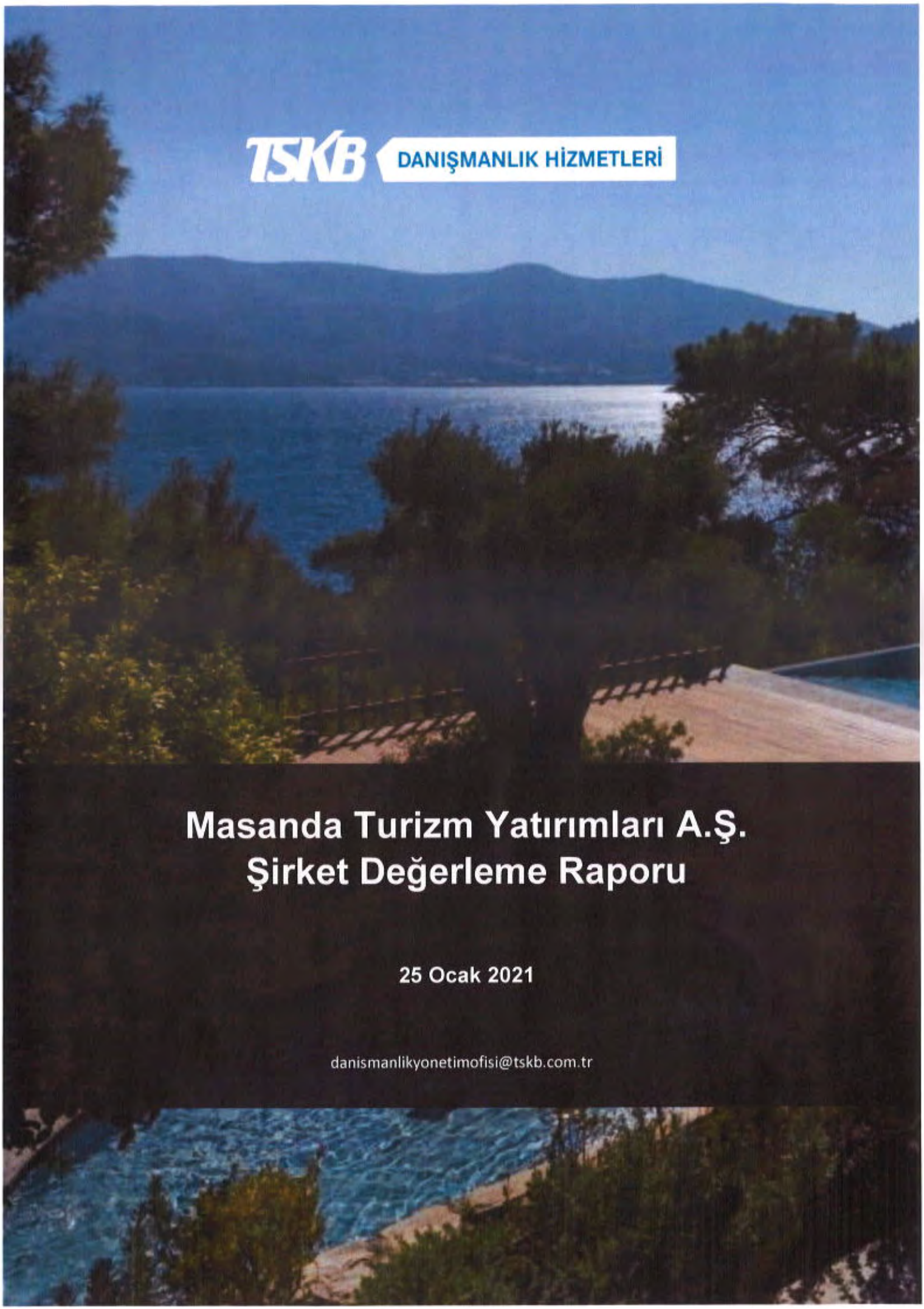


TSKB DANIŞMANLIK HİZMETLERİ

Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.
Şirket Değerleme Raporu

25 Ocak 2021

danismanlikyonetimofisi@tskb.com.tr

ÖNEMLİ BEYAN

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan işbu değerleme çalışması ("Rapor"), potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik **Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Akfen GYO)** talebi doğrultusunda **Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.'nin (Masanda Turizm, Firma)** şirket değerlemesine yönelik Akfen GYO yetkilileri tarafından Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'ye iletilmiş olan belge ve bilgilere ve yetkililerinin sorularımıza verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmış olup, bu belge, bilgi ve yanıtların tamlığı ve doğruluğundan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Akfen GYO tarafından sağlanan bilgiler ile Akfen GYO yetkililerinin yanıtları tarafımızca kontrol edilmemiş ve denetimden geçirilmemiştir. İncelememize sunulan belgelerin orijinal olup olmadıkları ayrıca tetkik edilmemiştir. Raporun hazırlanmasında mümkün olduğunca Akfen GYO tarafından yazılı biçimde sağlanan bilgilere dayanarak çıkarımlar yapmaya; fakat yazılı biçimde bilgi edinilmesi imkânı bulunmayan hallerde Akfen GYO yetkilileri tarafından sözlü olarak iletilen bilgilere dayanarak tespitler yapmaya gayret edilmiştir. Rapordaki bilgiler, Akfen GYO yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş., Rapordaki bilgilerin yetersiz, eksik olması kat'i ya da tam olmaması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Bilgiler ya da bilgilerin değerlendirilmesi ile elde edilen herhangi bir sonuçtan dolayı 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacaktır. Bu dokümanın gönderilmesi bu dokümanın içeriğinin tam, uygun veya geçerli olduğu anlamında yorumlanamayacağı gibi, bilgilerin doğruluğu hakkında açık veya dolaylı garanti oluşturduğu anlamına gelmez.

Raporda yer alan ve önemli bulgular ve kısıtlar bölümünde değinilen hususlar ve konular ile ilgili olarak iletilen bilgi belgelerdeki eksikler, tutarsızlıklar ve diğer konulardan dolayı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. sorumlu tutulamaz. Söz konusu bölümde değinilen konulara ilişkin 3. kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı da TSKB sorumlu olmayacaktır.

Değerleme çalışması, bir tavsiye vermeye ya da kredi temini önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Akfen GYO'nun talep ettiği analizlere yöneliktir. Raporumuz, finansal kurumlara yönelik olarak Firmanın finanse edilebilirliği veya buna yönelik şartlara ilişkin olarak herhangi bir görüş veya tavsiye içermemektedir.

Değerleme çalışmasının Akfen GYO tarafından üçüncü şahıslara gösterilmesi, verilmesi, çoğaltılması, yayımlanması ve dağıtılması ile kamu, finansal kurumlar ve/veya diğer kişi/kuruluşlar nezdinde kullanılması TSKB'nin önceden onayının (değerlemenin sermaye piyasası mevzuatı dışında kalan hallerde) alınması şartıyla mümkün olmakla birlikte bu hakların kullanımı sebebi ile gerek Akfen GYO gerekse üçüncü kişilerin doğrudan ya da dolaylı olarak uğradıkları zarardan dolayı TSKB sorumlu olmayacak; Akfen GYO, TSKB'nin bu sebeple bir bedel ödemek zorunda kalması halinde TSKB'nin ilk talebinde bu zarar-ziyanı karşılayacaktır.

Söz konusu rapor ile ilgili fikri ve sınai mülkiyet ve bağlantılı hakları münhasıran TSKB'ye aittir.

Danışmanlık Hizmeti Sağlayıcısı:

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Meclisi Mebusan Cad. No:81 Fındıklı

34427 Beyoğlu İstanbul

Tel: 0212 334 5050

Web: http://www.tskb.com.tr/

Danışmanlık Hizmeti Alan:

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Sanayi Büyükdere Cad. Levent Loft C Blok

No:201 34415 Kağıthane İstanbul

Raporumuz, **31 Aralık 2020** tarihinde **Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.** ve **Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

ÖNEMLİ BULGULAR VE KISITLAR

1. Değerleme varsayımlarının gerçekleşmemesi durumunda, öngörülen ve realize olan sonuçlar arasında farklılıklar olabileceğini belirtmek isteriz.

2. COVID-19 sürecinin değerlemeye konu şirketin (Masanda Turizm) finansal durumu ve faaliyetleri üzerinde etkileri olabileceği dikkate alınmalıdır. Rapor tarihi itibarıyla değerleme varsayımlarımız mevcut ekonomik koşullar ve piyasa şartlarına dayanmaktadır. Ekonomik konjonktürdeki olası dalgalanmalar varlık değer hesaplamalarında belirsizlikler yaratabilmektedir. Bu doğrultuda, çalışmalardan elde edilen bulguların değişime açık olacağını belirtmek isteriz.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR **6**

YÖNTEM **8**

YÖNETİCİ ÖZETİ **9**

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı 9

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları 10

Değerleme Sonucu 11

SEKTÖREL GÖRÜNÜM **14**

Dünya'da Turizm Sektörü 14

Türkiye'de Turizm Sektörü 16

MEVCUT DURUM ANALİZİ **20**

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı 20

Mevcut Durum Analizi 21

GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER VE DEĞERLEME **25**

Değerleme Yöntemleri 25

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme **27**

Projeksiyon Varsayımları 27

İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları 40

Duyarlılık Analizi 42

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme **43**

DEĞERLEME SONUCU **46**

EK:1 İndirgeme Oranları ve Bileşenlerinin Belirlenmesi **48**

Ağırlıkların Belirlenmesi 48

Maliyetlerin Belirlenmesi 48

EK:2 Alternatif Senaryo **50**

EK:3 Masanda Turizm Solo UFRS Detaylı Mali Tablolar **54**

EK:4 Masanda Turizm Solo VUK Detaylı Mali Tablolar **56**

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Küresel Turist Sayısı ve Turizm Gelirleri 14
Grafik 2: 2020/10 Aylık Dönem Küresel Turist Sayısının 2019/10 Aylık Döneme Göre Değişimi 15
Grafik 3: 2020 Yılı Ocak-Ekim Ayları Küresel Turist Sayısındaki Değişimler 15
Grafik 4: Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Bin Kişi) 16
Grafik 5: Türkiye Turizm Gelirleri ve Ortalama Kişi Başı Harcama Gelişimi 17
Grafik 6: 2015-2020 Muğla İli Milliyetlere göre Ziyaretçi Sayıları (Bin Kişi) 17
Grafik 7: Projeksiyon Yılları Bodrum Loft Ciro ve GOP Gelişimi (Bin EUR) 37
Grafik 8: Projeksiyon Yılları Masanda Turizm Gelir ve FAVÖK Gelişimi (Bin EUR) 38

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: 2019 Yılı Turizm Sektör Özet Veriler 14
Şekil 2: Türkiye Turizm Sektörü Temel Göstergeler 16

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Masanda Turizm Ortaklık ve Sermaye Tablosu 9
Tablo 2: Akfen Altyapı Holding Ortaklık Yapısı 9
Tablo 3: Akfen Turizm Yatırımları Ortaklık Yapısı 10
Tablo 4: Bodrum Loft için Emsal Tesislerin Ortalama Oda Fiyatları 18
Tablo 5: Masanda Turizm Solo UFRS Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Göstergeleri 21
Tablo 6: Masanda Turizm Solo UFRS Karşılaştırmalı Bilanço Göstergeleri 21
Tablo 8: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri 28
Tablo 9: Euro Cinsinden Ortalama Enflasyon Beklentisi (HICP) 29
Tablo 10: Villa Tipi Bazında Kapasiteler 29
Tablo 11: Projeksiyon Yılları 2+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 30
Tablo 12: Projeksiyon Yılları 3+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 30
Tablo 13: Projeksiyon Yılları 4+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 31
Tablo 14: Projeksiyon Yılları 2+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 31
Tablo 15: Projeksiyon Yılları 3+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 31
Tablo 16: Projeksiyon Yılları 4+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları 32
Tablo 17: Uzun ve Kısa Dönem Toplam Kiralama Gelirleri (2+1, 3+1 ve 4+1) 33
Tablo 18: Projeksiyon Yılları Toplam Gelir Dağılımı (Bin EUR) 34
Tablo 19: Projeksiyon Yılları İtibarıyla Operasyonel Giderlerin Ciroya Oranları (%) 36
Tablo 20: Projeksiyon Yılları Giderlerin Toplam Maliyetlerdeki Payı (%) 36
Tablo 21: Projeksiyon Yılları Bodrum Loft Karlılık Varsayımları (Bin EUR) 39
Tablo 22: Projeksiyon Yılları Karlılık Varsayımları (Bin EUR) 39
Tablo 23: Masanda Turizm Projeksiyon Yılları Serbest Nakit Akım Tablosu 40
Tablo 24: Masanda Turizm İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri 42
Tablo 25: Duyarlılık Analizi 42
Tablo 26: Epos Gayrimenkul Değerleme Özet Göstergeler 43
Tablo 27: Masanda Turizm NAD (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme Detayı 44
Tablo 28: Masanda Turizm NAD (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Özsermaye Değeri 44

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
AOSM (WACC)	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average Cost of Capital)
EUR	Euro
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
F&B	Food and Beverage (Yiyecek & İçecek)
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
FD	Firma Değeri
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KDV	Katma Değer Vergisi
NAD	Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)
TL	Türk Lirası
TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TÜFE	Tüketici Fiyat endeksi
TTSG	Türk Ticaret Sicil Gazetesi
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu

Giriş ve Kapsam

YÖNTEM

Bu çalışma, Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin (Akfen GYO) talebi doğrultusunda Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.'nin (Masanda Turizm, Firma) şirket değerlemesine yönelik; Firma değerini bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemlerini kullanarak belirlemek ve karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamak amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır:

- **Giriş ve Kapsam**
  - Yönetici Özeti
    Genel Bilgiler ve Faaliyet Konusu
    Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları
    Değerleme Sonucu
- **Sektörel Değerlendirme**
- **Mevcut Durum Analizi**
- **Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme**
  - İndirgenmiş Nakit Akımları
  - Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)
- **Değerleme Sonucu**

Bu çalışma kapsamında; Firma tarafından sağlanan bilgiler, sektör verileri ve TSKB tahminleri kullanılmıştır. Şirket değerleme raporu, Firma tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile geçmiş dönem finansal tabloları ve gelecek öngörülerine dayanmaktadır. Çalışmanın hata ve eksikliklerden arındırılması için azami gayret gösterilmiş olmasına karşın, Firma kaynaklı verilerde oluşabilecek hata ve noksanların, değerlendirme sonuçları üzerinde etkili olabileceği hususunun dikkate alınması gerekmektedir. Bu Raporun hazırlanmasında kullanılan Firma tarafından sağlanan bütün bilgiler ile yetkililerin yanıtları kontrol edilmemiş ya da denetimden geçmemiştir. Rapordaki analizler, Firma yetkilileri tarafından tarafımıza "tam ve doğru" olarak verildiğini varsaydığımız bilgi ve belgelere dayanmaktadır.

Bu raporda Masanda Turizm'in 2018 ve 2019 yılları ile 2020 ilk 9 aylık döneme ait finansal verileri için; Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS)'na göre düzenlendiği beyan edilen solo finansal tabloları kullanılmıştır.

Satış ve karlılık analizleri için kullanılan detaylı satış ve maliyet kırılımları ile operasyonlara ilişkin bilgiler ve iş planları Firma yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geleceğe yönelik satış ve FAVÖK beklentileri Firma yönetimi öngörüleri, mevcut durum gerçekleşmeleri ve TSKB beklentileri göz önüne alınarak oluşturulmuştur. İNA Yöntemine göre değerlemede nakit akım projeksiyonları fonsiyonel para birimi olan Euro cinsinden hazırlanmış olup rapor tarihi itibarıyla dikkate alınan döviz kuru ile Türk Lirası cinsinden değer tespiti yapılmıştır. NAD Yöntemine göre değerlemede ise mali tablo verileri ve yapılan düzeltmelerde doğrudan Türk Lirası cinsinden göstergeler dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda nihai değer tespiti Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.

