



Bağımsız
Denetim ve
Yeminli Mali
Müşavirlik A.Ş.

Beyazkum Satış Pazarlama İşletme Hizmetleri Anonim Şirketi

31 Mart 2023 itibarıyla Şirket Değeri Tespit Raporu

İçindekiler

1. RAPOR BİLGİLERİ	3
1.1.Raporun tarihi ve sayısı	3
1.2.Raporun Türü.....	3
1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi	3
1.4.Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri	3
1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:.....	3
1.4.2.Değerlemeyi Gözden Geçirenler:.....	3
1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi	3
1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:	3
1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:.....	3
1.6.Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi.....	4
1.7.Değerleme tarihi	4
1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası	4
2. RAPOR ÖZETİ	4
2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı	4
2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar	4
2.3.Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı	4
2.4.Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama.....	5
2.5.Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme	5
2.6.Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı	5
2.7.Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	5
2.8.Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan.....	6
3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER	6
3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler.....	6
3.1.1.Beyazkum	6
3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi	10
4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR	10
4.1.Girdi ve Varsayımlar	10
4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı.....	10

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması	11
4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı.....	12
4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları.....	12
4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi.....	12
4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama	12
4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler.....	12
4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri	13
4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama	13
4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları	15
4.3.1. Gelir Yaklaşımı.....	16
5. SONUÇ	32
5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	32
5.2. Kullanılan değer esasları	32
5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan	33
6. RAPOR EKLERİ.....	34

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1.Raporun tarihi ve sayısı

18 Nisan 2023- DEG-2023-11

1.2.Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3.Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (“Yeditepe”)

Fahrettin Kerim Gökay Caddesi, Okul Sokak, No:1-E, D:16 Altunizade, Üsküdar, İstanbul

Telefon: 0216 327 62 62

Faks: 0216 327 62 63

E-mail: bilgi@yeditepedenetim.com.tr

1.4.Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Kenan Çılman, Kurumsal Finansman Müdürü, 203990

Sadrettin Demiray, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 802981

1.4.2.Değerlemeyi Gözden Geçirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Hasan Ersin, Denetçi, 801910

Hüseyin Çetin, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800843

1.5.Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

1.5.1. Değerlemeyi Talep Eden ve Sözleşme Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Kızılbük GYO”)

Dikilitaş Mahallesi, Yenidoğan Sokak, Sinpaş Plaza, No:36/1-1 Beşiktaş – İstanbul

1.5.2. Değerlemesi Yapılan Şirketin Unvanı ve Adresi:

Beyazkum Satış Pazarlama İşletme Hizmetleri Anonim Şirketi (“Beyazkum”)

Dikilitaş Mahallesi, Yenidoğan Sokak, Sinpaş Genel Müdürlük Apartmanı, No:36/1-7 Beşiktaş – İstanbul

Tel, Faks: 0212 310 54 68

Beyazkum, esas faaliyet konusu her türlü gayrimenkul ve özellikle devre mülk gibi turistik tesislerin alışı, bütün ve hisseler halinde dilediği şartlarla satışı, kiralaması veya kiraya verilmesi olan bir şirkettir.

Beyazkum, Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin 3. kişilere satış ve pazarlama faaliyetlerini sürdürmektedir.

1.6.Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi

Yeditepe'nin, değerlendirme çalışmasını talep eden Kızılbük GYO ile veya değerlemesi yapılan şirket Beyazkum ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Yeditepe tarafından yapılan Beyazkum'a ait değerlendirme raporu bulunmamaktadır.

1.7.Değerleme tarihi

31 Mart 2023 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8.Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

31 Mart 2023 tarihli sözleşme.

2. RAPOR ÖZETİ

2.1.Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Değerlemesi yapılan şirket: Beyazkum Satış Pazarlama İşletme Hizmetleri Anonim Şirketi

Değerlemeyi Yapan Şirket: Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi

Bu raporun amacı, Beyazkum'un makul Pazar Değerinin belirlenmesinde Kızılbük GYO Yönetim Kurulu'na yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulunun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Kızılbük GYO, Yeditepe'den, olası bir satın alma çalışmasında kullanılmak üzere Beyazkum'un değerinin tespit edilmesini istemiştir.

Bu raporun konusu Beyazkum'un Pazar Değerinin tespitinin yapılmasıdır.

Beyazkum'un Pazar Değerinin tespitinin yapılması amacıyla Kızılbük GYO ile 31 Mart 2023 tarihli "Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme" yapılmıştır.

