genelinde gözlenen olumlu seyir Aralık ayında da devam etti. Bu dönemde, net sermaye girişi yıllık bazda 5 katına yükselerek 6,7 milyar USD düzeyinde gerçekleşti. Yurt içi bankaların yurt dışı muhabirlerindeki efektif ve mevduat varlıkları 4,1 milyar USD, yurt dışı bankaların yurt içindeki mevduatında da 320 milyon USD'lik azalış gözlemlendi. Aralık ayında bankacılık sektörü yurt dışından sağlanan kredilerde 3 milyar USD geri ödeme yaparken, diğer sektörler 3,4 milyar USD net kullanım gerçekleştirdi. Böylece, 2022 yılında diğer yatırımlar kaynaklı net sermaye girişleri, yıllık bazda yaklaşık iki katına yükselerek 42,3 milyar USD oldu. Bu dönemde, uzun vadeli borç çevirme oranı bankacılık sektöründe %75, diğer sektörlerde %163 düzeyinde gerçekleşti.

Rezervler ve Net Hata Noksan
(aylık, milyar USD)



Rezerv varlıklar 2,4 milyar USD arttı

Aralık ayında 2,4 milyar USD artan resmi rezervlerdeki yükseliş 2022 yılı genelinde 12,3 milyar USD oldu. Net hata ve noksan kaleminde Aralık'ta 428 milyon USD, 2022 yılı genelinde 24,2 milyar USD tutarında sermaye girişi kaydedildi.

BÜTÇE DENGESİ (Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Datastream)

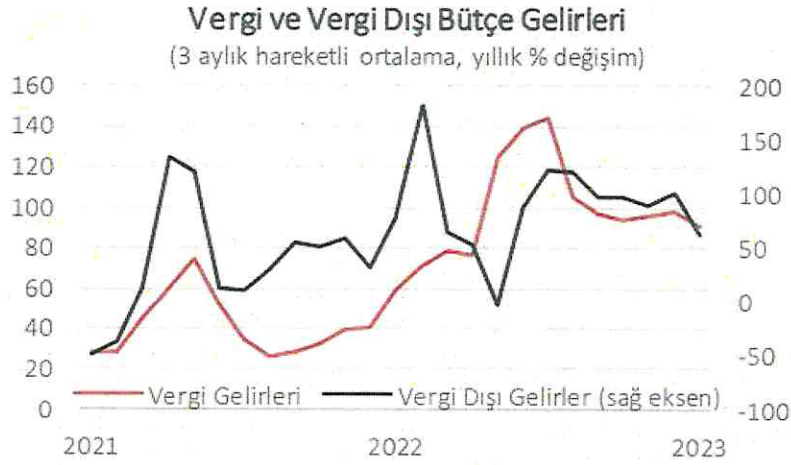
Merkezi yönetim bütçe açığı Ocak ayında 32,2 milyar TL oldu

Ocak ayında merkezi yönetim bütçesi 32,2 milyar TL açık verdi. Söz konusu gelişimde personel giderleri ve cari transferlerdeki hızlı yükseliş paralelinde bütçe harcamalarının yıllık bazda %120,1 artarak 321,3 milyar TL düzeyine ulaşması etkili oldu. Bu dönemde bütçe gelirleri ise yıllık bazda %64,2 genişleyerek 289,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Ocak ayında faiz dışı denge de 10,9 milyar TL açık verdi.

[Handwritten signature]

Vergi gelirleri yıllık bazda %71,5 arttı

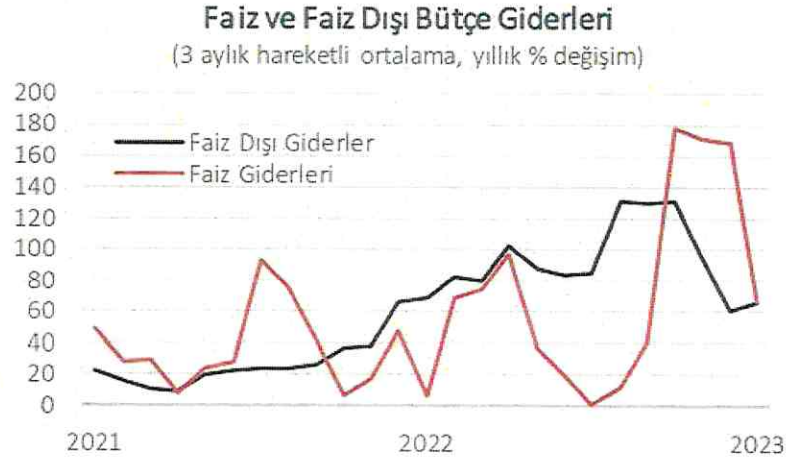
Ocak ayında vergi gelirleri yıllık bazda %71,5 yükselerek 252,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde, yüksek enflasyon ve döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle dâhilde ve ithalde alınan katma değer vergisi (KDV) kalemlerinin hızlı artış sergilemesi vergi gelirlerini destekledi. Her iki vergi kalemi toplamda 39,7 milyar TL artarak bütçe gelirlerindeki yükselişe 22,5 puan katkı sağladı. Özel tüketim vergisi de motorlu taşıtlar kaleminin yıllık bazda 3,5 katına yükselmesi paralelinde %101,7 artışla bütçe gelirlerini 12,8 puan arttırdı. Öte yandan, kurumlar vergisi gelirlerinin yıllık bazda 5,3 milyar TL gerilediği görüldü. Ocak ayında faiz gelirlerinin yıllık bazda (%44,3) hızlı azalmasının etkisiyle faizler, paylar ve cezalar kaleminde %11,3 gerileme kaydedildi. 2023 yılı bütçe hedeflerine göre bütçe ve vergi gelirlerinin sırasıyla %49,2 ve %46,4 artması bekleniyor.