Gizlidir

YÖNETİCİ ÖZETİ

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Ekim 2012 yılında 50.000 TL sermaye ile Selim Akın tarafından Ankara'da kurulan Masanda Turizm'in ortaklık yapısı Haziran 2018'de yapılan sermaye artışı sonrası değişmiş ve ilgili yılda firmanın %100 oranında ana ortağı Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş. olmuştur. Temmuz 2019'da firma bir kez daha 11,6 milyon TL sermaye artırarak 24,5 milyon TL sermaye büyüklüğüne ulaşmıştır. 22 Aralık 2020 tarihli Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde Firmada toplam 168 milyon TL'lik sermaye artışı gerçekleştiği (137,5 milyon TL'si nakdi, 30,4 milyon TL'si ortaklara borçlar hesabından karşılanarak) ve aynı ortaklık yapısı korunarak toplam ödenmiş sermayenin 192,5 milyon TL seviyesine ulaştığı yayınlanmıştır. Söz konusu işlem sonrası sermayeye eklenen ortak borçları ve nakit sermaye artışı ile kapatıldığı öğrenilen grup içi borçlarla Bodrum Loft yatırımının finanse edildiği belirtilmiştir.

31.12.2020 tarihi itibarıyla Masanda Turizm hisselerinde herhangi bir rehin bulunmamaktadır. Güncel durum itibarıyla firmanın %100 pay sahibi Akfen Altyapı Holding olup, sermaye değişiklikleri ile ilgili kronolojik sıra ve ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Tablo 1: Masanda Turizm Ortaklık ve Sermaye Tablosu

Tarih	Firma Unvanı	Ortaklık Yapısı	Toplam Sermaye
Eki-10	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Selim Akın	50.000 TL
Tem-15	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Selim Akın	10.050.000 TL
Nis-18	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Selim Akın	12.880.000 TL
Haz-18	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş.(**)	12.880.000 TL
Tem-19	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Akfen Altyapı Holding A.Ş.	24.503.786 TL
Ara-20	Masanda Turizm Yatırımları A.Ş.	Akfen Altyapı Holding A.Ş. (*)	192.503.786 TL

Kaynak: Türk Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG)

(*) Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş. - Mayıs 2018 tarihinde unvan değişikliği yaparak Akfen Altyapı Holding A.Ş. unvanını almıştır.
(**) 11 Haziran 2018 tarihli TTSG'de, Mayıs 2018 tarihinde Akfen Altyapı Holding unvanını alan Akfen Altyapı Danışmanlık Hizmetleri olarak ifade edilmiştir.

Tablo 2: Akfen Altyapı Holding Ortaklık Yapısı

Firma Unvanı	Ortaklık Yapısı	Toplam Sermaye
Akfen Altyapı Holding A.Ş	Selim Akın (%50)	290.000.000 TL
	Pelin Akın Özalp (%50)	290.000.000 TL
Toplam		**580.000.000 TL**

Kaynak: Türk Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG)

Firma bünyesinde Muğla İlinin Bodrum ilçesinde yapımı 2020 yılında tamamlanan ve aynı yıl "Bodrum Loft" markası ile faaliyetine başlayan 36 adet villadan oluşan lüks segment konaklama tesisi bulunmaktadır. 2020 yılı Mayıs ayı itibarıyla misafir kabul etmeye başlayan Bodrum Loft, 2017 yılında daha proje aşamasında WAF World of Architecture Festival'de konaklama ve tatil kategorisinde, 2018 yılında da The Plan Awards'da konaklama alanında ödül almıştır. Bodrum Loft'un bulunduğu kamu arazisi üzerinde 2067 yılına kadar üst

kullanım hakkı bulunmaktadır. Masanda Turizm ile Akfen Turizm arasında 25.12.2020'de yapılan sözleşmeye göre tesisin işletmeciliği 01.01.2021 itibarıyla 20 yıl süreyle Akfen Turizm firması tarafından yapılacaktır.

Tablo 3: Akfen Turizm Yatırımları Ortaklık Yapısı

Firma Unvanı	Ortaklık Yapısı	Toplam Sermaye
Akfen Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş.	Akfen Altyapı Holding A.Ş (%100)	16.550.000 TL

Kaynak: Türk Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG)

Değerleme Yöntemleri ve Varsayımları

Masanda Turizm'in değer tespitine yönelik hazırlanan işbu değerleme çalışmasında; TSKB tarafından Akfen GYO'nun talebi üzerine, Masanda Turizm'in **30.09.2020 tarihli** bilanço ve gelir tabloları baz alınarak söz konusu bilanço kapanış tarihi sonrası yılsonuna kadar gerçekleşen önemli gelişmeler (22.12.2020 tarihinde gerçekleşen sermaye artışı) dikkate alınmış ve **31.12.2020 tarihi itibarıyla** makul girişim ve özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

Masanda Turizm'in şirket değeri hesaplamasında SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz. Bu doğrultuda, raporda Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak kabul görmüş iki farklı yöntem kullanılmıştır;

- Faaliyet performansının tahminine dayalı "İndirgenmiş Nakit Akımları" (İNA) yöntemi
- Güncel piyasa değerleri doğrultusunda bilanço düzeltmelerinin yapıldığı "Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi)" yöntemi

İNA yönteminde, Firmanın gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı+amortisman) ile vergi ödemelerinin ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Nakit akım projeksiyonları 2021 yılından itibaren Euro cinsinden oluşacak nakit akımları dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir. Firmanın 2021 yılından itibaren üst hakkı kullanımının son yılı olan 2067'ye kadar elde edeceği öngörülen nakit yaratımları Euro cinsinden ortalama %8,2 ağırlıklı ortalama özsermaye maliyeti (AOSM, WACC) üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmıştır.

Firmanın projeksiyon dönemlerindeki ciro ve karlılık öngörüleri; 2020 yılı gerçekleşmeleri, 2021-2030 yıllarına ait Firma iş planı ve TSKB tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur. Projeksiyon döneminde firma bünyesindeki Bodrum Loft tesisinin Akfen Turizm tarafından işletileceği, Masanda Turizm'in Bodrum Loft faaliyet karı üzerinden %95 oranında kira geliri elde edeceği bilgisi dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda değerlemeye konu Firmanın ciro ve karlılık öngörüleri, Bodrum Loft projesinin gelir ve karlılık öngörüleri yapıldıktan sonra oluşturulmuştur.

Firmadan alınan bilgi doğrultusunda projeksiyon yıllarında tesisin Mayıs-Ekim döneminde 6 ay süreyle faaliyet göstereceği, cironun ağırlıklı olarak uzun dönemli villa kiralama gelirlerinden elde edileceği varsayılmıştır. Ciro öngörüleri; 20 adedi 2+1, 12 adedi 3+1 ve 4 adedi 4+1 olmak üzere toplam 36 adet villa ünitesi üzerinden hazırlanmıştır. Toplam kiralanabilir ünitenin uzun ve kısa süreli kiralamalar için ayrı ayrı öngörülen kapasite ve aylık birim kira fiyatları doğrultusunda kiralanacağı varsayılmıştır.

Euro cinsinden belirleneceği bilgisi alınan ortalama birim kira bedelleri tahmin edilirken tesisin pazar penetrasyonunu artıracağı 2021-2025 yılları arasında Euro cinsinden enflasyon beklentisinin bir miktar üzerinde; %5, %4 ve %3 oranlarında fiyat artışı uygulayabileceği varsayılmıştır. 2025 yılından itibaren uzun vadede ise ortalama kira bedelleri Euro enflasyon öngörüsüne paralel seviyede artırılmıştır.

Projeksiyon dönemlerinde Bodrum Loft GOP marjının 2021 yılında %47 seviyesinde oluşacağı, söz konusu yıldan itibaren tesis faaliyetlerinin oturmasıyla birlikte karlılığın kademeli artışlarla 2031 yılında %55 seviyesine ulaşarak uzun vadede aynı seviyede devam edeceği öngörülmüştür.

Yıllar itibarıyla tesis cirosunun 2022-2025 yılları arasında %2'si, devam eden 5 yılda %3'ü ve daha uzun vadede de %4'ü kadar idame yatırım yapılacağı öngörülmüştür. Firmanın her yıl katlanacağı olağan nitelikteki bakım-onarım harcamaları, operasyonel giderler içerisinde öngörüldüğünden ilave bir bakım-onarım harcaması öngörülmemiştir.

Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yönteminde Masanda Turizm bünyesinde mevcut durumda sahip olunan tüm varlıkların gelir yaklaşımıyla hesaplanan yaklaşık piyasa değerinden tüm borçların piyasa değerinin düşülmesi ile düzeltilmiş özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu kapsamda firma değerlemesine konu olan mal ve varlıkların (arsa-arazi, bina, taşıt, makine ve teçhizat vb.) Epos Gayrimenkul Değerleme A.Ş. (Epos Gayrimenkul) tarafından hazırlanan 31.12.2020 tarihli ekspertiz çalışmaları ile 30.09.2020 bilanço tarihi sonrası önemli gelişmelerin de dikkate alındığı Firmanın 31.12.2020 tarihi itibarıyla net aktif değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu

Bünyedeki grup içi borçlarının 2020 yılı Aralık ayında gerçekleşen nakit sermaye artışıyla kapatılması ve dolayısıyla bu işleme yönelik nette bir nakit çıkışı etkisi bulunmamasından ötürü; özsermaye değeri hesabına giderken grup içi borçlara yönelik bir nakit çıkış etkisi gösterilmemiştir. İlaveten, söz konusu sermaye artışında ortaklara borçların da sermayeye eklenmesi sebebiyle özsermaye değeri hesaplanırken ortak borçlarına ilişkin de nakit çıkışı gösterilmemiştir. Cüzi seviyedeki hazır değerleriyle birlikte Masanda Turizm'in İNA yöntemine göre girişim ve özsermaye değeri 25,8 milyon Euro (232,8 milyon TL) seviyesinde hesaplanmıştır.

İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

	(Bin EUR)	(Bin TL)*
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	**25.842**	**232.781**
(-) 30.09.2020 Grup İçi Borçlar	(-)	(-)
(-) 30.09.2020 Ortaklara Borçlar	(-)	(-)
(+) Hazır Değerler	6	58
Özsermaye Değeri	**25.848**	**232.839**

*31.12.2020 tarihli TCMB EUR/TL alış kuru (9,0079) üzerinden hesaplanmıştır.

Masanda Turizm'in Net Aktif Değerleme (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemine göre düzeltilmiş özsermaye değeri 297,3 milyon TL seviyesinde hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

Masanda Turizm Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	**297.295**

Potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik olarak piyasada genel kabul görmüş iki farklı yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemlerine göre ulaşılan sonuçların eşit oranlarda ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)	Değerleme Sonucu	Oran (%)	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri	232.839	50%	116.420
NAD Yöntemine Göre Özsermaye Değeri	297.295	50%	148.647
Masanda Turizm Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			**265.067**

Sonuç olarak, Masanda Turizm'in İNA ve NAD yöntemlerine göre hesaplanan değerlerinin eşit ağırlıklı (İNA %50, NAD %50) ortalamasına dayandırılarak özsermaye değeri **265 milyon Türk Lirası** (29,4 milyon Euro) olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi 30.09.2020 tarihli mali tablolar ve yıl sonuna kadarki önemli gelişmeler de dikkate alınarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla tespit edilmiş olup, özsermaye değerine giderken hazır değer bakiyesi olarak 30.09.2020 tarihli bilançodaki tutar dikkate alınmıştır. Bununla beraber, esas olarak satışa konu tarih itibarıyla geçerli olacak bilanço bakiyelerinin şirket değeri üzerinde belirleyici olacağı hususu da değerlendirilmelidir.

Sektörel Görünüm

SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Dünya'da Turizm Sektörü

Doğrudan ve dolaylı olarak ekonomiye ve istihdama katkısı ile ekonomik açıdan önemi yüksek olan turizm sektörü; ülkeler ve kültürler arası iletişime sağladığı katkı doğrultusunda sosyal açıdan da büyük önem taşımaktadır.

Şekil 1: 2019 Yılı Turizm Sektör Özet Veriler

Kaynak: UNWTO, WTTC, Statista, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Turizm sektörü geçtiğimiz 3 yıl boyunca seyahat hacmi ve turizm gelirleri açısından büyüme trendini korumuştur. Söz konusu dönemde (2017-2019) hem dünyada seyahat eden kişi sayısı hem de küresel turizm gelirleri yaklaşık %5 YBBO ile büyümüştür.

Grafik 1: Küresel Turist Sayısı ve Turizm Gelirleri

Kaynak: UNWTO, WTTC, Statista, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

2017 – 2019 küresel turist sayısının Dünya üzerindeki dağılımı incelendiğinde ortalamada Avrupa'nın %51, Asya Pasifik'in %25, Amerika'nın %15, Afrika'nın %5 ve Orta Doğu'nun %4 pay aldığı izlenmektedir.

Ekonomik ve sosyal açıdan küresel ölçekte katkısı yüksek olan turizm sektörü, 2020 yılının ilk aylarından bu yana etkisini sürdüren COVID-19 salgınından dünya genelinde en çok etkilenen sektörler arasındadır. 2020 yılının ilk çeyreğinde COVID-19 virüsünün Çin dışına çıkarak dünya geneline yansıyan bir pandemi haline

Gizlidir

gelmesi sebebiyle Ocak ayının sonundan itibaren tüm dünyada turistik amaçlı seyahatlere getirilen kısıtlamalar turizm sektörünü oldukça olumsuz etkilemiştir.

İlk olarak virüsün çıktığı Asya Pasifik bölgesinde, virüsün yayılmasıyla beraber Ocak ayından itibaren diğer bölgelerdeki turist sayısı giderek azalmıştır. 2020 yılının ilk 10 aylık dönem gerçekleşmelerine bakıldığında ise dünya genelindeki turist sayısının bir önceki yılın aynı dönemine göre %72 oranında düştüğü görülmüştür.

2020 Ocak- Ekim ayı küresel turist sayısının 2019 yılı Ekim ayına göre değişimi aşağıdaki gibidir;

Grafik 2: 2020/10 Aylık Dönem Küresel Turist Sayısının 2019/10 Aylık Döneme Göre Değişimi

Kaynak: UNWTO, WTTC, Statista, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Grafik 3: 2020 Yılı Ocak-Ekim Ayları Küresel Turist Sayısındaki Değişimler

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Dünya	1%	-16%	-64%	-97%	-96%	-91%	-80%	-77%	-80%	-83%
Avrupa	5%	2%	-61%	-98%	-96%	-88%	-71%	-67%	-72%	-76%
Asya Pasifik	-5%	-52%	-82%	-99%	-99%	-99%	-96%	-96%	-98%	-97%
Amerika	1%	3%	-49%	-94%	-93%	-92%	-88%	-87%	-83%	-81%
Afrika	2%	1%	-43%	-99%	-99%	-91%	-90%	-87%	-88%	-87%
Orta Doğu	5%	-25%	-45%	-94%	-94%	-99%	-94%	-93%	-92%	-92%

Kaynak: UNWTO, WTTC, Statista, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Küresel ölçekte COVID-19 etkisi altında geçen 2020 yılında Türkiye de dahil olmak üzere dünya genelinde birçok destinasyonda turist sayısı ve turizm gelirlerinin bir önceki yıla kıyasla önemli ölçüde gerilemiştir.

Türkiye'de Turizm Sektörü

Türkiye için turizm sektörü, ülkenin dış ticaret dengesine olan pozitif katkısı ve hem doğrudan hem de dolaylı olarak istihdam yaratımına sağladığı destek açısından stratejik öneme sahiptir.