2.2.Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

Kızılbük GYO tarafından, Yeditepe'den Beyazkum'un Pazar Değerinin tespiti talep edilmiştir. Değerleme çalışması ile ilgili olarak Kızılbük GYO veya Beyazkum tarafından getirilmiş bir sınırlama yoktur.

2.3.Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

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

Bir şirketin hisselerinin Pazar Değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, herhangi bir etki (baskı) altında olmayan ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirmeye esas değerdir.

Bu raporun amacı, Beyazkum'un olası bir satış çalışmasında kullanılmak üzere Pazar Değerinin tespit edilmesidir.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği"nin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

2.4.Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama

Bu rapor, sadece yukarıda (2.1.) maddesinde belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Yeditepe'nin yazılı onayı olmaksızın herhangi bir şekilde bu rapor tamamen veya kısmen yayımlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerlendirme rakamlarının veya Değerleme Uzmanlarının adları ya da mesleki nitelikleri referans olarak verilemez. Raporun başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Yeditepe hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2.5.Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme

Değerleme raporumuzda Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan "2022 / 1549" rapor numaralı 31 Aralık 2022 rapor tarihli "Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Marmaris / MUĞLA (Otel - Devremülk Projesi) Gayrimenkul Değerleme Raporu" kullanılmıştır. Değerleme raporumuzun [4.1.3.](#) maddesinde belirtilen incelemeler yapılmış ve bu çerçevede raporun güvenilir olduğu kanaatine varılmıştır.

2.6.Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

Beyazkum'un değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır.

Beyazkum için yapılan değerlendirme çalışmasında Beyazkum'un faaliyet halinde olması nedeniyle bu yöntem kullanılmıştır.

Değerleme işlemi, elde ettiğimiz finansal ve diğer bilgilerin gözden geçirilip, yönetimin beklentileriyle ilgili düşüncelerinin ve değerlendirme tarihi itibarıyla hâkim olan ekonomik ve finansal şartların analizinden oluşmaktadır. Değerleme çalışmalarımızın dayanağını oluşturan ve raporda sunulan nakit akış projeksiyonlarının gerçekleştirilebilirliği yine raporda açıklanan varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, kullanılan yaklaşım ve yöntemlerin değerlemenin amacına uygun olduğunu beyan ederiz.

2.7.Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

Beyazkum için yapılan değerlendirme çalışmasında bir yöntem kullanılmıştır. Beyazkum'un değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmıştır. Raporumuzun "[5.2. Kullanılan değer esası](#)" bölümünde belirtilen sebeplerden dolayı diğer yöntemler kullanılmamıştır.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	225.889.036	100%	225.889.036
PAZAR DEĞERİ			225.889.036

2.8.Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan

Beyazkum'un Pazar Değerinin tespiti sırasında tarafımıza sunulan, tarafımızca hazırlanan verilerin adil, güvenilir ve makul olduğunu beyan ederiz.

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1.Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1.Beyazkum

Beyazkum, 5 Eylül 2019 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup kuruluş amacı her türlü gayrimenkul ve özellikle devre mülk gibi turistik tesislerin alışı, bütün ve hisseler halinde dilediği şartlarla satışı, kiralaması veya kiraya verilmesidir. Kuruluş amacı İstanbul Ticaret Odası kayıtlarında “*Sahibi olduğu veya olacağı gayrimenkulleri dilediği şekil ve şartlarla satar, dilediğinden nakdi veya ayni bedel karşılığı ya da takas suretiyle veyahut kat, inşaat, arsa, arazi karşılığı gayrimenkul alır, konut, işyeri, zirai, ticari tesisler için inşaat yapar, bunları dilediği şekil, bölüm, bütün ve hisseler halinde, dilediği şartlarla satar. Taahhütleri, cezai şartları, yükümlerin satış vaadinde bulunur, satış vaadi ile satın alma vaadinde bulunur. İmar plan ve uygulamaları, tevhit, ifraz, ruhsat ve benzer işlemler nedeni ile veya herhangi bir başka nedenlerle ile kamuya terki, bağış veya hibesi gereken alanları ilgili kamu kurumuna devreder. b) Yurt içinde veya yurt dışında pazarlaması rantable olan her türlü dayanıklı tüketim mallarını, elektrikli veya elektronik ev eşyalarını, her türlü gıda maddelerini ve tekstil ürününü, ilaç ve kimya sanayi ürünlerini, parça, alet, aksam ve edevatını velhasıl konusu ile ilgili satılabilir veya satın alınabilir olan her çeşit emtianın ham mamul veya yarı mamul olarak pazarlamasını yapar, satın alır, satar, ithal eder, ihraç eder. c) Her türlü emlak, her türlü gayrimenkul ve özellikle siteler, plazalar, marketler, depolar, soğuk hava depoları, villa tatil köyleri, devre mülk, apart otel, motel, kamping gibi turistik tesisler, organize sanayi bölgeleri spor kompleksleri, mesken, ev, apartman, işyeri, arsa, arazi gibi gayrimenkulleri alır, satar, satın alır, kiralar, kiraya verir, d) Gerek şahıs veya şahıs işletmeleri ile gerekse Komandit, Limited, Anonim Şirketler ile her türlü sermaye şirketleriyle ortaklık tesis eder, hissedar olur, şirketlere iştirak eder, mevcut kurulmuş şahıs işletmelerini devir alır, Anonim şirketler ile Türk Ticaret Kanunu hükümlerince birleşir. e) Her türlü faaliyet alanıyla ilgili yerli ve yabancı personel istihdam eder.” olarak yer almaktadır.*