Bütçe harcamalarında görevlendirme giderleri öne çıktı

Ocak ayında faiz dışı bütçe giderleri içerisinde %48,8 paya sahip olan cari transferler kalemi yıllık bazda %128,2 ile enflasyonun üzerinde artarak 146,4 milyar TL düzeyine yükseldi. Söz konusu artışta BOTAŞ'a aktarılan 16 milyar TL'nin etkisiyle yıllık bazda yaklaşık on katına yükselen görevlendirme giderleri etkili oldu. Bu dönemde sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki 26,1 milyar TL'lik yükseliş de bütçe giderlerini 17,9 puan yukarı çekti. Ocak ayında savunma ile diğer mal ve hizmet alım giderleri yıllık bazda 14 milyar TL artış kaydederken, gayrimenkul sermaye üretim giderleri yıllık bazda %122,4 yükselişle 9,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşti. Döviz kurlarının nispeten yatay bir seyir izlediği Ocak ayında KKM hesaplarına ilişkin giderler 1,5 milyar TL ile sınırlı düzeyde kaydedildi. Bu dönemde faiz giderleri yıllık bazda %50,1 artarak 21,4 milyar TL seviyesine ulaştı.

Handwritten signatures and initials in blue ink.



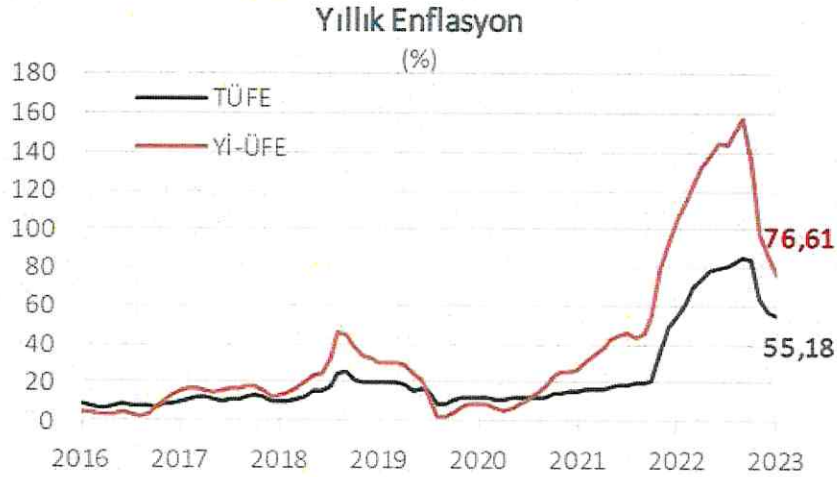
ENFLASYON (Kaynak: TÜİK, Datastream)

Şubat'ta aylık TÜFE artışı %3,15 düzeyinde gerçekleşti

Şubat ayında TÜFE bir önceki aya göre %3,15 ile piyasa beklentilerinin bir miktar altında artış kaydetti. Ocak'ta %4,15 yükselen yurt içi üretici fiyat endeksi (Yİ-ÜFE) de %1,56 arttı. TÜİK'in yaptığı açıklamada, deprem felaketi nedeniyle Gaziantep, Malatya ve Hatay Bölge Müdürlükleri'ne bağlı olan illerde "alan (saha) fiyatlarının" derlenemediği, ancak bu üç Bölge Müdürlüğü'ne bağlı illerde "işyeri barkod tarama verileri" ve veri kazıma yöntemi ile "internette derlenen fiyat verilerinin" kullanımına devam edildiği belirtildi.

Yıllık ÜFE enflasyonu Kasım 2021'den bu yana en düşük seviyesinde gerçekleşti

Tüketici ve üretici fiyatlarındaki yıllık artışlar yüksek bazın etkisiyle gerileme eğilimini sürdürdü. Şubat ayında yıllık TÜFE enflasyonu %55,18 ile son bir yılın en düşük düzeyinde gerçekleşti. Bu dönemde, yıllık Yİ-ÜFE artışı da %76,61 ile Kasım 2021'den bu yana en düşük seviyesine indi.



BA

Aylık TÜFE artışında gıda grubu öne çıktı

Şubat ayında 12 ana harcama grubunun 10'unda fiyatlar artış kaydetti. Bu dönemde sebze ile hayvansal gıda fiyatlarındaki hızlı yükselişlerin etkisiyle gıda ve alkolsüz içecekler grubu aylık enflasyonu 187 baz puan ile en fazla arttıran grup oldu. Aynı dönemde deprem felaketinin ardından yapılan indirimlerin etkisiyle deniz ve havayolu ile yolcu taşımacılığı alt endekslerinde çift haneli gerileme kaydedilmesine rağmen, otomobil fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle ulaştırma grubu aylık TÜFE enflasyonunu 39 baz puan yukarı çekti. Fiyatların aylık bazda %4,07 arttığı lokanta ve oteller alt grubu da 34 baz puanla TÜFE artışına en çok etki eden üçüncü grup oldu. Şubat ayında giyim ve ayakkabı ile alkollü içecekler ve tütün grupları aylık TÜFE enflasyonunu sırasıyla 10 baz puan ve 2 baz puan aşağı çekti.