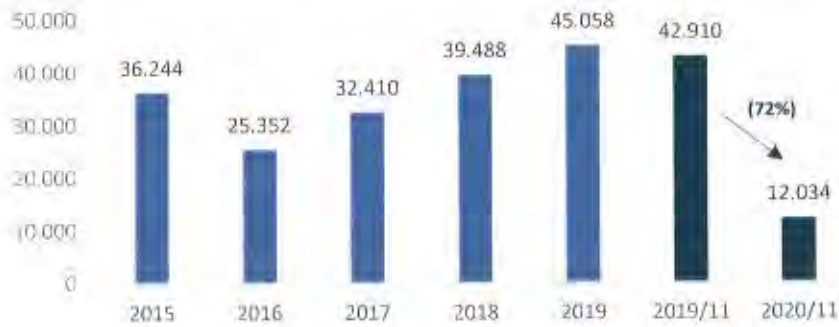
Şekil 2: Türkiye Turizm Sektörü Temel Göstergeler

*Turizm sektörü istihdamı kapsamında TUİK İşgücü İstatistiklerinde yer alan "Konaklama ve Yiyecek Hizmeti Faaliyetleri" iktisadi koluna ait veri dikkate alınmıştır.

Kaynak: TUİK, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Deniz (yaz) turizmi başta olmak üzere kültür, gastronomi, kruvaziyer gibi birçok farklı turizm türüne yönelik imkan sunan Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısı 2017-2019 döneminde devamlı artış eğiliminde olmuştur. 2019 yılı itibarıyla gelen ziyaretçilerin %45'i Avrupa, %29'u BDT, %19'u Asya ülkelerindendir. Ülke bazında ise Rusya, Almanya, İngiltere ile sınır komşularımız Bulgaristan, İran, Gürcistan önemli kaynak pazarlar arasındadır. COVID-19'un sektör üzerindeki küresel etkisi Türkiye'yi de oldukça olumsuz etkilemiş ve **2020 ilk 11 aylık dönemde gelen yabancı ziyaretçi sayısı** bir önceki yılın aynı donemine gore **%72 oranında** gerilemiştir.

Grafik 4: Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçi Sayısı (Bin Kişi)



Kaynak: T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Turizm gelirleri, 2017-2019 yılları arasında %15 YBBO ile büyüyerek 2019 yılında 34,5 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tutar son 10 yılda elde edilen en yüksek turizm geliri olmuştur. 2018 yılına kadar düşüşte olan kişi başı ortalama harcama tutarları özellikle Avrupa ülkeleri gibi harcama düzeyi görece yüksek ziyaretçi sayısındaki artışın da etkisiyle söz konusu yıldan itibaren tekrar artışa geçmiştir.

2020 yılında ise kişi başı ortalama harcama tutarındaki artışın devam etmesine rağmen COVID-19 sebebiyle getirilen seyahat sınırlamaları sonrası yabancı ziyaretçi sayısındaki düşüşe bağlı olarak turizm gelirleri bir önceki

Gizlidir

yıla kıyasla önemli seviyede gerilemiştir. 2020 yılının ikinci çeyreğinde dünya genelindeki seyahat kısıtlamaları sebebiyle sınır anketleri yapılamadığından seyahat gelirleri istatistiği yayınlanmamıştır. Bununla birlikte turizm gelirleri yılın ilk 3 aylık döneminde 2019 yılı aynı dönemine kıyasla %11 gerilerken yılın üçüncü çeyreğinde söz konusu düşüş %72 seviyesine ulaşmıştır. Bununla birlikte 2020 yılı üçüncü çeyreğinde kişi başı ortalama harcama tutarının ise yaklaşık %11 oranında arttığı izlenmiştir.

Grafik 5: Türkiye Turizm Gelirleri ve Ortalama Kişi Başı Harcama Gelişimi

Kaynak: TÜİK, TSKB Danışmanlık Hizmetleri

Muğla İli Turizm Göstergeleri

Türkiye'de yaz turizmine talebin oldukça yüksek olduğu Bodrum, Fethiye, Marmaris gibi tatil bölgelerinin konumlandığı Muğla ili ağırlıklı olarak Mayıs-Ekim döneminde ziyaretçi talebi almaktadır. 2019 yılı itibarıyla Muğla iline gelen yabancı ziyaretçilerin Türkiye'ye gelen toplam yabancı ziyaretçi sayısındaki payı %7 seviyesindedir.

Yıllar itibarıyla Muğla'ya gelen yabancı ziyaretçiler arasında ağırlıklı olarak İngiltere, Almanya, Hollanda gibi Avrupa ülkeleri ile Rusya'nın olduğu izlenmektedir.

Geçtiğimiz 5 yıllık dönemde bölgeye gelen ziyaretçilerin yıllar ve ülkeler bazında gelişimi aşağıdaki gibidir:

Grafik 6: 2015-2020 Muğla İli Milliyetlere göre Ziyaretçi Sayıları (Bin Kişi)

Kaynak: Muğla İl Kültür ve Turizm Müdürlüğü

Konaklama arzı açısından incelendiğinde Aralık 2020 itibarıyla Muğla ilinde 412 adet işletme belgeli tesis ve yaklaşık 109 bin adet işletme belgeli yatak bulunmakta olup, söz konusu kapasiteler Türkiye konaklama arzının yaklaşık %10'luk kısmını oluşturmaktadır.

Bodrum Loft konaklama tesisinin, sezon zamanında (Mayıs – Ekim) yakın çevresinde aynı hedef kitleye hitap eder nitelikte olanaklar ve hizmetler sunan konaklama tesislerinin konaklama ücretleri Epos Gayrimenkul tarafından incelenmiş olup gayrimenkul değerleme raporunda yer verilen bilgiler aşağıdaki gibidir.

Tablo 4: Bodrum Loft için Emsal Tesislerin Ortalama Oda Fiyatları

Emsal Tesisler	Mayıs-Haziran	Temmuz-Ağustos	Eylül-Ekim	Süre
Mandarin	7.100 €	11.000 €	7.100 €	6 Gece
Amanruya	6.500 €	7.500 €	6.500 €	6 Gece
Villa Maçakızı *	15.000 €	15.000 €	15.000 €	1 Gece
Divan Bodrum Special Class	3.500 €	5.200 €	3.500 €	6 Gece
Lifeco	3.700 €	300 €	3.700 €	6 Gece
Regnum Golf Resort	3.500 €	3.500 €	3.500 €	6 Gece
Dublee Tree Bodrum Isil Club	3.000 €	3.000 €	3.000 €	6 Gece
Susona Bodrum	8.000 €	10.000 €	8.000 €	6 Gece

** Villa Maçakızı tesisi 10 odalı bir tesisin tümden kiralaması fiyatıdır*

Kaynak: Epos Gayrimenkul TSKB-2020-00001 Numaralı Değerleme Raporu

Epos Gayrimenkul Değerleme Raporunda yazan ifadeye göre, tesislerin büyük bölümü uluslararası bilinirliği olan zincir otellerin lüks markalarıdır ve marka değerinin fiyatlara yansıdığı görülmektedir. Tesislerin hemen hemen tamamında bölgenin en yüksek sezon aralığı olan Temmuz – Ağustos aylarında konaklama ücretlerinde belirgin artışlar yaşandığı görülürken yüksek sezonda konaklama bedellerin 1.800 €/gece mertebelerine kadar çıktığı görülmektedir.

Mevcut Durum Analizi

MEVCUT DURUM ANALİZİ

Genel Bilgiler ve Faaliyet Yapısı

Masanda Turizm 2012 yılında turizm sektöründe faaliyet göstermek üzere Ankara'da kurulmuş ve güncel durum itibarıyla %100 oranında hissedarı Akfen Altyapı Holding'tir. Firmanın faaliyet konusu turizm tesisi işletmeciliği, kiralaması ve çeşitli rezervasyon hizmetlerine ilişkindir.

Masanda Turizm bünyesinde Muğla'nın Bodrum ilçesinde, Göl Köy mevkiinde 57.000 m²'lik tesis alanının 17.000 m²'lik alanında "Bodrum Loft" markası ile 36 adet devremülk villa bulunmaktadır. Nisan 2012'de alınan Turizm Belgesi'nde belge sahibinin Masanda Turizm, işletmecinin Akfen Turizm Yatırımları ve mülk sahibinin Kültür ve Turizm Bakanlığı olduğu belirtilmektedir.

Bodrum havalimanına 48 km ve Bodrum ilçe merkezine 18 km uzaklıkta bulunan tesisin konaklama bölümü toplamda 36 villa ünitesine sahip olup, ünitelerin daire tipine göre dağılımı 20 adet 2+1, 12 adet 3+1 ve 4 adet 4+1 villa şeklindedir. Lüks segment yazlık konaklama tesisi olan Bodrum Loft, aynı zamanda yüzme havuzu ve bahçeler, ortak kullanım alanları, restoran, bar, spor salonu, spa, özel plaj gibi beş yıldızlı bir otelden beklenen olanakları ve hizmetleri sunmaktadır.

Bodrum Loft'un yer aldığı arazi için Masanda Turizm Ekim 2012 tarihinden başlayarak 49 yıllığına üst kullanım hakkı almış olup, bu arazi üzerindeki yatırım süresinin uzaması nedeni ile Kültür ve Turizm Bakanlığı'ndan firmaya ilave 6 yıl 2 ay 19 günlük tahsis süresi verilerek üst kullanım hakkının bitiş tarihi 21 Aralık 2067 olarak revize edilmiştir.

Masanda Turizm ve Akfen Turizm arasında imzalanan işletme sözleşmesinde; Bodrum Loft'un tesis işletmeciliğinin Akfen Turizm tarafından yapılacağı, 2021 yılından itibaren önümüzdeki yıllarda tesis faaliyetlerinden elde edilecek gelir ile kira ve sigorta giderleri dahil tüm operasyonel maliyetlerin Akfen Turizm mali tablolarında takip edileceği, tesis duran varlıkları ve üst hakkını bünyesinde bulunduran Masanda Turizm'e Bodrum Loft faaliyet karından %95 oranında kira ödemesi yapılacağı belirtilmiştir.

31.12.2020 tarihi itibarıyla Masanda Turizm hisselerinde herhangi bir rehin bulunmamaktadır.

Mevcut Durum Analizi

Masanda Turizm'in finansal durum değerlendirme çalışmasında, Masanda Turizm'in 2018 ve 2019 yılları ile 2020 ilk 9 aylık döneme ait finansal verileri için Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (UFRS)'na göre düzenlendiği beyan edilen solo finansal tabloları kullanılmıştır.

Tablo 5: Masanda Turizm Solo UFRS Karşılaştırmalı Gelir Tablosu Göstergeleri

Masanda Turizm Gelir Tablosu (UFRS - Bin TL)	2018	2019	2020/9
Hasılat	-	-	-
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri	-	(664)	(8)
Genel Yönetim Giderleri	(585)	(745)	(384)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7	211	187
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(275)	(320)	-
Esas Faaliyet Karı/Zararı	**(854)**	**(1.518)**	**(205)**
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler			(224)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	**(854)**	**(1.518)**	**(430)**
Finansman Geliri	-	-	553
Finansman Gideri	(111)	(1.033)	(862)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**(965)**	**(2.551)**	**(739)**
Ertelenmiş Vergi Geliri	112	7.810	85
Net Dönem Karı/Zararı	**(853)**	**5.259**	**(654)**

Tablo 6. Masanda Turizm Solo UFRS Karşılaştırmalı Bilanço Göstergeleri

Masanda Turizm Bilanço (UFRS - Bin TL)	2018	2019	2020/9
Dönen Varlıklar	**46**	**11.081**	**1.155**
Nakit ve Nakit Benzerleri	32	157	58
Diğer Alacaklar	9	51	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	*9*	*51*	-
Peşin Ödenmiş Giderler	5	10.872	1.097
Duran Varlıklar	**76.767**	**88.284**	**172.512**
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	2.418
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27.671	69.874	-
Maddi Duran Varlıklar	-	-	141.596
Peşin Ödenmiş Giderler	43.682	-	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	903	8.713	8.798
Diğer Duran Varlıklar	4.511	9.697	19.700
Toplam Aktifler	**76.813**	**99.364**	**173.667**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**5.613**	**6.377**	**67.244**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	552	552
Ticari Borçlar	5.211	5.817	65.587
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*5.211*	*5.611*	*64.370*
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	*39*	*206*	*1.217*
Diğer Borçlar	402	8	1.106
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*402*	*8*	*1.106*
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**59.665**	**67.233**	**81.321**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	2.139	2.305
Diğer Borçlar	59.665	65.094	79.016
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*59.665*	*65.094*	*79.016*
Özsermaye	**11.535**	**25.755**	**25.101**
Ödenmiş Sermaye	12.880	24.504	24.504
Hisse Senedi İhraç Primleri	2.663	-	-
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	2	2	2
Geçmiş Yıl Karı/Zararı	(3.157)	(4.010)	1.249
Dönem Net Karı/Zararı	(853)	5.259	(654)
Toplam Pasifler	**76.813**	**99.365**	**173.667**

Bodrum Loft projesinden elde edeceği kira geliri dışında herhangi bir faaliyeti bulunmayan Firmanın yatırımının devam ettiği mevcut yıllarda cirosu oluşmamıştır. 2020 Mayıs ve Ekim aylarında hizmet vermiş olan Bodrum Loft için Akfen Turizm ve Masanda arasında Eylül ayı sonuna kadar kar paylaşımı gerçekleşmediğinden dolayı, ilgili kar payı tutarı 30.09.2020 tarihli mali tablolara yansımamıştır. 2020 yılına ait kar paylaşımına ilişkin olarak Masanda Turizm'in Akfen Turizm'e keseceği KDV hariç fatura tutarı 403.931 Euro seviyesinde olup; söz konusu tutarın Bodrum Loft operasyonel karının %85'i Masanda Turizm, %15'i Akfen Turizm'de kalacak şekilde hesaplandığı belirtilmiştir. Bu tutarın 2020 yılının son çeyreğine ilişkin Masanda Turizm mali tablolarına yansıyacağı, ilgili alacak tahsilatının ise 2021 yılında gerçekleşeceği bilgisi paylaşılmıştır. Değerlemeye konu nakit akış çalışmasında söz konusu işleme yönelik olarak nakit girişi etkisi 2021 yılı içerisinde dikkate alınmıştır.

İlgili yıllarda faaliyete ilişkin katlanılan başlıca maliyetler bağış ve yardım, temsil ve ağırlama, mali müşavirlik hizmeti gibi kalemlerden oluşan genel yönetim giderleri olup, finansman giderleri ağırlıklı olarak grup içi borçlara ilişkin olarak işletilen adat faizlerinden oluşmaktadır.

Firmanın diğer duran varlıkları içerisinde izlenen bakiyeler devreden KDV tutarlarından oluşmaktadır. 2018 ve 2019 yıllarında "yatırım amaçlı gayrimenkuller", 2020/9 aylık dönem sonunda "maddi duran varlıklar" hesaplarında "Bodrum Loft" tesis yatırımına ilişkin tutarlar izlenmektedir.

30.09.2020 itibarıyla bilançoda görülen toplam maddi duran varlık yatırımı 141,6 milyon TL olup, yatırımlar içerisinde %60 malzeme & işçilik gideri, %19 demirbaşlar, %4 teknik müşavirlik, %3 marka tescil ve geri kalan %14 diğer harcamalar olarak hesaplanmaktadır. Ayrıca, aynı dönem itibarıyla bilançoda görülen yaklaşık 1,1 milyon TL'lik peşin ödenmiş gider bakiyesi yatırıma ilişkin verilen avanslardan oluşmaktadır. 2020 yılı Eylül ayından sonra tesis bünyesine 9,5 milyon TL değerinde 1 adet katamaran ve 345 bin TL değerinde 1 adet yat teknesi alındığı bilgisi firma yetkilileri tarafından paylaşılmıştır.

Analize konu olan dönemlerde, diğer borçlar içerisinde izlenen tutarlar, IBS Sigorta & Reasürans Brokerlığı'na ait bakiyelerden oluşmaktadır. Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar hesaplarında izlenen kiralama bedelleri, TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen ve Firma'nın kullanım hakkı süresince toplam ödeyeceği sabit nitelikli arsa kira bedellerinin belli bir iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgenmiş tutarlarından oluşmaktadır. Sabit nitelikli arsa kira bedellerine ilave olarak bir de tesis karı üzerinden %1 oranında kira bedeli ödenecektir. 2021 yılından itibaren hem sabit hem de değişken kira ödemelerinin Bodrum Loft'un operasyonel giderleri altında takip edileceği bilgisi alınmıştır.

Yıllar itibarıyla "İlişkili Taraflara Ticari Borçlar" ve "İlişkili Taraflara Diğer Borçlar" hesaplarında izlenen bakiyeler Akfen Altyapı Holding, Akfen İnşaat, Selim Akın ve Hamdi Akın'a ait olup bu tutarlar Bodrum Loft tesis yatırımının finansmanı için kullanılmıştır.

İlgili borç bakiyelerinin tamamının 22 Aralık 2020 tarihinde TTSG'de yayınlanan sermaye artışıyla birlikte (30,4 milyon TL ortak borçlarından; 137,6 milyon TL nakden karşılanarak) kapatıldığı bilinmektedir.

Gizlidir

Geleceğe Yönelik Beklentiler ve Değerleme

GELECEĞE YÖNELİK BEKLENTİLER VE DEĞERLEME

Değerleme Yöntemleri

Bir şirketin değerlemesinde kullanılabilecek çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bunlar, şirketin salt gelecekteki faaliyet performansını (nakit yaratımı, temettü verimi vb.) dikkate alan yöntemler olabildiği gibi, şirketin mevcut ve gelecekteki büyüklüğünün ve performansının, benzer şirketlerle karşılaştırılmasını ve seçilmiş piyasa göstergelerini esas alan fiyat çarpanlarıyla değerlendirilmesini, bilanço kalemlerinin güncel piyasa değerlerini dikkate alan uygulamaları da içerebilmektedir.

Masanda Turizm'in değer tespitine yönelik bu çalışmada Firma için İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yaklaşımları esas alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA):

İNA yönteminde Firmaların gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetten elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet kârı + amortisman) ile vergi ödemelerinin, gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır.

Projeksiyon yılları itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Bunun sonucunda hesaplanan değer, Girişim Değeri'dir (Enterprise Value). Bu değerden Özsermaye Değeri'ne ulaşmak için Girişim Değeri'nden toplam net finansal borç, ödenecek nitelikteki ortak/grup içi borçlar ve kıdem tazminatı yükümlülüğü gibi nakit çıkışı oluşturacak yükümlülükler düşürülürken; mevcutsa tahsil edilecek nitelikteki ortak/grup içi alacaklar, nakit sermaye artışı gibi varlıklar eklenmektedir.

İNA yönteminde; gelecekteki nakit akımlarının değerlemenin olduğu tarihe iskonto edilmesinde kullanılan katsayının hesaplanmasında Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM, WACC – Weighted Average Cost of Capital) yöntemi kullanılmıştır. İNA yönteminde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini belirlemek için kullanılan bileşenler Ek:1'de verilmiştir.

Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/ Toplama Yöntemi):

Firmanın net aktif değeri toplam aktiflerininin adil değerinden toplam yükümlülüklerinin çıkarılması ile bulunmuştur.

NET AKTİF DEĞER = Toplam Aktiflerin Adil Değeri – Toplam Borçlar

Yukarıdaki formülde görüldüğü gibi, Net Aktif Değer şirketin özkaynaklarına eşit olup bu değerin hesaplanması için bilançoda ilgili ve gerekli düzeltmeler yapılmalıdır. Bu düzeltmeler ve Net Aktif Değer arasındaki ilişki aşağıda sunulmuştur:

Defter Değeri (Toplam Aktifler - Toplam Yükümlülükler)	**Adil Değer Düzeltmeleri** **Ticari Alacak/Borç, Stok, Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Düzeltmeleri**	**Düzeltilmiş Net Aktif Değer**

Düzeltilmiş Net Aktif Değerin hesaplanmasında tüm maddi ve maddi olmayan duran varlıkların yeniden değerleme çalışmaları ile ticari borçlar, ticari alacaklar, stoklar, finansal borçlar ve diğer bilanço kalemlerine ilişkin gerçeğe uygun değer duzeltmeleri dıkkate alınmıştır. Şirket'ın NAD'ı (Dayanak Varlık/ Toplama Yontemi), Firma tarafından temin edilen UFRS'ye göre hazırlandığı beyan edilen bilançolara göre hesaplanmıştır.

Gizlidir

İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Değerleme

Projeksiyon Varsayımları

Genel Varsayımlar

Masanda Turizm, Bodrum Loft tesisinin bulunduğu arazinin üst hakkına sahip olup, aynı zamanda tesise ait taşınmazların mal sahibi konumundadır. Değerleme çalışması kapsamında 2021'den itibaren üst hakkı bitimine kadar dikkate alınan projeksiyon döneminde Grup firmalarından Akfen Turizm'in Bodrum Loft Tesisi'ni işleteceği, tesise ait gelir ve operasyonel giderlerin (üst hakkına konu yıllık kira ödemeleri dahil) Akfen Turizm mali tablolarında takip edileceği ve Akfen Turizm'in yıllar itibarıyla tesis karının %95'i kadar Masanda Turizm'e kira ödemesi yapacağı varsayılmıştır.[1] Bu doğrultuda, Masanda Turizm için hazırlanan nakit akım projeksiyonlarında Firmanın gelirleri yıllar itibarıyla Bodrum Loft tesisinden elde edilecek kira geliri olarak dikkate alınmıştır. Söz konusu kira geliri hesaplanırken Bodrum Loft tesisinden elde edilecek gelirler ve tesise ilişkin operasyonel giderler tahmin edilerek kira gelirine baz oluşturacak faaliyet karı (GOP) hesaplanmıştır. İlgili hesaplamalar yapılırken Firma tarafından paylaşılan iş planları, Epos Gayrimenkul tarafından hazırlanan 31.12.2020 tarihli güncel ekspertiz raporları ve TSKB beklentileri birlikte dikkate alınmıştır.

Herhangi bir farklı faaliyeti olmayacağı dikkate alınan Masanda Turizm için satılan mal/hizmet maliyeti öngörülmemiş olup, firmanın her yıl kendi cirosunun toplamda %5'i kadar genel yönetim ve satış pazarlama giderlerine katlanacağı tahmin edilmiştir.

Masanda Turizm'in faaliyet konusu gereği işletme sermayesi hesaplamalarında stok tutma süresi ve alacak tahsil süresi[2] öngörülmemiştir. Firma için öngörülen faaliyet giderlerine yönelik 1 aylık ticari borç ödeme süresiyle çalışılacağı varsayılmıştır. 30.09.2020 dönem sonu bilanço bakiyesi 19,7 milyon TL seviyesindeki devreden KDV tutarı 2020-2026 yılları arasında mahsup ettirilmiştir. Söz konusu işlemin nakdi giriş etkisi hazırlanan nakit akım projeksiyonlarında "işletme sermayesi ihtiyacı" kısmında takip edilmiştir.

Mal sahibi konumundaki Masanda Turizm'in Bodrum Loft tesisine yönelik yıllık bazda tesis cirosunun belli oranı kadar idame yatırım yapacağı öngörülmüştür. Tesisin yeni olduğu 2022-2025 döneminde tesis cirosunun %2'si, 2025-2030 yıllarında %3'ü 2031-2067 yılları arasında ise %4'ü kadar idame yatırım yapılacağı öngörülmüştür. Firmadan Aralık 2020'de toplam yaklaşık 10 milyon TL bedel ile 2 adet taşıt (katamaran ve tekne) alımına ait yatırım harcaması gerçekleştiği bilgisi alınmıştır. Söz konusu yatırım harcamasının özkaynaklarla finanse edilmiş olması ve güncel durumda bu fonların sermayeye eklenmiş olması sebebiyle değerleme çalışmasında söz konusu yatırıma ilişkin net nakit çıkışı etkisi öngörülmemiştir. Ayrıca, tesiste 2021 yılında yapılacak yatırımların

[1] Masanda Turizm ve Akfen Turizm arasındaki işletme sözleşmesi 20 yıl süreli olmakla beraber, bu çalışma kapsamında üst hakkı süresi bitimine (2067) kadar Bodrum Loft'un aynı koşullarda işletileceği varsayılmıştır.

[2] Yıl içinde 6 ay faaliyet göstereceği dikkate alınan tesisten Masanda Turizm'in elde edeceği kira gelirlerinin ilgili faaliyet yılı bitene kadar (aynı yıl içinde) tahsil edeceği varsayılarak alacak tahsil süresi öngörülmemiştir.

mevcut inşaat sözleşmesi kapsamında Akfen İnşaat tarafından karşılanacağı, Masanda Turizm açısından nakit çıkışı olmayacağı bilgisi alınmıştır. Bu doğrultuda 2021 yılı için idame yatırımına konu bir nakit çıkışı dikkate alınmamıştır.

Nakit akım projeksiyonlarında kurumlar vergisi 2020'de %22, 2021 yılı ve devamında %20 oranında varsayılmıştır. Ayrıca, Bodrum Loft yatırımına ilişkin hali hazırda Masanda Turizm'in 49,9 milyon TL yatırım tutarı üzerinden yatırıma katkı oranı %15 olacak şekilde %50 oranında kurumlar vergisi indirimini kapsayan yatırım teşvik belgesi bulunmakta olup, Firma tarafından bu belgenin kapatılması için başvuru yapıldığı ve yatırım tutarının 140 milyon TL, yatırıma katkı tutarının %15 oran ile 21 milyon TL seviyesine çıkacak şekilde teşvik belgesinin revizyonunun beklendiği bilgisi paylaşılmıştır. Nakit akım projeksiyonlarındaki vergi hesaplamalarında 21 milyon TL yatırıma katkı tutarı üzerinden hesaplanan %50 oranında kurumlar vergisi indirimi dikkate alınmıştır[3].

Tesis yatırımına yönelik maddi duran varlık amortisman süreleri binalar için 40 yıl, demirbaşlar için 10 yıl, taşıtlar için 3 yıl olarak dikkate alınmıştır.

Firmadan tarafından Bodrum Loft tesisinde villa kiralama fiyatlarının Euro cinsinden belirleneceği, dolayısıyla tesis gelirlerinin fonksiyonel para biriminin Euro olacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda değerleme çalışmasına konu nakit akım projeksiyonları Euro cinsinden hazırlanmıştır. Euro cinsinden serbest nakit akımlara göre hesaplanan girişim ve özsermaye değeri 31.12.2020 tarihli TCMB Euro/TL döviz alış kuru (9,0079) ile Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Ayrıca, çalışma kapsamında yapılan öngörülerinde kullanılan TSKB Danışmanlık Hizmetleri TL bazında TEFE ve TÜFE artış beklentileri ve Avrupa Merkez Bankası Euro cinsinden uzun vadeli enflasyon beklentileri ise aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Tablo 7: Yıllık Ortalama TÜFE ve ÜFE Tahminleri

Göstergeler	2020 Son 3 Ay	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
TÜFE (yıllık, ortalama %)	12,2%	12,2%	13,8%	10,8%	10,1%	9,7%	10,1%	9,9%	9,9%
ÜFE (yıllık, ortalama %)	12,8%	16,4%	11,8%	11,1%	10,8%	11,3%	11,0%	11,2%	11,3%

Göstergeler	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
TÜFE (yıllık, ortalama %)	10,0%	10,1%	10,2%	9,2%	8,6%	8,0%	7,4%	6,8%	6,7%
ÜFE (yıllık, ortalama %)	11,5%	11,7%	10,2%	9,4%	8,6%	7,8%	7,0%	7,2%	7,2%

Göstergeler	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045-2067
TÜFE (yıllık, ortalama %)	6,70%	6,40%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
ÜFE (yıllık, ortalama %)	6,80%	6,60%	6,50%	6,60%	6,60%	6,50%	6,60%	6,60%

Kaynak: TSKB Danışmanlık Hizmetleri

[3] Söz konusu yatırım teşvik belgesinin 140 milyon TL yatırım tutarı ve 21 milyon TL yatırıma katkı oranı tutarları üzerinden alınamadığı, 49,9 milyon TL yatırım tutarı üzerinden alınan belge ile ilerlendiği ihtimali dahilinde oluşacak nakit akımları ve bu doğrultuda hesaplanan alternatif İNA değerleme sonucuna Ek:2'de yer verilmiştir.

Tablo 8: Euro Cinsinden Ortalama Enflasyon Beklentisi (HICP)

Göstergeler	2021	2022	2023	2024	2025+
HICP* (yıllık, ortalama %)	0,9%	1,3%	1,1%	1,3%	1,7%

Harmonised Index of Consumer Prices

Kaynak: ECB (European Central Bank)

Bodrum Loft Operasyonel Varsayımlar

Tesis Gelirleri

20 adet 2+1, 12 adet 3+1 ve 4 adet 4+1 olmak üzere toplam 36 adet kiralanabilir villadan oluşan Bodrum Loft projesinin ilk faaliyet yılı 2020 olup, ilgili yılda Haziran-Ekim ayları arasında hizmet vermiştir. 2021 yılından itibaren önümüzdeki yıllarda tesisin Mayıs-Ekim aylarını kapsayan yaz sezonunda 6 ay süreyle hizmet vermesi planlanmaktadır. Tesisin esas gelir kaynağı villa kiralamalarından elde edilecek konaklama geliri olup, bünyesindeki restoran, havuz, spa vb. hizmetlerden de yiyecek içecek geliri ile diğer hizmet geliri elde edileceği öngörülmektedir.

Konaklama gelirleri öngörülerinde her bir villa tipine yönelik aylık birim kira fiyatı ile doluluk oranı tahminleri yapılmıştır. Ayrıca, toplam kiralanabilir kapasite uzun ve kısa süreli kiralama opsiyonları doğrultusunda değerlendirilmiştir.

Villa tipi bazında uzun ve kısa süreli opsiyonlara ayrılan kapasiteler aşağıda yer almaktadır:

Tablo 9: Villa Tipi Bazında Kapasiteler

Konaklama Tipi	2+1	3+1	4+1
Uzun Süreli Kiralama	15	9	3
Kısa Süreli Kiralama	5	3	1
Toplam	**20**	**12**	**4**

Devremülk modeline benzer bu tip konaklamalarda otel konaklamalarına kıyasla daha uzun süreli kiralamaların tercih edilmesi sebebiyle kapasitenin ağırlıklı kısmının uzun süreli kiralamalara ayrılacağı öngörülmüştür.

Tesisteki toplam villa kapasitesinin çok yüksek olmaması, uzun dönem kiralamalarda sezon öncesi rezervasyonların tamamlanma potansiyelinin daha yüksek olması ve tesisin 2021 sezonuna ait şimdiden yaptığı satışlar birlikte değerlendirilerek uzun süreli kiralamaların doluluk oranları 2021'de %90'dan başlayarak 3 yıl içerisinde %100'e yakın seviyelerde öngörülmüştür. Kısa vadeli kiralamalarda ise talebin ağırlıklı olarak yüksek sezon olarak nitelendirilebilecek Temmuz-Ağustos aylarında yoğun olacağı, kalan aylarda nispeten daha düşük seviyelerde kiralama gerçekleşeceği varsayılarak doluluk oranları uzun süreli kiralamaların bir miktar altında öngörülmüştür.

Birim kiralama fiyatları öngörülürken sektör ortalamalarıyla birlikte firma iş planı ve firmanın 2021 yılına ilişkin gerçekleştirdiği ön satışların fiyatları beraber değerlendirilmiştir. Buna göre, uzun süreli kiralamalarda aylık ortalama birim kiralama bedelleri 2+1 villa için 10.800 €, 3+1 villa için 14.000 €, 4+1 villa için 18.000 €

seviyesinde varsayılmıştır. Kısa süreli kiramaların ise ağırlıkla Temmuz-Ağustos gibi yüksek sezon dönemlerinde gerçekleşecek olması sebebiyle projeksiyon yıllarında aylık ortalama birim kiralama bedelleri uzun süreli kiralamalara kıyasla daha yüksek seviyelerde öngörülmüştür.