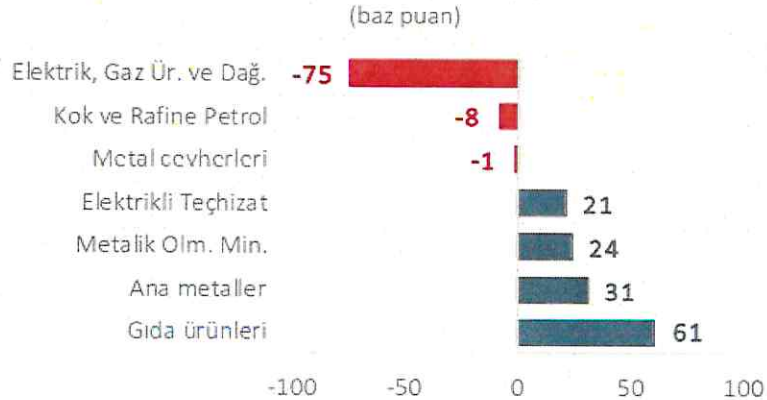
Çekirdek enflasyon göstergeleri

Mevsimlik ürünler hariç aylık TÜFE enflasyonu Şubat ayında %2,78 ile manşet enflasyonun altında gerçekleşti. Bu dönemde B endeksi (işlenmemiş gıda ürünleri, enerji, alkollü içkiler ve tütün ile altın hariç TÜFE) aylık bazda %2,62 artış kaydederken, C endeksi de (enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ile tütün ve altın hariç TÜFE) %2,13 arttı. B ve C endeksleri yıllık bazda sırasıyla %55,16 ve %50,58 ile Mart ayından bu yana en ılımlı yükselişlerini sergiledi.

Enerji fiyatları Yİ-ÜFE'deki artışı sınırlandırdı

Şubat ayında gıda ürünleri aylık bazda %3,6 yükselerek aylık Yİ-ÜFE enflasyonuna 61 baz puan ile en yüksek katkıyı sağladı. Söz konusu grubu Yİ-ÜFE enflasyonunu 31 baz puan yukarı çeken ana metaller grubu takip etti. Bu dönemde betondan, çimentodan ve alçıdan eşyalara yönelik talebin hızlı artması paralelinde inşaat sektöründe kullanılan metalik olmayan diğer mineral ürünler de Yİ-ÜFE enflasyonunu 24 baz puan arttırdı. Öte yandan, enerji fiyatlarının yurt içi üretici enflasyonunu sınırlandırıcı etkisi Şubat ayında devam etti. Bu dönemde elektrik, gaz üretim ve dağıtım grubunda fiyatlar aylık bazda %6,78 azalarak Yİ-ÜFE enflasyonunu 75 baz puan aşağı yönlü etkiledi.

Sektörlerin Aylık Yİ-ÜFE Enflasyonuna Katkısı



[Handwritten signature]

FİNANSAL PİYASALAR VE TCMB (Kaynak: Datastream, Reuters, TCMB)**Küresel risk iştahı Şubat ayında baskı altında kaldı**

ABD’de açıklanan verilerin ülkede enflasyonist baskıların sürdüğüne işaret etmesi, Fed’in parasal sıkılaştırmaya daha kararlı adımlar ile devam edebileceğine yönelik beklentileri güçlendirerek Şubat ayında küresel risk iştahının baskı altında kalmasına neden oldu. Bu dönemde MSCI Dünya borsaları endeksi aylık bazda %2,5 gerilerken, MSCI Gelişmekte Olan Ülkeler endeksi de %6,5 azaldı. Risk iştahındaki gerilemeyle ons altın fiyatı da %5,2 düşüş kaydederek yeni yılda elde ettiği kazanımların çoğunu geri verdi. ABD dolarının diğer gelişmiş ülke para birimlerine karşı değerini gösteren DXY endeksi aylık bazda %2,7 yükselerek Şubat ayını 104,9 düzeyinden tamamladı.



Yurt içinde piyasaların seyrini deprem felaketi ve ardından ekonomi yönetimi tarafından alınan tedbirler belirledi. Depremi ardından yaşanan sert kayıplar nedeniyle 8 Şubat Çarşamba günü kapatılan ve 15 Şubat'ta tekrar işlem görmeye başlayan Borsa İstanbul, hisse geri alımlarını teşvik etmek amacıyla getirilen vergi muafiyeti ve BES devlet katkısı fonlarında hisse senedi alma yükümlülüklerinin asgari %30 oranına çıkarılmasıyla kayıplarını telafi etti. BIST-100 endeksi ay genelinde %5,2 yükselerek Şubat ayını 5.237 düzeyinde tamamladı. Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 15 baz puan artarak 561 seviyesine çıktı. Şubat ayı içinde 18,96 ile tarihi yüksek seviyesini gören USD/TL kuru, bir önceki ay sonuna göre %0,4 artış göstererek ayı 18,88 düzeyinden tamamladı. EUR/TL kuru ise DXY endeksindeki gelişmelere paralel olarak aylık bazda %2,3 değer kaybetti.