Tesisin henüz 2020'de ve pandemi döneminde açılmış olması sebebiyle sektördeki toparlanmanın eş zamanlı yaşanacağı önümüzdeki birkaç yıllık dönemde yabancı misafir payını da artırarak pazar penetrasyonuna ulaşana kadar hem uzun hem de kısa süreli kiralama fiyatlarında bir miktar reel artış yapabileceği öngörülmektedir.

Bu varsayımlar doğrultusunda uzun ve kısa süreli kiralamalara yönelik villa tipleri bazında oluşturulan doluluk oranı, ortalama kiralama fiyatları ve konaklama geliri öngörüleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Tablo 10: Projeksiyon Yılları 2+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Uzun Dönem Kiralama (2+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	15	15	15	15	15	15
Doluluk Oranı	93%	95%	98%	98%	98%	98%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	14	14	15	15	15	15
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	10.800	11.340	11.794	12.147	12.354	12.564
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	-	5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**904**	**970**	**1.040**	**1.071**	**1.090**	**1.108**

Uzun Dönem Kiralama (2+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	15	15	15	15	15
Doluluk Oranı	98%	98%	98%	98%	98%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	15	15	15	15	15
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	12.778	15.124	17.901	21.187	25.078
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**1.127**	**1.334**	**1.579**	**1.869**	**2.212**

Tablo 11: Projeksiyon Yılları 3+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Uzun Dönem Kiralama (3+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	9	9	9	9	9	9
Doluluk Oranı	93%	95%	98%	98%	98%	98%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	8	9	9	9	9	9
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	14.000	14.700	15.288	15.747	16.014	16.287
Yıllık Kira Artış Oranı (€)		5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**703**	**754**	**809**	**833**	**847**	**862**

Uzun Dönem Kiralama (3+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	9	9	9	9	9
Doluluk Oranı	98%	98%	98%	98%	98%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	9	9	9	9	9
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	16.563	19.605	23.204	27.465	32.508
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**877**	**1.037**	**1.228**	**1.453**	**1.720**

Gizlidir

Tablo 12: Projeksiyon Yılları 4+1 Uzun Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Uzun Dönem Kiralama (4+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	3	3	3	3	3	3
Doluluk Oranı	70%	75%	80%	80%	80%	80%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	2	2	2	2	2	2
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	18.000	18.900	19.656	20.246	20.590	20.940
Yıllık Kira Artış Oranı (€)		5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**227**	**255**	**283**	**292**	**296**	**302**

Uzun Dönem Kiralama (4+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	3	3	3	3	3
Doluluk Oranı	80%	80%	80%	80%	80%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	2	2	2	2	2
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	21.296	25.206	29.834	35.312	41.796
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**307**	**363**	**430**	**508**	**602**

Tablo 13: Projeksiyon Yılları 2+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Kısa Dönem Kiralama (2+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	5	5	5	5	5	5
Doluluk Oranı	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	3	3	3	3	3	3
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	15.660	16.443	17.101	17.614	17.913	18.218
Yıllık Kira Artış Oranı (€)		5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**305**	**321**	**333**	**343**	**349**	**355**

Kısa Dönem Kiralama (2+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	5	5	5	5	5
Doluluk Oranı	65%	65%	65%	65%	65%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	3	3	3	3	3
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	18.527	21.929	25.956	30.722	36.362
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**361**	**428**	**506**	**599**	**709**

Tablo 14: Projeksiyon Yılları 3+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Kısa Dönem Kiralama (3+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	3	3	3	3	3	3
Doluluk Oranı	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	2	2	2	2	2	2
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	22.400	23.520	24.461	25.195	25.623	26.059
Yıllık Kira Artış Oranı (€)		5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**262**	**275**	**286**	**295**	**300**	**305**

Kısa Dönem Kiralama (3+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	3	3	3	3	3
Doluluk Oranı	65%	65%	65%	65%	65%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	2	2	2	2	2
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	26.502	31.368	37.127	43.944	52.013
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**310**	**367**	**434**	**514**	**609**

Tablo 15: Projeksiyon Yılları 4+1 Kısa Dönem Ortalama Gelir Varsayımları

Kısa Dönem Kiralama (4+1)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aylık Satılabilir Villa Adedi	1	1	1	1	1	1
Doluluk Oranı	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	1	1	1	1	1	1
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	31.500	33.075	34.398	35.430	36.032	36.645
Yıllık Kira Artış Oranı (€)		5%	4%	3%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**95**	**50**	**52**	**53**	**54**	**55**

Kısa Dönem Kiralama (4+1)	2027	2037	2047	2057	2067
Aylık Satılabilir Villa Adedi	1	1	1	1	1
Doluluk Oranı	50%	50%	50%	50%	50%
Aylık Ortalama Satılan Villa Adedi	1	1	1	1	1
Aylık Ortalama Birim Kira Fiyatı (€)	37.268	44.111	52.210	61.796	73.143
Yıllık Kira Artış Oranı (€)	2%	2%	2%	2%	2%
Yıllık Kiralama Geliri (Bin €)	**56**	**66**	**78**	**93**	**110**

Tablo 16: Uzun ve Kısa Dönem Toplam Kiralama Gelirleri (2+1, 3+1 ve 4+1)

Kiralama Gelirleri (Bin EUR)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Uzun Dönem Gelirler	1.834	1.979	2.132	2.196	2.234	2.272	2.310	2.349	2.389	2.430	2.471	2.513	2.556	2.600	2.644	2.689
Kısa Dönem Gelirler	662	645	671	691	703	715	727	740	752	765	778	791	805	818	832	846
Toplam Kiralama Gelirleri	**2.496**	**2.624**	**2.804**	**2.888**	**2.937**	**2.987**	**3.037**	**3.089**	**3.142**	**3.195**	**3.249**	**3.305**	**3.361**	**3.418**	**3.476**	**3.535**

Kiralama Gelirleri (Bin EUR)	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050
Uzun Dönem Gelirler	2.734	2.781	2.828	2.876	2.925	2.975	3.025	3.077	3.129	3.182	3.236	3.291	3.347	3.404
Kısa Dönem Gelirler	861	875	890	905	921	936	952	969	985	1.002	1.019	1.036	1.054	1.072
Toplam Kiralama Gelirleri	**3.595**	**3.656**	**3.718**	**3.782**	**3.846**	**3.911**	**3.978**	**4.045**	**4.114**	**4.184**	**4.255**	**4.328**	**4.401**	**4.476**

Kiralama Gelirleri (Bin EUR)	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059
Uzun Dönem Gelirler	3.462	3.521	3.581	3.642	3.704	3.767	3.831	3.896	3.962
Kısa Dönem Gelirler	1.090	1.108	1.127	1.146	1.166	1.186	1.206	1.226	1.247
Toplam Kiralama Gelirleri	**4.552**	**4.629**	**4.708**	**4.788**	**4.870**	**4.952**	**5.037**	**5.122**	**5.209**

Kiralama Gelirleri (Bin EUR)	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Uzun Dönem Gelirler	4.029	4.098	4.168	4.238	4.310	4.384	4.458	4.534
Kısa Dönem Gelirler	1.268	1.290	1.312	1.334	1.357	1.380	1.403	1.427
Toplam Kiralama Gelirleri	**5.298**	**5.388**	**5.479**	**5.573**	**5.667**	**5.764**	**5.862**	**5.961**

Gizlidir

Projeksiyon yıllarında tesis bünyesindeki Elia restoran ve plaj gelirleri dahil olmak üzere yiyecek-içecek gelirleri konaklama gelirlerinin ortalama %35'i oranında; house keeping, buggy ve spa gibi diğer gelirler ise konaklama gelirlerinin %2'si oranında öngörülmüştür.

Bu varsayımlar doğrultusunda Bodrum Loft'un projeksiyon yıllarında elde edeceği öngörülen gelirler aşağıdaki grafikte özetlenmektedir:

Tablo 17: Projeksiyon Yılları Toplam Gelir Dağılımı (Bin EUR)

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kiralama Geliri	2.496	2.624	2.804	2.888	2.937	2.987	3.037
Yiyecek/İçecek Gelirleri	824	892	981	1.011	1.028	1.045	1.063
Diğer Gelirler	50	52	56	58	59	60	61
Toplam Gelirler	**3.369**	**3.569**	**3.841**	**3.956**	**4.023**	**4.092**	**4.161**

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Kiralama Geliri	3.089	3.142	3.195	3.249	3.305	3.361	3.418	3.476
Yiyecek/İçecek Gelirleri	1.081	1.100	1.118	1.137	1.157	1.176	1.196	1.217
Diğer Gelirler	62	63	64	65	66	67	68	70
Toplam Gelirler	**4.232**	**4.304**	**4.377**	**4.452**	**4.527**	**4.604**	**4.682**	**4.762**

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
Kiralama Geliri	3.535	3.595	3.656	3.718	3.782	3.846	3.911	3.978
Yiyecek/İçecek Gelirleri	1.237	1.258	1.280	1.301	1.324	1.346	1.369	1.392
Diğer Gelirler	71	72	73	74	76	77	78	80
Toplam Gelirler	**4.843**	**4.925**	**5.009**	**5.094**	**5.181**	**5.269**	**5.358**	**5.450**

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051
Kiralama Geliri	4.045	4.114	4.184	4.255	4.328	4.401	4.476	4.552
Yiyecek/İçecek Gelirleri	1.416	1.440	1.464	1.489	1.515	1.540	1.567	1.593
Diğer Gelirler	81	82	84	85	87	88	90	91
Toplam Gelirler	**5.542**	**5.636**	**5.732**	**5.830**	**5.929**	**6.030**	**6.132**	**6.236**

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059
Kiralama Geliri	4.629	4.708	4.788	4.870	4.952	5.037	5.122	5.209
Yiyecek/İçecek Gelirleri	1.620	1.648	1.676	1.704	1.733	1.763	1.793	1.823
Diğer Gelirler	93	94	96	97	99	101	102	104
Toplam Gelirler	**6.342**	**6.450**	**6.560**	**6.671**	**6.785**	**6.900**	**7.017**	**7.137**

Bodrum Loft Toplam Gelirler	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Kiralama Geliri	5.298	5.388	5.479	5.573	5.667	5.764	5.862	5.961
Yiyecek/İçecek Gelirleri	1.854	1.886	1.918	1.950	1.984	2.017	2.052	2.086
Diğer Gelirler	106	108	110	111	113	115	117	119
Toplam Gelirler	**7.258**	**7.381**	**7.507**	**7.635**	**7.764**	**7.896**	**8.031**	**8.167**

Tesis Giderleri

Bodrum Loft'un operasyonel maliyetleri firmanın iş planları da dikkate alınarak yıllar itibarıyla ciroya endeksli olarak değişken maliyetler ve enflasyon oranında artan sabit maliyetler bazında öngörülmüştür.

Yıllar itibarıyla tesisin başlıca maliyet kalemleri olan personel, enerji, yiyecek-içecek, bakım-onarım, satış-pazarlama ve diğer çeşitli departman giderlerinin toplam gelirlerdeki oranı ilk yıllarda %47-48 seviyelerinde, tesisin ciro ve karlılık anlamında belli bir doygunluğa ulaşacağı öngörülen önümüzdeki 5 yıllık dönemden sonra ise orta ve uzun vadede %40-42 seviyelerinde öngörülmüştür.

Tesisin enflasyon oranında artan başlıca giderleri üst hakkı kira ödemeleri, iskele kirası ve teknik alan kirasına yönelik ödemelerden oluşmaktadır.

Bodrum Loft yatırımının bulunduğu Maliye Hazine'sine ait arazi için ilk olarak 1 Ekim 2012 tarihinde 49 yıl süre ile 2061 yılına kadar irtifak hakkı alınmıştır. 2019 yılında kamu taşınmazları üzerindeki turizm yatırımlarının sürelerinin uzatılması ile satışına ilişkin yönetmelik hükümleri doğrultusunda Kültür ve Turizm Bakanlığı'nca yapılan 6 yıl 2 ay 19 günlük süre uzatımı sonrası ilgili üst hakkı Aralık 2067'ye kadar uzatılmıştır. Bu doğrultuda Masanda Turizm'in serbest nakit akım projeksiyonu Bodrum Loft arazisinin irtifak hakkı süresi dikkate alınarak önümüzdeki 47 yılı kapsayacak şekilde 2020-2067 yıllarına yönelik oluşturulmuştur.

Üst hakkına ilişkin yapılacak kira ödemeleri sabit ve değişken (ciro payı) olmak olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Sabit kısım, ilk kiralama yılı için belirlenen 80.722,5 TL'nin yıllık bazda ÜFE oranı kadar artırılmasıyla, değişken kısım ise tesisin faaliyete geçtiği yıldan itibaren elde edeceği cironun %1'i kadar olacak şekilde hesaplanmaktadır. Projeksiyon yıllarında üst hakkı için ödenecek kira giderleri bu iki kalem dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

Ayrıca, tesisin bulunduğu arazinin üst hakkı kullanımına ilişkin 2019 yılında yapılan süre uzatımına dair oluşan maliyetin 2020 yılında ödenmesi planlanan 181 bin TL'lik kısmın da 2021 yılında ödeneceği belirtilmiş olup; 2021 yılında ödenecek olan yaklaşık 205 bin TL'lik tutar ile birlikte 2020 yılından kalan ilgili tutarın ÜFE oranında artırılmış kısmı 2021 yılı operasyonel giderlerinde nakit çıkışı olarak dikkate alınmıştır.

Projeksiyon dönemleri için öngörülen operasyonel giderlerin toplam gelirlere oranları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Tablo 18: Projeksiyon Yılları İtibarıyla Operasyonel Giderlerin Ciroya Oranları (%)

Operasyonel Giderler / Toplam Gelir	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027-2067
Personel Giderleri	19%	18%	17%	16%	16%	16%	16%
Enerji Giderleri	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
F&B Giderleri	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%
Department Giderleri	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Sigorta İBS	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kira Gideri (Ciro'nun %1'i)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Diğer Giderler	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Satış & Pazarlama ve Reklam Giderleri	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Arazi Kira Gideri	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
İskele Kira Gideri	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
IT, Sigorta&Vergi,Bakım&Onarım Giderleri	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Teknik alan, Enerji Nakil Hattı, İlave Yararlanma Bedeli *	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Toplam	**53%**	**51%**	**48%**	**46%**	**46%**	**46%**	**45%**

Tablo 19: Projeksiyon Yılları Giderlerin Toplam Maliyetlerdeki Payı (%)

Operasyonel Giderler / Toplam Giderler	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027-2067
Personel Giderleri	36%	35%	35%	35%	34%	34%	34%
Enerji Giderleri	18%	20%	19%	18%	19%	19%	19%
F&B Giderleri	18%	20%	20%	19%	20%	20%	20%
Department Giderleri	13%	14%	14%	15%	15%	15%	15%
Sigorta İBS	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Kira Gideri (Ciro'nun %1'i)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Diğer Giderler	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Satış & Pazarlama ve Reklam Giderleri	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Arazi Kira Gideri	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
İskele Kira Gideri	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
IT, Sigorta&Vergi,Bakım&Onarım Giderleri	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Teknik alan, Enerji Nakil Hattı, İlave Yararlanma Bedeli *	2%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Toplam	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

**İlgili giderlerin toplam gelir ve maliyetlerdeki payı çok düşük seviyede olduğundan tabloda belirtilmemiştir.*

Bodrum Loft tesisinin giderleri içerisinde en yüksek payı sabit nitelikli personel giderleri ile ağırlıklı olarak ciroya bağlı değişen yiyecek/içecek, enerji ve departman giderleri oluşturmaktadır.

İlk yıllarda toplam giderler içerisinde %36 pay alan personel giderlerinin sonraki yıllarda enflasyon oranında artarken; değişken nitelikli giderlerin ciroya bağlı olarak daha çok yükselmesi neticesinde personel giderlerinin payının bir miktar gerileyeceği tahmin edilmiştir. Enerji, F&B ve departman giderleri açısından firma yetkilileri tarafından paylaşılan iş planları ve Epos Gayrimenkul tarafından gelir yaklaşımı modeli ile hazırlanan değerleme çalışmasındaki öngörüler tarafımızca da makul bulunarak; yıllar itibarıyla enerji ve F&B giderleri toplam gelirlerin %9'u, departman giderleri ise %7'si oranında varsayılmıştır. Masanda Turizm, yıllar itibarıyla tesisten elde ettiği gelirin %1'lik kısmını Milli Emlak'a ciro payı kira ödemesi olarak ödeyecektir.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda Bodrum Loft'un 2021-2067 yılları arasında özet gelir ve karlılık sonuçları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Grafik 7: Projeksiyon Yılları Bodrum Loft Ciro ve GOP Gelişimi (Bin EUR)

Konumlandığı lüks segment konaklama üniteleri segmentindeki benzer tesislerin faaliyet yapılarına benzer olarak Bodrum Loft'un faaliyet karlılığı bakımında sektör ortalamalarından pozitif ayrışacağı ve faaliyetlerinden önemli düzeyde fon yaratacağı öngörülmektedir. Pazar penetrasyonun ve fiyat yapısının oturacağı ilk yıllarda %47-50 bandında GOP marjıyla faaliyet göstereceği tahmin edilen tesisin orta vadede ortalama %55 seviyesinde GOP marjıyla faaliyetlerini kesintisiz sürdüreceği tahmin edilmiştir.

Masanda Turizm Ciro ve Karlılık Varsayımları

Firma tarafından Bodrum Loft'un mülk sahibi konumundaki Masanda Turizm ve tesisin işletmeci firması Akfen Turizm arasında kira sözleşmesi yapıldığı belirtilmiştir. Bu sözleşmeye göre Masanda Turizm'in Bodrum Loft 2020 yılı faaliyet karından %85; 2021 ve devamındaki projeksiyon yıllarında ise %95 oranında kira geliri alacağı; kalan tutarın işletmeci firma Akfen Turizm'de kalacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda Masanda Turizm'in elde edeceği kira gelirleri, Bodrum Loft'un elde edeceği öngörülen faaliyet karının %95'i oranında dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Yıllar itibarıyla Masanda Turizm'in kendi bünyesinde belli tutarlarda genel yönetim ve pazarlama giderlerine katlanacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda, Akfen GYO'dan alınan güncel operasyonel gider bilgisi de dikkate alınarak projeksiyon döneminde Masanda Turizm'in yıllık yaklaşık 15 bin Euro seviyesinde genel yönetim ve pazarlama giderine katlanacağı varsayılmıştır.

Ayrıca, Bodrum Loft'un 2020 yılına ait kar paylaşımının 2020/9 aylık mali tablolara yansımadığı; fakat hesaplanan tutarın 2021 yılında Masanda Turizm'e nakit girişi sağlayacağı belirtilmiştir. Tarafımızla

paylaşılan 2020 yılı için Masanda Turizm'in Akfen Turizm'e fatura kestiği yaklaşık 404 bin Euro seviyesindeki kira bedelinin tahsilatı, projeksiyon çalışmasında 2021 yılında işletme sermayesinden yaratılacak nakit içerisinde, alacak değişimi kısmında dikkate alınmıştır.

Bodrum Loft tesisine yönelik varsayımlarla birlikte Masanda Turizm için yapılan yukarıdaki varsayımlar neticesinde firmanın özet gelir ve FAVÖK sonuçları aşağıdaki gibidir:

Grafik 8: Projeksiyon Yılları Masanda Turizm Gelir ve FAVÖK Gelişimi (Bin EUR)

Gizlidir

Tablo 20: Projeksiyon Yılları Bodrum Loft Karlılık Varsayımları (Bin EUR)

Bodrum Loft Karlılık Varsayımları	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Bodrum Loft GOP	1.568	1.746	1.981	2.123	2.181	2.219	2.258	2.297	2.339	2.383	2.429	2.476	2.523
Bodrum Loft GOP %	47%	49%	52%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	55%	55%	55%

Bodrum Loft Karlılık Varsayımları	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Bodrum Loft GOP	2.572	2.621	2.669	2.717	2.766	2.816	2.866	2.916	2.966	3.018	3.069
Bodrum Loft GOP %	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%

Bodrum Loft Karlılık Varsayımları	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Bodrum Loft GOP	3.122	3.175	3.229	3.285	3.341	3.398	3.456	3.515	3.575	3.636	3.699
Bodrum Loft GOP %	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%

Bodrum Loft Karlılık Varsayımları	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Bodrum Loft GOP	3.762	3.826	3.892	3.958	4.026	4.095	4.165	4.236	4.308	4.382	4.457	4.509
Bodrum Loft GOP %	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	56%

Tablo 21: Projeksiyon Yılları Karlılık Varsayımları (Bin EUR)

Masanda Turizm Karlılık Varsayımları	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Masanda Turizm Kar Payı (Masanda Ciro)	1.500	1.659	1.882	2.016	2.072	2.108	2.145	2.182	2.222	2.264	2.307	2.352
Masanda Turizm FAVÖK	1.485	1.644	1.866	2.001	2.056	2.093	2.129	2.167	2.207	2.248	2.293	2.338
FAVÖK %	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

Masanda Turizm Karlılık Varsayımları	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Masanda Turizm Kar Payı (Masanda Ciro)	2.397	2.443	2.490	2.535	2.581	2.628	2.675	2.722	2.770	2.818	2.867	2.916
Masanda Turizm FAVÖK	2.384	2.430	2.477	2.523	2.569	2.616	2.663	2.711	2.758	2.806	2.855	2.904
FAVÖK %	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%

Masanda Turizm Karlılık Varsayımları	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Masanda Turizm Kar Payı (Masanda Ciro)	2.966	3.016	3.068	3.120	3.174	3.228	3.283	3.339	3.396	3.455	3.514	3.574
Masanda Turizm FAVÖK	2.954	3.004	3.056	3.108	3.161	3.215	3.270	3.326	3.383	3.441	3.500	3.560
FAVÖK %	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Masanda Turizm Karlılık Varsayımları	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Masanda Turizm Kar Payı (Masanda Ciro)	3.635	3.697	3.760	3.825	3.890	3.956	4.024	4.093	4.163	4.234	4.283
Masanda Turizm FAVÖK	3.621	3.683	3.746	3.810	3.875	3.942	4.009	4.078	4.148	4.219	4.267
FAVÖK %	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Gizlidir

İNA Yöntemine Göre Değerleme Sonuçları

Masanda Turizm için yapılan tüm varsayımlar doğrultusunda Firma Serbest nakit akımı projeksiyonları 2021-2067 yılları arasında öngörülen gelir ve maliyetler sonucunda hesaplanmış ve 31.12.2020 tarihine indirgenmiştir. Geleceğe yönelik beklentiler kapsamında belirtilen varsayımlar dikkate alınarak hesaplanan serbest nakit akımlarının özeti aşağıda verilmiştir:

Tablo 22: Masanda Turizm Projeksiyon Yılları Serbest Nakit Akım Tablosu

Masanda Turizm (Bin EUR)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kira Geliri	**1.500**	**1.659**	**1.882**	**2.016**	**2.072**	**2.108**	**2.145**	**2.182**	**2.222**	**2.264**	**2.307**	**2.352**
Maliyetler (amortisman dahil)	(816)	(762)	(444)	(421)	(399)	(373)	(350)	(328)	(303)	(265)	(208)	(194)
FVÖK	**684**	**898**	**1.438**	**1.595**	**1.673**	**1.736**	**1.795**	**1.855**	**1.919**	**1.998**	**2.099**	**2.157**
FAVÖK	1.485	1.644	1.866	2.001	2.056	2.093	2.129	2.167	2.207	2.248	2.293	2.338
FAVÖK Marjı	99,0%	99,1%	99,2%	99,2%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,4%	99,4%
Efektif Vergi Oranı (t)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
FVÖK * (1-t)	**616**	**808**	**1.294**	**1.436**	**1.506**	**1.562**	**1.616**	**1.669**	**1.727**	**1.799**	**1.889**	**1.942**
Amortisman	801	746	428	406	383	357	334	312	288	250	194	180
Yatırım	-	(71)	(77)	(79)	(80)	(82)	(83)	(85)	(86)	(88)	(89)	(91)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	617	296	336	360	370	377	171	-	-	-	-	-
Alacak Değişimi (2020 Yılı Kira Tahsilatı)	*404*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KDV Mahsubundan Yaratılan Fon	*218*	*296*	*336*	*360*	*370*	*377*	*171*	-	-	-	-	-
Ticari Borçlardaki Artış	*(4)*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.034**	**1.779**	**1.982**	**2.122**	**2.179**	**2.214**	**2.037**	**1.897**	**1.929**	**1.961**	**1.994**	**2.031**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**1.955**	**1.580**	**1.626**	**1.609**	**1.526**	**1.433**	**1.219**	**1.048**	**985**	**925**	**869**	**818**

Masanda Turizm (Bin EUR)	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Kira Geliri	**2.397**	**2.443**	**2.490**	**2.535**	**2.581**	**2.628**	**2.675**	**2.722**	**2.770**	**2.818**	**2.867**	**2.916**
Maliyetler (amortisman dahil)	(183)	(174)	(167)	(163)	(159)	(157)	(154)	(153)	(152)	(152)	(152)	(153)
FVÖK	**2.214**	**2.269**	**2.322**	**2.372**	**2.422**	**2.471**	**2.521**	**2.569**	**2.618**	**2.666**	**2.714**	**2.763**
FAVÖK	2.384	2.430	2.477	2.523	2.569	2.616	2.663	2.711	2.758	2.806	2.855	2.904
FAVÖK Marjı	99,4%	99,5%	99,5%	99,5%	99,5%	99,5%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	10,0%	17,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**1.993**	**1.865**	**1.858**	**1.898**	**1.938**	**1.977**	**2.016**	**2.055**	**2.094**	**2.133**	**2.172**	**2.210**
Amortisman	170	161	155	151	147	145	143	142	141	141	140	141
Yatırım	(92)	(94)	(95)	(97)	(99)	(100)	(102)	(104)	(105)	(107)	(109)	(111)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.070**	**1.933**	**1.917**	**1.952**	**1.986**	**2.022**	**2.057**	**2.093**	**2.130**	**2.166**	**2.203**	**2.240**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**771**	**665**	**609**	**573**	**539**	**507**	**477**	**448**	**421**	**396**	**372**	**350**

Gizlidir

Masanda Turizm (Bin EUR)	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056
Kira Geliri	**2.966**	**3.016**	**3.068**	**3.120**	**3.174**	**3.228**	**3.283**	**3.339**	**3.396**	**3.455**	**3.514**	**3.574**
Maliyetler (amortisman dahil)	(153)	(153)	(153)	(153)	(129)	(106)	(84)	(63)	(42)	(41)	(39)	(38)
FVÖK	**2.813**	**2.863**	**2.915**	**2.967**	**3.044**	**3.122**	**3.199**	**3.277**	**3.355**	**3.414**	**3.474**	**3.535**
FAVÖK	2.954	3.004	3.056	3.108	3.161	3.215	3.270	3.326	3.383	3.441	3.500	3.560
FAVÖK Marjı	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**2.250**	**2.291**	**2.332**	**2.374**	**2.435**	**2.497**	**2.559**	**2.621**	**2.684**	**2.731**	**2.779**	**2.828**
Amortisman	141	141	141	141	117	94	71	50	29	27	26	25
Yatırım	(113)	(115)	(117)	(119)	(121)	(123)	(125)	(127)	(129)	(131)	(133)	(136)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.278**	**2.317**	**2.356**	**2.396**	**2.432**	**2.468**	**2.506**	**2.544**	**2.583**	**2.627**	**2.672**	**2.717**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**328**	**309**	**290**	**272**	**256**	**240**	**225**	**211**	**198**	**186**	**175**	**164**

Masanda Turizm (Bin EUR)	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Kira Geliri	**3.635**	**3.697**	**3.760**	**3.825**	**3.890**	**3.956**	**4.024**	**4.093**	**4.163**	**4.234**	**4.283**
Maliyetler (amortisman dahil)	(37)	(37)	(36)	(30)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)
FVÖK	**3.597**	**3.660**	**3.725**	**3.795**	**3.875**	**3.941**	**4.009**	**4.078**	**4.147**	**4.218**	**4.267**
FAVÖK	3.621	3.683	3.746	3.810	3.875	3.942	4.009	4.078	4.148	4.219	4.267
FAVÖK Marjı	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**2.878**	**2.928**	**2.980**	**3.036**	**3.100**	**3.153**	**3.207**	**3.262**	**3.318**	**3.375**	**3.414**
Amortisman	24	23	21	15	-	-	-	-	-	-	-
Yatırım	(138)	(140)	(143)	(145)	(148)	(150)	(153)	(155)	(158)	(161)	(163)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.764**	**2.811**	**2.858**	**2.906**	**2.953**	**3.003**	**3.055**	**3.107**	**3.160**	**3.214**	**3.251**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**154**	**145**	**136**	**128**	**120**	**113**	**106**	**100**	**94**	**88**	**82**

Gizlidir

Tarafımızca hesaplanan serbest nakit akımları Euro bazında ortalama %8,2 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM-WACC) üzerinden indirgenmiştir. AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylı bilgi Ek:1'de yer almaktadır.

Firmanın Euro cinsinden hesaplanan serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesiyle bulunan girişim değeri ile özsermaye değeri, 31.12.2020 tarihli TCMB EUR/TL döviz alış kuru olan 9,0079 dikkate alınarak Türk Lirası cinsinden girişim ve özsermaye değerleri hesaplanmıştır.

Nakit olarak gerçekleştirilen sermaye artışıyla bünyedeki grup içi borçlarını kapatan ve dolayısıyla nette bir nakit çıkışı etkisi bulunmadığından ötürü özsermaye değeri hesabına giderken grup içi borçlara yönelik bir nakit çıkış etkisi gösterilmemiştir. İlaveten, söz konusu sermaye artışında ortaklara borçların da sermayeye eklenmesi sebebiyle özsermaye değeri hesaplanırken ortak borçlarına ilişkin nakit çıkışı gösterilmemiştir. Cüzi seviyedeki hazır değerleriyle birlikte Masanda Turizm'in İNA yöntemine göre girişim değeri ve özsermaye değeri 25,8 milyon Euro (232,8 milyon TL) seviyesinde hesaplanmıştır.

Tablo 23: Masanda Turizm İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

	(Bin EUR)	(Bin TL)
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	**25.842**	**232.781**
(-) 30.09.2020 Grup İçi Borçlar	(-)	(-)
(-) 30.09.2020 Ortaklara Borçlar	(-)	(-)
(+) Hazır Değerler	6	58
Özsermaye Değeri	**25.848**	**232.839**

Duyarlılık Analizi

İNA yöntemine göre söz konusu senaryolar üzerinden ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) düzeyinde duyarlılık analizi yapılmış olup, senaryo bazında sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

Tablo 24: Duyarlılık Analizi

(Bin EUR)	İNA (Girişim Değeri)	İNA (Özsermaye Değeri)
6%	34.380	34.386
7%	30.001	30.007
8%	26.527	26.533
9%	23.731	23.737
10%	21.448	21.454
Orijinal %8,2	25.842	25.848

Net Aktif Değer (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme

Masanda Turizm'in Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemi ile değerinin tespitinde, Firmadan temin edilen 30.09.2020 tarihli solo UFRS finansal tablolar ile 2020 yıl sonuna kadarki önemli gelişmeler dikkate alınmış olup, maddi duran varlıkları için ise güncel ekspertiz raporlarında tespit edilen değerler göz önünde bulundurularak 31.12.2020 itibarıyla değer hesaplanmıştır.