BA

TCMB politika faizinde 50 baz puanlık indirime gitti

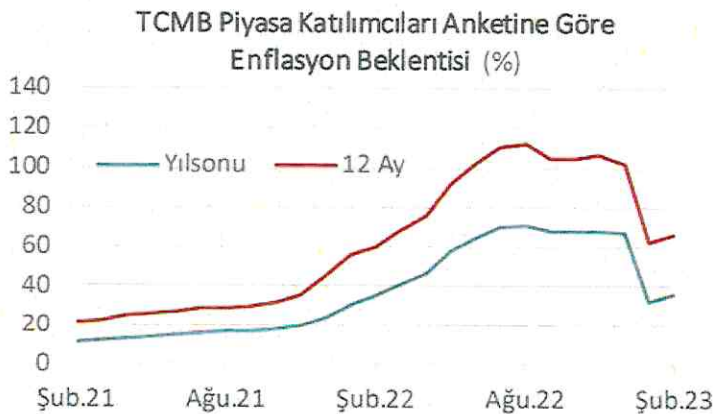
TCMB 23 Şubat tarihli Para Politikası Kurulu toplantısında, politika faiz oranını 50 baz puan indirerek %8,5 seviyesine düşürdü. Toplantının ardından yayımlanan metinde ülkemizde yaşanan depremlerin kısa vadede arz-talep dengesizliğine yol açarak ekonomik aktiviteyi etkileyeceği, orta vadede ise Türkiye ekonomisi üzerine kalıcı bir etkisinin bulunmayacağı öngörüldü. Ayrıca sınırlı faiz indiriminin deprem sonrası gerekli toparlanmayı desteklemek için yeterli olduğunu ifade eden Kurul, depremin 2023 yılının ilk yarısındaki etkilerinin yakından takip edileceğini belirtti. Metinde, yüksek küresel enflasyonun enflasyon beklentileri ve uluslararası finansal piyasalar üzerindeki etkilerinin yakından izlendiği belirtilirken, ana ihracat pazarlarımızın resesyona girme ihtimaline ilişkin ifadenin kaldırılması dikkat çekti.

Yurt dışı yerleşiklerin menkul kıymet portföyü

TCMB tarafından açıklanan menkul kıymet istatistiklerine göre, 24 Şubat itibarıyla yurt dışı yerleşiklerin fiyat ve kur etkilerinden arındırılmış hisse senedi portföyü Ocak sonundan beri 28 milyon USD azalırken, fiyat ve kur etkilerinden arındırılmış DİBS portföyleri 9 milyon dolar ile sınırlı biçimde arttı. 2022 yılsonundan itibaren yaşanan kümülatif değişime bakıldığında ise, hisse senedi piyasasında 624 milyon USD tutarında yabancı sermaye çıkışı yaşanırken tahvil piyasasına 18 milyon USD tutarında yabancı sermaye girişinin gerçekleştiği görüldü.

TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi'ne göre enflasyon beklentileri artış gösterdi

TCMB'nin Şubat ayı Piyasa Katılımcıları Anketi'ne göre tüketici enflasyonuna ilişkin beklentiler bir önceki ankete kıyasla sınırlı bozulma gösterdi. Cari yılsonu TÜFE enflasyonu beklentisi Ocak ayındaki %32,46 düzeyinden Şubat'ta %35,76 seviyesine yükseldi. 12 ay sonrasına ilişkin tüketici enflasyonu beklentisi de %30,44'ten %30,75'e çıktı. Piyasa katılımcılarının 2023 yılı GSYH büyümesine ilişkin tahmini %4,1'den %3,6'ya gerilerken, 2024 yılı için ekonomik büyüme beklentisi değişmeyerek %4,1 düzeyinde kaldı. Katılımcıların yılsonu ve 12 ay sonrasına ilişkin USD/TL kuru beklentileri ise sırasıyla 23,12 ve 23,43 seviyelerinden 22,84 ve 23,10 düzeylerine geriledi.

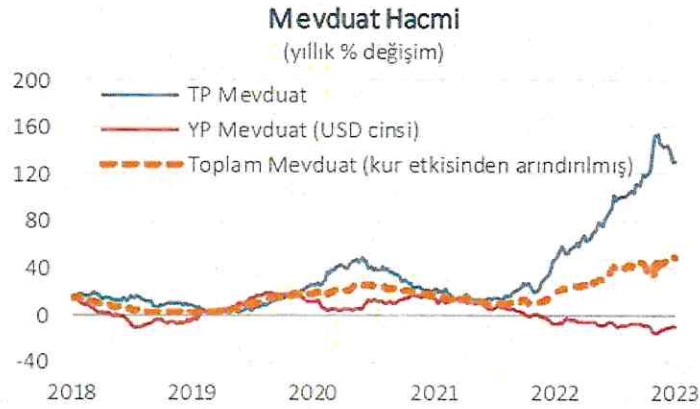


Handwritten signature/initials in blue ink.

BANKACILIK SEKTÖRÜ (Kaynak: BDDK Haftalık Bülten)

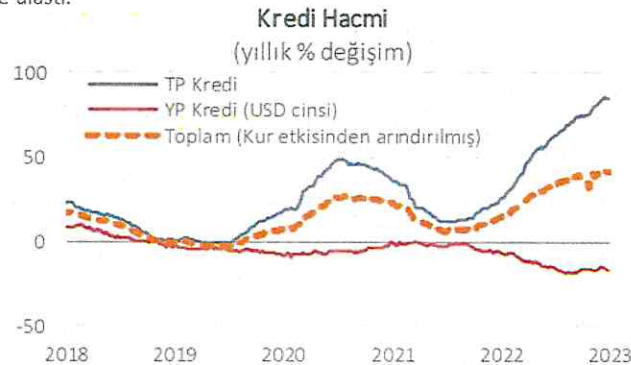
Toplam mevduat hacmi 9,4 trilyon TL'ye ulaştı