Firmanın sahip olduğu yukarıda bahse konu olan maddi duran varlıklarına ilişkin değer tespiti yapılmıştır. Maddi duran varlıklarının piyasa değerininin hesaplanmasında, **Epos Gayrimenkul Danışmanlık ve Değerleme A.Ş. (Epos)** tarafından gerçekleştirilen **31.12.2020** tarihli ve **TSKB-2020-00001** numaralı güncel gayrimenkül değerleme raporu dikkate alınmıştır. Firma bünyesinde yer alan Bodrum Loft bünyesindeki tüm varlıklar için gelir yaklaşımı yöntemi kullanılarak tesisin bugünkü değeri hesaplanmıştır.

Tablo 25: Epos Gayrimenkul Değerleme Özet Göstergeler

Bodrum Loft – Konaklama Tesisine İlişkin Ekspertiz Değeri			
Ekspertize Konu Varlıklar	Ekspertiz Değeri (Bin EUR) *	Ekspertiz Değeri (Bin TL)	Rapor Tarihi
Bodrum Loft (Konaklama Tesisi-Arsa Hariç)	31.213	281.164	31.12.2020

** Ekspertiz raporunda TL değer hesaplanırken 31.12.2020 tarihli TCMB döviz alış kuru (9,0079) dikkate alınmıştır.*

Tarafımıza iletilen güncel ekspertiz raporları doğrultusunda Bodrum Loft bünyesindeki tüm varlıklar üzerinde piyasa değeri düzeltmesi gerçekleştirilmiştir.

Ortaklara borçlar ve grup içi borçlara ilişkin bakiyelerin 22 Aralık 2020 tarihinde TTSG'de yayınlanan sermaye artışıyla (30,4 milyon TL'lik kısmı ortak borçlarından, 137,6 milyon TL'lik kısmı nakden karşılanarak) kapatıldığı bilinmektedir. Net Aktif Değerleme (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) yöntemine göre 30.09.2020 tarihi itibarıyla mali tabloların esas alınması ve ortak/grup içi borçların bilanço dönemi sonrası gerçekleşen sermaye artırımı yoluyla tamamen kapatıldığının bilinmesinden ötürü; söz konusu sermaye artışının 2020/9 aylık bilançoda bahsi geçen yükümlülükler ve özsermaye defter değeri üzerindeki etkileri aşağıdaki tabloda dikkate alınabilmiştir. İlaveten; 2020 yılına ilişkin olmakla beraber 2021 yılı içerisinde tahsil edilecek kar payı tutarı da 31.12.2020 tarihli bilançoda yaratacağı alacak etkisi sebebiyle net aktif değer hesabında dikkate alınmıştır.

30.09.2020 tarihli solo UFRS finansal tablolarda Firmanın mevcutta 49,9 milyon TL yatırım tutarı üzerinden aldığı teşvik belgesine istinaden ilgili yatırım tutarı üzerinden 7.485 bin TL tutarında ertelenmiş vergi varlığı bulunmaktadır. Bu çalışma kapsamında Firmanın 2020 yılının Aralık ayında gerçekleştirdiği güncel teşvik artışı başvurusu doğrultusunda; 140 milyon TL yatırım tutarı ve %15

yatırıma katkı oranı üzerinden 21 milyon TL seviyesinde yatırıma katkı tutarı ile teşvikten yararlanacağı varsayılarak; 30.09.2020-31.12.2020 arasındaki düzeltmelerde yatırıma katkı tutarındaki artışın ertelenmiş vergi varlığına ve dolayısıyla düzeltilmiş özsermaye değerine (ertelenmiş vergi gelirleri üzerinden net dönem karını artıracağı belirtilmektedir) etkisi de (13.515 bin TL) tarafımızca dikkate alınmıştır.[4]

Tablo 26: Masanda Turizm NAD (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Değerleme Detayı

Masanda Turizm Bilanço (UFRS - Bin TL)	30.09.2020 Bilanço Bakiyeleri	Sermaye Artışı Öncesi Değişiklikler	Sermaye Artışı Etkisi	Düzeltme	31.12.2020 itibarıyla Düzeltmiş Net Aktif Değer
Dönen Varlıklar	**1.155**				**4.794**
Nakit ve Nakit Benzerleri	**58**				**58**
Peşin Ödenmiş Giderler	**1.097**				**1.097**
Kira Alacağı (2020 Yılına İlişkin)				**3.639**	**3.639**
Duran Varlıklar	**172.512**				**325.594**
Kullanım Hakkı Varlıkları	**2.418**				**2.418**
Maddi Duran Varlıklar	**141.596**	**24.614**		**114.954**	**281.164**
Ertelenmiş Vergi Varlığı	**8.798**			**13.515****	**22.313**
Diğer Duran Varlıklar	**19.700**				**19.700**
Toplam Aktifler	**173.667**				**330.388**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**67.244**				**30.789**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	552				552
Ticari Borçlar	**65.587**				**1.217**
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*64.370*				-
Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	*64.320*		*-64.320*		-
Akfen Altyapı Holding	*49*		*-49*		-
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	*1.217*				*1.217*
Diğer Borçlar	**1.106**				**1.106**
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*1.106*				*1.106*
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü*				**27.914***	**27.914**
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**81.321**				**2.305**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	**2.305**				**2.305**
Diğer Borçlar	**79.016**				-
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*79.016*				-
Grup İçi Borçlar	*58.986*	*14.279*	*-73.265*		-
Akfen Altyapı Holding	*20.030*	*10.335*	*-30.365*		-
Özsermaye Değeri	**25.101**	**-**	**168.000**	**104.194**	**297.295**

**Firma bünyesindeki maddi duran varlıkların ekspertiz değeri (281,2 milyon TL) ile 30.09.2020 bilançoda yer alan değeri (141,6 milyon TL) arasındaki değer artış farkı üzerinden %20 oranı dikkate alınarak hesaplanan vergi yükümlülüğüdür.*

***140 milyon TL yatırım teşvik tutarı ile 49,9 milyon TL yatırım teşvik tutarı arasında oluşacak ertelenmiş vergi varlığı farkıdır.*

Firmanın Net Aktif Değerleme (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine göre özsermaye değeri ***297,3 milyon TL*** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 27: Masanda Turizm NAD (Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine Göre Özsermaye Değeri

Masanda Turizm Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	**297.295**

[4] Söz konusu yatırım teşvik belgesinin 140 milyon TL yatırım tutarı ve 21 milyon TL yatırıma katkı oranı tutarları üzerinden alınamadığı, 49,9 milyon TL yatırım tutarı üzerinden alınan belge ile ilerlendiği ihtimali dahilinde oluşacak nakit akımları ve bu doğrultuda hesaplanan alternatif NAD değerleme sonucuna Ek:2'de yer verilmiştir.

Değerleme Sonucu

DEĞERLEME SONUCU

Masanda Turizm'in değer tespitine yönelik kabul görmüş iki farklı yöntem kapsamında hesaplanan firma ve özsermaye değerleri aşağıda sunulmaktadır;

İNA Yöntemine Göre Girişim ve Özsermaye Değeri

	(Bin EUR)	(Bin TL)
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	**25.842**	**232.781**
(-) 30.09.2020 Grup İçi Borçlar	(-)	(-)
(-) 30.09.2020 Ortaklara Borçlar	(-)	(-)
(+) Hazır Değerler	6	58
Özsermaye Değeri	**25.848**	**232.839**

Net Aktif Değer Yöntemine Göre Düzeltilmiş Özsermaye Değeri

Masanda Turizm Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	**297.295**

Potansiyel şirket satın alma işlemine yönelik olarak piyasada genel kabul görmüş iki farklı yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları ve Net Aktif Değer (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemlerine göre ulaşılan sonuçların eşit oranlarda ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan özsermaye değerinin, şirketin adil değerini yansıttığı düşünülmektedir.

31.12.2020 İtibarıyla (Bin TL)	Değerleme Sonucu	Oran (%)	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA Yöntemine Göre Özsermaye Değeri	232.839	50%	116.420
NAD Yöntemine Göre Özsermaye Değeri	297.295	50%	148.647
Masanda Turizm Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			**265.067**

Sonuç olarak, Masanda Turizm'in İNA ve NAD yöntemlerine göre hesaplanan değerlerinin eşit ağırlıklı (İNA %50, NAD %50) ortalamasına dayandırılarak özsermaye değeri **265 milyon Türk Lirası** (29,4 milyon Euro) olarak takdir edilmektedir.

Söz konusu şirket değerlemesi 30.09.2020 tarihli mali tablolar ve yıl sonuna kadarki önemli gelişmeler de dikkate alınarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla tespit edilmiş olup, özsermaye değerine giderken hazır değer bakiyesi olarak 30.09.2020 tarihli bilançodaki tutar dikkate alınmıştır. Bununla beraber, esas olarak satışa konu tarih itibarıyla geçerli olacak bilanço bakiyelerinin şirket değeri üzerinde belirleyici olacağı hususu da değerlendirilmelidir.

Ekler

EK:1 İndirgeme Oranları ve Bileşenlerinin Belirlenmesi

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM-WACC) teorik ifadesi aşağıdaki gibidir.

$$\textbf{AOSM} = \frac{\textbf{Borç}}{\textbf{Borç} + \textbf{Özsermaye}} * \textbf{Borç Maliyeti} * (1 - t) + \frac{\textbf{Özsermaye}}{\textbf{Borç} + \textbf{Özsermaye}} * \textbf{Özsermaye Maliyeti}$$

Firmanın özsermaye maliyeti (cost of equity) ve borçlanma maliyeti (cost of debt), bu bileşenlerin piyasa değerleri üzerinden ağırlıklandırılarak Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmaktadır.

Ağırlıkların Belirlenmesi

Borç/(Borç+Özsermaye) ve Özsermaye/(Borç+Özsermaye) ağırlıklarının belirlenmesinde geleceğe yönelik finansman ihtiyaçları dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar sonucu oluşan proforma bilançolardaki borç tutarları ile Firmanın hesaplanan özsermaye değeri üzerinden, her yıl değişen oranlar hesaplanmaktadır.

Maliyetlerin Belirlenmesi

Borçlanma Maliyeti

Borçlanma Maliyetinin (Cost of debt) olarak Firmanın kullanacağı kredilerin ortalama maliyeti ve piyasa koşullarına paralel seviyelerde izleneceği varsayılmıştır. Firmanın Euro cinsinden kredileri için faiz oranı %6 seviyesinde alınmıştır.

Vergi oranı olarak Türkiye'de geçerli (t) kurumlar vergisi oranı; 2020 yılında %22, diğer yıllarda ise %20 olarak alınmıştır.

Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında klasik Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM – Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Matematiksel ifadesi:

$$\textbf{Re} = \boldsymbol{R_f} + ß * (\boldsymbol{R_m} - \boldsymbol{R_f})$$

CAPM modelindeki R_f oranı, risksiz getiri oranını ifade etmektedir. Değerleme çalışmasında R_f oranı olarak, 8 yıl vadeli Euro cinsinden Eurobond'un son bir yıllık ortalama getirisi (%4,71) dikkate alınmıştır.

Bileşenlerinin Belirlenmesi

(R_m - R_f) oranı ise piyasadaki risk oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı belirtmektedir. Firmanın değerleme çalışmasında risk primi olarak genel kabul görmüş olan %5,5 seviyesi dikkate alınmıştır.

Beta seviyesi firmaların borç sermaye dengesinden etkilenmektedir. Bu nedenle sermaye piyasalarında işlem gören firmaların piyasa verisi niteliğindeki kaldıraçlı betalarını (levered beta) borç sermaye

Gizlidir

dengesinden arındırmak gerekmektedir. Bu işlem sonunda elde edilen betaya kaldıraçsız (unlevered beta) denir ve kendi firmamızın borç sermaye oranı ile tekrar kaldıraçlandırılarak hedef firmanın özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılır.

$$\textbf{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\textbf{Kaldıraçlı Beta}}{1 + \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} \times (1 - \textbf{Vergi Oranı})}$$

Bu çalışma kapsamında referans olarak Otelcilik sektörü için NYU Stern Business School'un Ocak 2020 tarihinde yayınladığı kaldıraçsız beta oranı olan 0,64 seviyesi dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranına risk primi eklenmiştir. Yukarıda belirtilen hesaplama ve varsayımlar ışığında Masanda Turizm için yıllar itibarıyla hesaplanan sermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM – WACC) oranları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rf (Risksiz Faiz Oranı)	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçsız Beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Kaldıraçlı Beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Cd (Borç Maliyeti)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektif Vergi Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Beta*(Rm-Rf)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Özsermaye Maliyeti	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
D/E (Borç/Özsermaye Değeri)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC (AOSM)	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**

	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035+
Rf (Risksiz Faiz Oranı)	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçsız Beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Kaldıraçlı Beta	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Cd (Borç Maliyeti)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektif Vergi Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	17,8%	20,0%
Beta*(Rm-Rf)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Özsermaye Maliyeti	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
D/E (Borç/Özsermaye Değeri)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC (AOSM)	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**	**8,2%**
Ortalama AOSM 8,2%							

Gizlidir

EK:2 Alternatif Senaryo

Mevcut Yatırım Teşviki (49,9 Mio TL) Üzerinden Hesaplanan Nakit Akım Projeksiyonları ve İNA Değeri

Masanda Turizm (Bin EUR)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Kira Geliri	**1.500**	**1.659**	**1.882**	**2.016**	**2.072**	**2.108**	**2.145**	**2.182**	**2.222**	**2.264**	**2.307**	**2.352**	**2.397**
Maliyetler (amortisman dahil)	(816)	(762)	(444)	(421)	(399)	(373)	(350)	(328)	(303)	(265)	(208)	(194)	(183)
FVÖK	**684**	**898**	**1.438**	**1.595**	**1.673**	**1.736**	**1.795**	**1.855**	**1.919**	**1.998**	**2.099**	**2.157**	**2.214**
FAVÖK	1.485	1.644	1.866	2.001	2.056	2.093	2.129	2.167	2.207	2.248	2.293	2.338	2.384
FAVÖK Marjı	99,0%	99,1%	99,2%	99,2%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,3%	99,4%	99,4%	99,4%
Efektif Vergi Oranı (t)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,6%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**616**	**808**	**1.294**	**1.436**	**1.506**	**1.552**	**1.436**	**1.484**	**1.535**	**1.599**	**1.679**	**1.726**	**1.771**
Amortisman	801	746	428	406	383	357	334	312	288	250	194	180	170
Yatırım	(67)	(71)	(77)	(79)	(80)	(82)	(83)	(85)	(86)	(88)	(89)	(91)	(92)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	617	296	336	360	370	377	171	-	-	-	-	-	-
Alacak Değişimi (2020 Yılı Kira Tahsilatı)	*404*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KDV Mahsubundan Yaratılan Fon	*218*	*296*	*336*	*360*	*370*	*377*	*171*	-	-	-	-	-	-
Ticari Borçlardaki Artış	*(4)*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**1.966**	**1.779**	**1.982**	**2.122**	**2.179**	**2.204**	**1.858**	**1.711**	**1.737**	**1.761**	**1.784**	**1.816**	**1.849**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**1.890**	**1.580**	**1.626**	**1.609**	**1.526**	**1.427**	**1.111**	**946**	**887**	**831**	**778**	**732**	**688**

Masanda Turizm (Bin EUR)	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Kira Geliri	**2.443**	**2.490**	**2.535**	**2.581**	**2.628**	**2.675**	**2.722**	**2.770**	**2.818**	**2.867**	**2.916**	**2.966**	**3.016**
Maliyetler (amortisman dahil)	(174)	(167)	(163)	(159)	(157)	(154)	(153)	(152)	(152)	(152)	(153)	(153)	(153)
FVÖK	**2.269**	**2.322**	**2.372**	**2.422**	**2.471**	**2.521**	**2.569**	**2.618**	**2.666**	**2.714**	**2.763**	**2.813**	**2.863**
FAVÖK	2.430	2.477	2.523	2.569	2.616	2.663	2.711	2.758	2.806	2.855	2.904	2.954	3.004
FAVÖK Marjı	99,5%	99,5%	99,5%	99,5%	99,5%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**1.815**	**1.858**	**1.898**	**1.938**	**1.977**	**2.016**	**2.055**	**2.094**	**2.133**	**2.172**	**2.210**	**2.250**	**2.291**
Amortisman	161	155	151	147	145	143	142	141	141	140	141	141	141
Yatırım	(94)	(95)	(97)	(99)	(100)	(102)	(104)	(105)	(107)	(109)	(111)	(113)	(115)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**1.883**	**1.917**	**1.952**	**1.986**	**2.022**	**2.057**	**2.093**	**2.130**	**2.166**	**2.203**	**2.240**	**2.278**	**2.317**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**648**	**609**	**573**	**539**	**507**	**477**	**448**	**421**	**396**	**372**	**350**	**328**	**309**