BDDK'nın yayımladığı haftalık verilere göre, 24 Şubat itibarıyla toplam mevduat hacmi yıllık bazda %67 oranında artarak 9,4 trilyon TL'ye yükseldi. Bu dönemde TP mevduat hacmindeki artış son dönemde Liralaşma Stratejisi kapsamında atılan adımların da etkisiyle yıllık bazda %131,3 oldu. Böylece 24 Şubat itibarıyla TP mevduat hacmi 5,4 trilyon TL seviyesine çıkarken, kur korumalı mevduat hacmi de 1,5 trilyon TL'yi aşarak uygulamaya konduğu tarihten bu yana en yüksek hacmine ulaştı. USD bazında YP mevduat yıllık bazda %10,7 gerileyerek 212,5 milyar USD ile 17 Mayıs 2019'dan bu yana en düşük değerini aldı. Toplam mevduat hacmindeki kur etkisinden arındırılmış yıllık artış ise %48,3 düzeyinde gerçekleşti.



TP kredilerin payı artmaya devam ediyor

Bankacılık sektörünün toplam kredi hacmi, 24 Şubat itibarıyla yıllık bazda %54,4 artarak 8 trilyon TL'ye yaklaştı. Bu dönemde TP kredi hacmi yıllık bazda %84,7 artışla 5,5 trilyon TL düzeyini aşarken, USD bazında YP kredi hacmi %16,8 oranında gerileyerek 130,5 milyar USD seviyesine düştü. 24 Şubat itibarıyla kredi hacmindeki kur etkisinden arındırılmış yıllık artış %42 oranında gerçekleşirken, TP kredilerin toplam krediler içindeki payı %69,3 ile 16 Temmuz 2015'ten beri en yüksek seviyesine ulaştı.



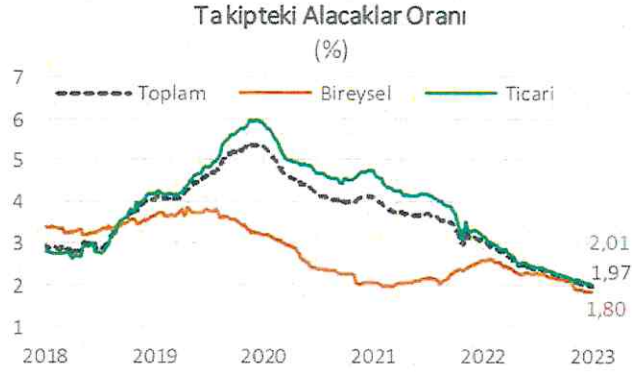
HA - MA

Bireysel kredi kartı hacmindeki güçlü artış sürüyor

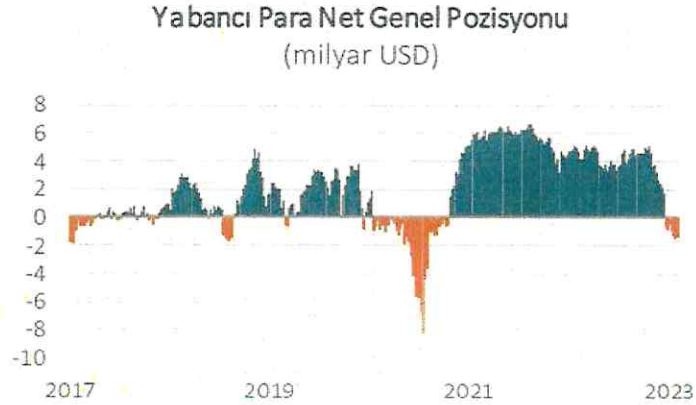
24 Şubat itibarıyla tüketici kredilerindeki artış yıllık bazda %51,2 oranında gerçekleşirken, bireysel kredi kartı bakiyesi aynı dönemde %130,3 oranında genişledi. Taahhüt kredileri de 2014' ten bu yana en hızlı yıllık artışını kaydederek %346,5 yükseldi. Bu dönemde konut ve ihtiyaç kredilerindeki yıllık artış oranları sırasıyla %20,9 ve %62,9 oldu.