Gizlidir

Masanda Turizm (Bin EUR)	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058
Kira Geliri	**3.068**	**3.120**	**3.174**	**3.228**	**3.283**	**3.339**	**3.396**	**3.455**	**3.514**	**3.574**	**3.635**	**3.697**
Maliyetler (amortisman dahil)	(153)	(153)	(129)	(106)	(84)	(63)	(42)	(41)	(39)	(38)	(37)	(37)
FVÖK	**2.915**	**2.967**	**3.044**	**3.122**	**3.199**	**3.277**	**3.355**	**3.414**	**3.474**	**3.535**	**3.597**	**3.660**
FAVÖK	3.056	3.108	3.161	3.215	3.270	3.326	3.383	3.441	3.500	3.560	3.621	3.683
FAVÖK Marjı	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**2.332**	**2.374**	**2.435**	**2.497**	**2.559**	**2.621**	**2.684**	**2.731**	**2.779**	**2.828**	**2.878**	**2.928**
Amortisman	141	141	117	94	71	50	29	27	26	25	24	23
Yatırım	(117)	(119)	(121)	(123)	(125)	(127)	(129)	(131)	(133)	(136)	(138)	(140)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.356**	**2.396**	**2.432**	**2.468**	**2.506**	**2.544**	**2.583**	**2.627**	**2.672**	**2.717**	**2.764**	**2.811**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**290**	**272**	**256**	**240**	**225**	**211**	**198**	**186**	**175**	**164**	**154**	**145**

Masanda Turizm (Bin EUR)	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Kira Geliri	**3.760**	**3.825**	**3.890**	**3.956**	**4.024**	**4.093**	**4.163**	**4.234**	**4.283**
Maliyetler (amortisman dahil)	(36)	(30)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)
FVÖK	**3.725**	**3.795**	**3.875**	**3.941**	**4.009**	**4.078**	**4.147**	**4.218**	**4.267**
FAVÖK	3.746	3.810	3.875	3.942	4.009	4.078	4.148	4.219	4.267
FAVÖK Marjı	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%	99,6%
Efektif Vergi Oranı (t)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK * (1-t)	**2.980**	**3.036**	**3.100**	**3.153**	**3.207**	**3.262**	**3.318**	**3.375**	**3.414**
Amortisman	21	15	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım	(143)	(145)	(148)	(150)	(153)	(155)	(158)	(161)	(163)
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Nakit Akımı	**2.858**	**2.906**	**2.953**	**3.003**	**3.055**	**3.107**	**3.160**	**3.214**	**3.251**
AOSM (WACC)	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
İndirgenmiş Nakit Akım	**136**	**128**	**120**	**113**	**106**	**100**	**94**	**88**	**82**

Yatırım teşvik belgesinin 140 milyon TL yatırım tutarı ve 21 milyon TL yatırıma katkı oranı tutarları üzerinden alınamadığı, mevcuttaki 49,9 milyon TL'lik belge üzerinden yatırım teşvikinin dikkate alındığı ihtimali dahilinde oluşacak alternatif nakit akımları yukarıdaki tablolarda yer almaktadır.

Bu doğrultuda İNA yöntemine göre hesaplanan girişim ve özsermaye değerleri aşağıdaki gibidir:

İNA Yöntemine Göre Alternatif Senaryo Girişim ve Özsermaye Değeri (Mevcut Teşvik Belgesi İle)

	(Bin EUR)	(Bin TL)
31.12.2020 İtibarıyla Girişim Değeri	**25.091**	**226.013**
(-) 30.09.2020 Grup İçi Borçlar	(-)	(-)
(-) 30.09.2020 Ortaklara Borçlar	(-)	(-)
(+) Hazır Değerler	6	58
Özsermaye Değeri	**25.097**	**226.071**

Firmanın artırılmış yatırım teşvik belgesini alamadığı takdirde kurumlar vergisi indiriminden baz senaryoya kıyasla daha az faydalanacağı bu alternatif senaryoya göre girişim ve özsermaye değeri 25,1 milyon Euro (226 milyon TL) seviyesinde hesaplanmaktadır.

Mevcut Yatırım Teşviki (49,9 Mio TL) Üzerinden Hesaplanan NAD Değeri

Yatırım teşvik belgesinin 140 milyon TL yatırım tutarı ve 21 milyon TL yatırıma katkı oranı tutarları üzerinden alınamadığı, mevcuttaki 49,9 milyon TL'lik belge üzerinden yatırım teşvikinin dikkate alındığı ihtimali dahilinde NAD yöntemine değer sonuçları aşağıdaki gibidir:

Masanda Turizm Bilanço (UFRS - Bin TL)	30.09.2020 Bilanço Bakiyeleri	Sermaye Artışı Öncesi Değişiklikler	Sermaye Artışı Etkisi	Düzeltme	31.12.2020 itibarıyla Düzeltmiş Net Aktif Değer
Dönen Varlıklar	**1.155**				**4.794**
Nakit ve Nakit Benzerleri	**58**				**58**
Peşin Ödenmiş Giderler	**1.097**				**1.097**
Kira Alacağı (2020 Yılına İlişkin)	-			**3.639**	**3.639**
Duran Varlıklar	**172.512**				**312.079**
Kullanım Hakkı Varlıkları	**2.418**				**2.418**
Maddi Duran Varlıklar	**141.596**	**24.614**		**114.954**	**281.164**
Ertelenmiş Vergi Varlığı	**8.798**				**8.798**
Diğer Duran Varlıklar	**19.700**				**19.700**
Toplam Aktifler	**173.667**				**316.873**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**67.244**				**30.789**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	**552**				**552**
Ticari Borçlar	**65.587**				**1.217**
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*64.370*				-
Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.	*64.320*		*-64.320*		-
Akfen Altyapı Holding	*49*		*-49*		-
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	*1.217*				*1.217*
Diğer Borçlar	**1.106**				**1.106**
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*1.106*				*1.106*
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü*				**27.914***	**27.914**
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**81.321**				**2.305**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	**2.305**				**2.305**
Diğer Borçlar	**79.016**				-
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*79.016*				-
Grup İçi Borçlar	*58.986*	*14.279*	*-73.265*		-
Akfen Altyapı Holding	*20.030*	*10.335*	*-30.365*		-
Özsermaye Değeri	**25.101**	-	**168.000**	**90.679**	**283.780**

**Firma bünyesindeki maddi duran varlıkların ekspertiz değeri (281,2 milyon TL) ile 30.09.2020 bilançoda yer alan değeri (141,6 milyon TL) arasındaki değer artış farkı üzerinden %20 oranı dikkate alınarak hesaplanan vergi yükümlülüğüdür.*

Alternatif senaryo kapsamında Firmanın Net Aktif Değerleme (NAD, Dayanak Varlık/Toplama Yöntemi) Yöntemine göre özsermaye değeri ***283,8 milyon TL*** olarak hesaplanmaktadır.

Masanda Turizm Alternatif Senaryo Net Aktif Değer (Bin TL)	31.12.2020
Düzeltilmiş Özsermaye Değeri	**283.780**

Gizlidir

EK:3 Masanda Turizm Solo UFRS Detaylı Mali Tablolar

Masanda Turizm Bilanço (UFRS - Bin TL)	2018	2019	2020/9
Dönen Varlıklar	**46**	**11.081**	**1.155**
Nakit ve Nakit Benzerleri	32	157	58
Diğer Alacaklar	9	51	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	9	51	-
Peşin Ödenmiş Giderler	5	10.872	1.097
Duran Varlıklar	**76.767**	**88.284**	**172.512**
Kullanım Hakkı Varlıkları	-		2.418
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27.671	69.874	-
Maddi Duran Varlıklar	-		141.596
Peşin Ödenmiş Giderler	43.682	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	903	8.713	8.798
Diğer Duran Varlıklar	4.511	9.697	19.700
Toplam Aktifler	**76.813**	**99.364**	**173.667**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**5.613**	**6.377**	**67.244**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	552	552
Ticari Borçlar	5.211	5.817	65.587
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*5.211*	*5.611*	*64.370*
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	39	206	1.217
Diğer Borçlar	402	8	1.106
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*402*	*8*	*1.106*
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**59.665**	**67.233**	**81.321**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	2.139	2.305
Diğer Borçlar	59.665	65.094	79.016
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*59.665*	*65.094*	*79.016*
Özsermaye	**11.535**	**25.755**	**25.101**
Ödenmiş Sermaye	12.880	24.504	24.504
Hisse Senedi İhraç Primleri	2.663	-	-
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	2	2	2
Geçmiş Yıl Karı/Zararı	(3.157)	(4.010)	1.249
Dönem Net Karı/Zararı	(853)	5.259	(654)
Toplam Pasifler	**76.813**	**99.365**	**173.667**

Masanda Turizm Gelir Tablosu (UFRS - Bin TL)	2018	2019	2020/9
Hasılat	-	-	-
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri	-	(664)	(8)
Genel Yönetim Giderleri	(585)	(745)	(384)
Danışmanlık Giderleri	*(6)*	-	*(19)*
Vergi, Resim ve Harçlar	*(408)*	-	*(12)*
Bağışlar	-	-	*(131)*
Kira Giderleri	*(162)*	*(152)*	-
Seyahat ve Temsil Giderleri	*(1)*	*(593)*	*(81)*
Diğer	*(8)*	-	*(140)*
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7	211	187
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(275)	(320)	-
Esas Faaliyet Karı/Zararı	**(854)**	**(1.518)**	**(205)**
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler			(224)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	**(854)**	**(1.518)**	**(430)**
Finansman Geliri	-	-	553
Kur Farkı Geliri	-	-	553
Finansman Gideri	(111)	(1.033)	(862)
Faiz gideri	*(103)*	*(993)*	*(354)*
Kur Farkı Giderleri	-	*(39)*	*(508)*
Komisyon Giderleri	*(7)*	*(2)*	-
Diğer	*(1)*	-	-
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**(965)**	**(2.551)**	**(739)**
Ertelenmiş Vergi Geliri	112	7.810	85
Net Dönem Karı/Zararı	**(853)**	**5.259**	**(654)**

Masanda Turizm Bilanço (UFRS - Bin EUR)	2018	2019	2020/9
Dönen Varlıklar	**8**	**1.666**	**127**
Nakit ve Nakit Benzerleri	5	24	6
Diğer Alacaklar	1	8	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1	8	-
Peşin Ödenmiş Giderler	1	1.635	120
Duran Varlıklar	**12.735**	**13.275**	**18.899**
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	265
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	4.590	10.506	-
Maddi Duran Varlıklar	-	-	15.512
Peşin Ödenmiş Giderler	7.247	-	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	150	1.310	964
Diğer Duran Varlıklar	748	1.458	2.158
Toplam Aktifler	**12.743**	**14.941**	**19.025**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**938**	**959**	**7.367**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	83	60
Ticari Borçlar	871	875	7.185
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	*865*	*844*	*7.052*
İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	6	31	133
Diğer Borçlar	67	1	121
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*67*	*1*	*121*
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**9.898**	**10.109**	**8.909**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	322	253
Diğer Borçlar	9.898	9.788	8.656
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*9.898*	*9.788*	*8.656*
Özsermaye	**1.913**	**3.872**	**2.750**
Ödenmiş Sermaye	2.137	3.684	2.684
Hisse Senedi İhraç Primleri	442	-	-
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	-	-	-
Geçmiş Yıl Karı/Zararı	(524)	(603)	137
Dönem Net Karı/Zararı	(141)	791	(72)
Toplam Pasifler	**12.749**	**14.940**	**19.025**

Masanda Turizm Gelir Tablosu (UFRS - Bin EUR)	2018	2019	2020/9
Hasılat	-	-	-
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gideri	-	(105)	(1)
Genel Yönetim Giderleri	(103)	(117)	(51)
Danışmanlık Giderleri	*(1)*	-	*(2)*
Vergi, Resim ve Harçlar	*(72)*	-	*(2)*
Bağışlar	-	-	*(17)*
Kira Giderleri	*(29)*	*(24)*	-
Seyahat ve Temsil Giderleri	-	*(93)*	*(11)*
Diğer	*(1)*	-	*(19)*
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1	33	25
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-	(50)	-
Esas Faaliyet Karı/Zararı	**(151)**	**(239)**	**(27)**
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	(30)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	**(151)**	**(239)**	**(57)**
Finansman Geliri	-	-	73
Kur Farkı Geliri	-	-	73
Finansman Gideri	*(20)*	*(163)*	*(114)*
Faiz Gideri	*(18)*	*(156)*	*(47)*
Kur Farkı Giderleri	-	*(6)*	*(67)*
Komisyon Giderleri	*(1)*	-	-
Diğer	-	-	-
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**(170)**	**(402)**	**(98)**
Ertelenmiş Vergi Geliri	20	1.230	11
Net Dönem Karı/Zararı	**(151)**	**829**	**(86)**

EK:4 Masanda Turizm Solo VUK Detaylı Mali Tablolar

Masanda Turizm Bilanço (VUK - Bin TL)	2018	2019	2020/9 (Geçici)
Dönen Varlıklar	**48.235**	**35.481**	**21.044**
Kasa	4	6	9
Bankalar	28	150	50
Verilen Depozito ve Temianatlar	8	51	-
Verilen Sipariş Avansları	5	5	1.055
Taşeronlara Verilen Avans	43.680	25.573	-
Devreden KDV	4.510	9.696	15.245
İndirilecek KDV	-	-	4.644
İş Avansları	-	-	41
Duran Varlıklar	**29.631**	**58.617**	**136.463**
Döşeme ve Demirbaşlar	4	4	30
Birikmiş Amortismanlar (-)	(3)	(3)	(7)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	29.630	58.616	136.440
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	4	4
Birikmiş Amortismanlar(-)	(4)	(4)	(4)
Toplam Aktifler	**77.866**	**94.098**	**157.507**
Kısa Vadeli Borçlar	**3.055**	**5.825**	**55.626**
Satıcılar	39	206	1.040
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2.614	5.611	53.290
Kısa Vadeli Diğer Borçlar			38
Ödenecek Vergi ve Fonlar	402	8	1068
Hesaplanan KDV	-		190
Uzun Vadeli Borçlar	**59.664**	**65.094**	**79.015**
Ortaklara Borçlar	1.181	6.611	20.030
İştirak ve Bağlı Ortaklıklara Borçlar	58.483	58.483	58.985
Özsermaye	**15.147**	**23.179**	**22.866**
Sermaye	12.880	24.504	24.503
Yasal Yedekler	2	2	2
Sermaye Yedekleri	2.662		
Net Dönem Karı/Zararı	(404)	(928)	(314)
Geçmiş Yıl Karları	63	63	63
Geçmiş Yıl Zararları	(56)	(462)	(1.388)
Toplam Pasifler	**77.866**	**94.098**	**157.507**

Masanda Turizm Gelir Tablosu (VUK - Bin TL)	2018	2019	2020/9 (Geçici)
Hasılat	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	(25)	(353)	(336)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	**(25)**	**(353)**	**(336)**
Kambiyo Karları		212	553
Reeskont Faiz Geliri		-	201
Kambiyo Zararları (-)		(250)	(508)
Faaliyetle İlgili Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)			(224)
Finansman Giderleri (-)	**(111)**	**(571)**	
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(1)	(1)	
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(110)	(570)	
Faaliyet Karı/Zararı	**(136)**	**(962)**	**(314)**
Diğer Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	(275)		
Net Dönem Karı/Zararı	**(404)**	**(928)**	**(314)**

Gizlidir