Takipteki alacaklar oranı tarihi düşük seviyede

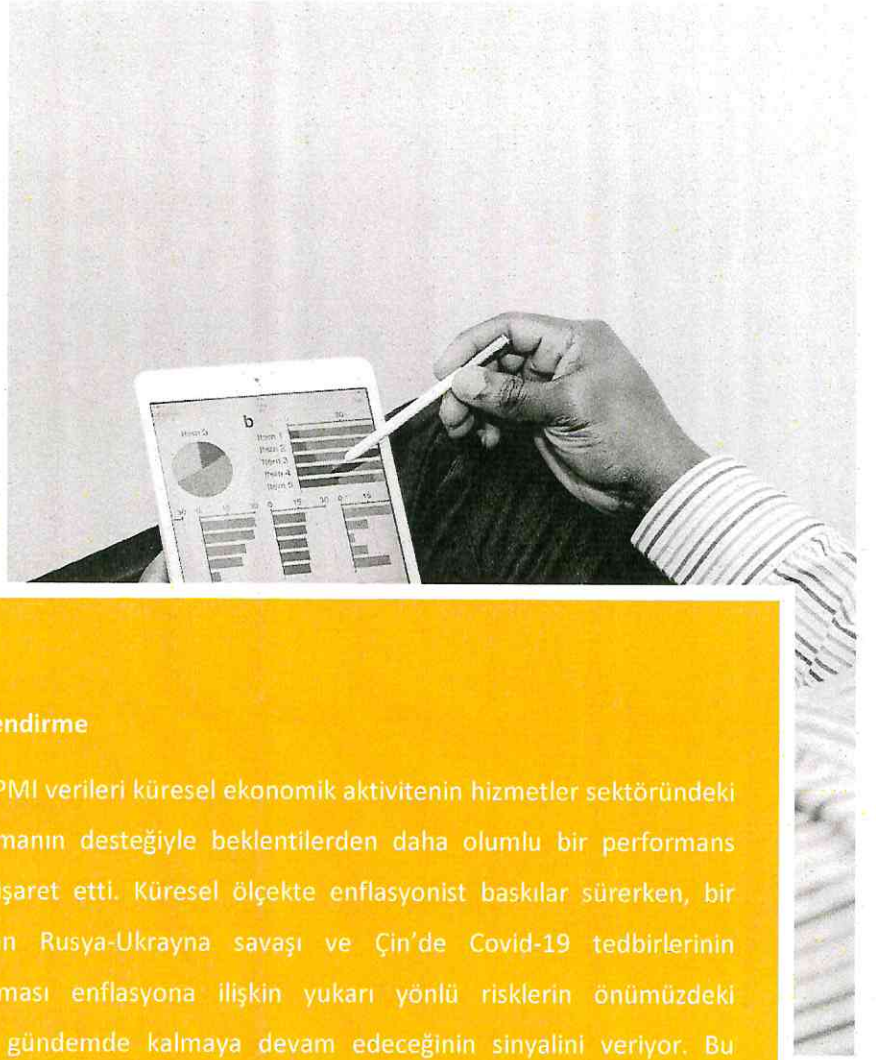
Takipteki alacaklar oranı kredi hacminde yaşanan hızlı genişlemenin etkisiyle düşmeye devam ediyor. Söz konusu oran 24 Şubat haftası itibarıyla %1,97 düzeyine gerileyerek tarihi düşük seviyesini gördü. Bu dönemde takipteki krediler oranı bireysel kredilerde %1,80, ticari kredilerde %2,01 olarak gerçekleşti.

**Yabancı para net genel pozisyonu**

Yabancı para net genel pozisyonu 24 Şubat itibarıyla bilanço içi kalemlerde (kalemlerde) 30.732 milyon USD, bilanço dışı (+)29.339 milyon USD seviyelerinde gerçekleşti. Böylece bankacılık sektörünün yabancı para net genel pozisyonu (1.393 milyon USD oldu.



BA



Genel Değerlendirme

Şubat ayında PMI verileri küresel ekonomik aktivitenin hizmetler sektöründeki hızlı toparlanmanın desteğiyle beklentilerden daha olumlu bir performans sergilediğine işaret etti. Küresel ölçekte enflasyonist baskılar sürerken, bir yılını dolduran Rusya-Ukrayna savaşı ve Çin’de Covid-19 tedbirlerinin kaldırılmış olması enflasyona ilişkin yukarı yönlü risklerin önümüzdeki dönemde de gündemde kalmaya devam edeceğinin sinyalini veriyor. Bu çerçevede, önde gelen merkez bankalarının parasal sıkılaştırma adımlarına kararlılıkla devam edeceği yönündeki beklentiler Şubat ayı genelinde hisse senedi piyasalarının baskı altında kalmasına neden oldu.

2022 yılının ilk yarısındaki güçlü büyüme performansının ardından ikinci yarıda ivme kaybeden Türkiye ekonomisi yıl genelinde tüketim harcamalarının güçlü, yatırımların ve net ihracatın ılımlı katkılarıyla %5,6 oranında büyüdü. Şubat ayı başında gerçekleşen ve Türkiye ekonomisi içinde yaklaşık %10 paya sahip olan bir bölgeyi etkileyen deprem felaketinin ardından afetin etkilerini hafifletmek amacıyla kamu kuruluşları çeşitli düzenlemelere gitti. Öncü dış ticaret verilerine göre Şubat ayında ihracatı 1,5 milyar USD düzeyinde etkileyen felaketin önümüzdeki dönemde büyüme, bütçe ve ödemeler dengesi ile enflasyon üzerindeki etkileri yakından takip edilecek.

Handwritten signature in blue ink.

04

SEKTÖREL DEĞERLENDİRME

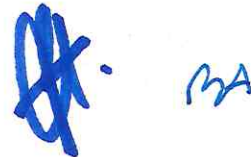
Değerlemeye konu şirket olan ULUDAĞ TUR, otelcilik sektöründe faaliyet gösterdiğinden bu kısımda genel olarak otelcilik sektörünün Dünya ve Türkiye'deki durumuna dair değerlendirmeler yapılacaktır.

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 kiralama 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 International, 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



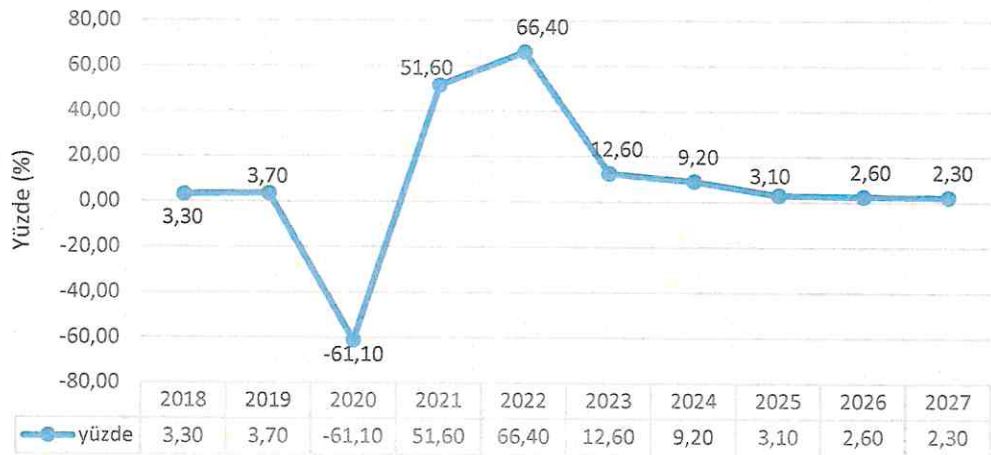
4.1. Küresel Durum

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.

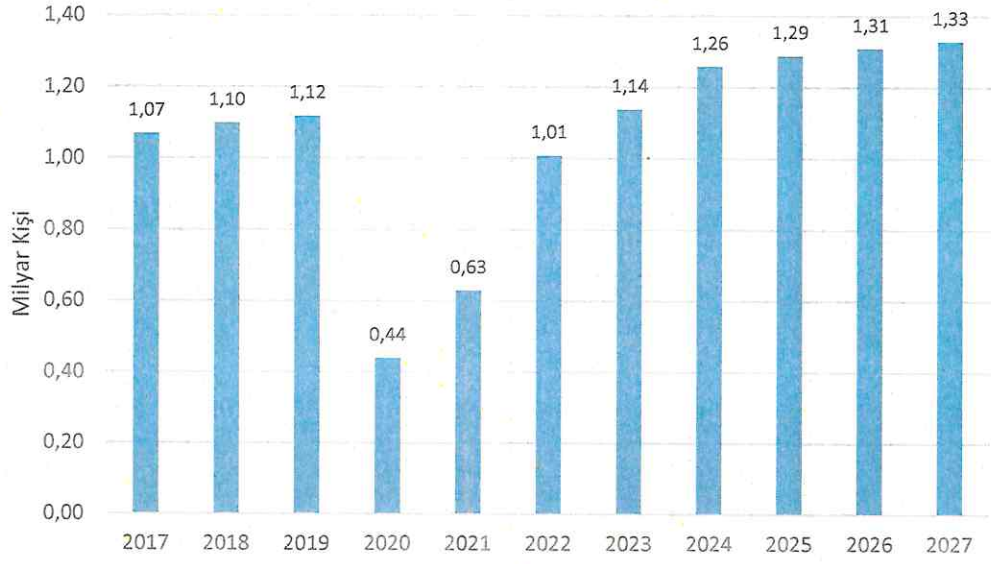
Son güncelleme: Ocak 2023

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



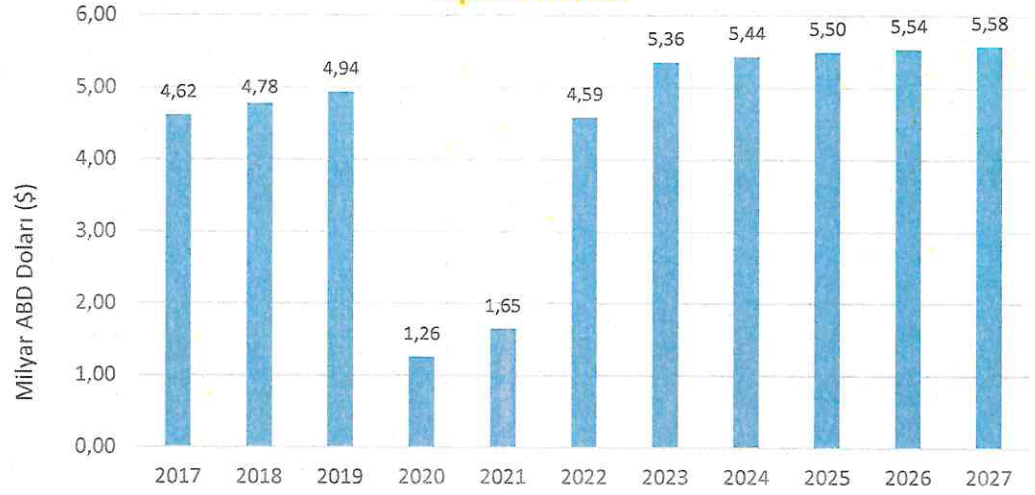
Son güncelleme: Ocak 2023
Kaynak: Statista

OK. BA

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.

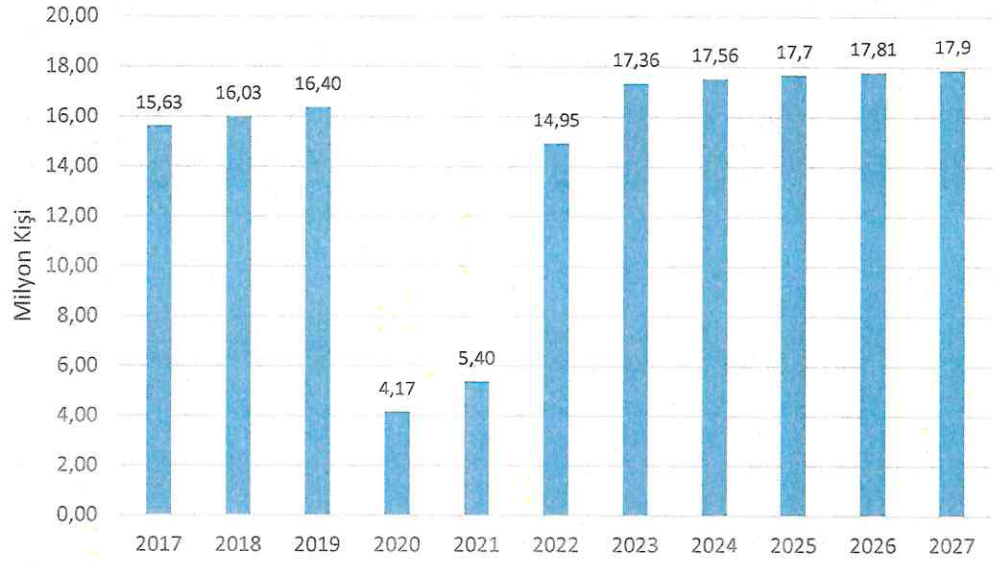
Son güncelleme: Ocak 2023

Kaynak: Statista

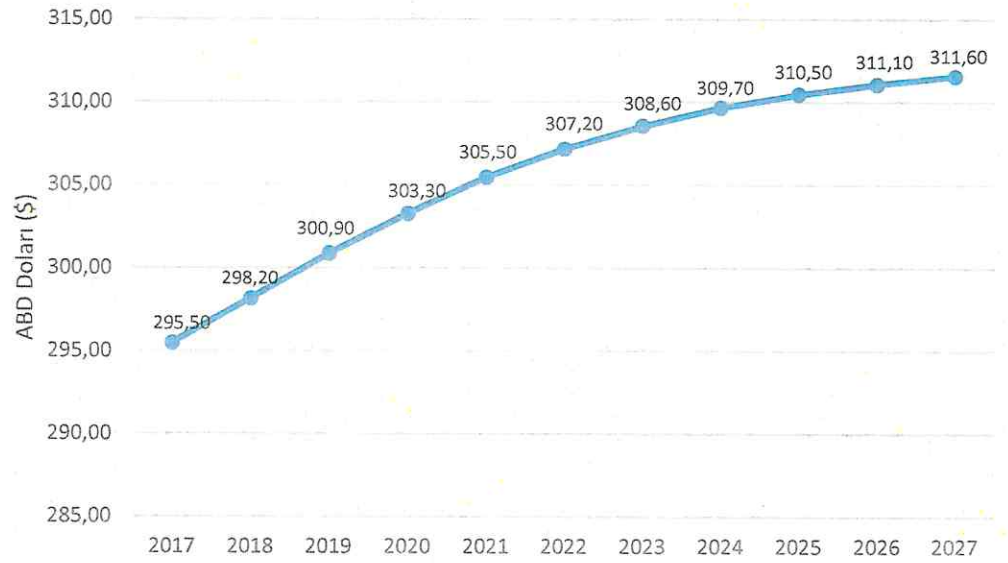
Handwritten signature and initials

Ülkemizdeki otelcilik sektöründe yıllık misafir sayısının 2027 yılına kadar 17,90 milyon kişiye, 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]

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 kurulumuş 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 aksamlarını, 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, sattırmak.

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
Satış İndirimler	-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

OK - 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 değerleme 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 değerleme çalışmasında değer esası olarak UDS'de tanımlanmış hali ile "Pazar Değerinin" kullanılması uygun bulunmuştur. Bu değer esası değerleme çalışmasının amacı olan gerçeğe uygun değer ölçümü içinde 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 değerin 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 değerin, 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 değerin 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 belirlenme 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)	$(Wd \cdot Cd \cdot (1-t)) + (We \cdot Ce)$	%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)	$Rf + B \cdot (Rm - Rf)$	%15,2
Risksiz Getiri Oranı	Rf	%12,10
Beta	B	0,62
Piyasanın Beklenen Getirisi	Rm	%17,10
Piyasanın Beklenen Getirisi (Rm)	$Rf + \text{Ülke Riski} + F\ddot{O}R$	%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 hasılatla yönelik bir orantı 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



MA

	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
Ağaoğlu 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%

MA

MDV&MoDV	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/MoDV	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	97.782.785	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/MoDV	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

İşletme Sermayesi	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
Ticari Alacaklar	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
Ort. Alacak Vadesi (gün)	40	18	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
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

İşletme Sermayesi	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
Ticari Alacaklar	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
Ort. Alacak Vadesi (gün)	40	18	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
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	14.177.717	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 İçin 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										
Yıl sonu 31 Aralık 23										
kalan gün sayısı	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 ayırtıcı özellikler 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 değerleme 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 değerlemede 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 sıkılaşma 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 gerçekleşebilirliği 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 değerleme çalışmasında kullanılacak bilgiler temin edilerek kullanılmıştır. Elde edilen bilgiler tarafımızca değerleme çalışmasında kullanımının gerekli olup olmadığı, bilgiyi temin eden tarafın değerleme sonuçları ile ilgisi 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.

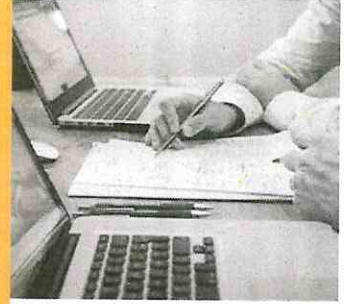
07

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.



OK

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