Beyazkum, Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin 3. kişilere satış ve pazarlamasını yapmaktadır. 31 Mart 2023 tarihi itibarıyla 19.411 adet devre mülkün satışına ilişkin 3. taraflarla sözleşme imzalamıştır. 31 Mart 2023 tarihinden sonra, Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin Beyazkum tarafından satış ve pazarlama faaliyetleri durdurulmuştur.

Beyazkum'un 31 Mart 2023 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Hissedar, Adı, Unvanı	Sermaye Payı (%)	Sermaye Tutarı (TL)
Sinpaş Yapı Endüstrisi A.Ş.	100%	50.000
TOPLAM	100%	50.000

Beyazkum'un genel merkez adresi Dikilitaş Mahallesi, Yenidoğan Sokak, Sinpaş Genel Müdürlük Apartmanı, No:36/1-7 Beşiktaş – İstanbul 'dur.

Beyazkum'un 7 Eylül 2022 tarihinde yapılan genel kurul toplantısında seçilen ve halen görev yapmakta olan Yönetim Kurulu aşağıdaki gibidir.

<u>Yönetim Kurulu Üyesi Adı, Soyadı</u>	<u>Görevi</u>	<u>Görev Süresi</u>
Avni Çelik	Yönetim Kurulu Başkanı	5 Eylül 2025
Ahmet Çelik	Yönetim Kurulu Üyesi	5 Eylül 2025
Mahmut Sefa Çelik	Yönetim Kurulu Üyesi	5 Eylül 2025

Beyazkum'un faaliyetleri açısından önem arz eden sözleşme ve işlemlerin detayı aşağıdaki gibidir:

1- Sinpaş Holding-Beyazkum Arasında İmzalanan Marka Kullanım Sözleşmesi

7 Ocak 2020 tarihinde Beyazkum ile Sinpaş Holding A.Ş. arasında imzalanan sözleşme kapsamına, kullanım hakkı Sinpaş Holding'te bulunan "Sinpaş" markası, "Sinpaş Kızılbük Tehermal Resort" markasında yalnızca bu projeye mahsus kullanmak üzere, sözleşme imza tarihinden itibaren 5 yıllığına Beyazkum'a muvafakat edilmiştir.

Sinpaş Kızılbük Tehermal Resort projesi kapsamında inşa ve ikmal edilecek yapıların, arsa ve sair gayrimenkullerin satılması sonucu elde edilecek gelirin üzerinden hesaplanacak satış hasılatının %0,5'i oranında hizmet bedelini, Beyazkum Sinpaş Holding'e ödeyecektir.

Beyazkum ile Sinpaş Holding arasında imzalanan 31 Mart 2023 tarihli mutabakat zaptı ile "Sinpaş" markasının, "Sinpaş Kızılbük Tehermal Resort" markasında yalnızca bu projeye mahsus kullanma üzere sürenin 31 Aralık 2030 tarihine kadar uzatılması hususunda mutabık kalınmıştır.

2- Satış/Hizmet Sözleşmesi

7 Ocak 2020 tarihinde Beyazkum ile Sinpaş GYO A.Ş. arasında imzalanmıştır. Beyazkum, imzalanan sözleşme kapsamında, sözleşme imza tarihinden 5 yıl süre için, Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin 3. kişilere satış ve pazarlamasını yapmaktadır.

Bu kapsamda BEYAZKUM bu sözleşme ile satış ve pazarlama dokümantasyonun elde edilmesi, fiili satış operasyonunun yönetilmesi, satış sonrası destek hizmetlerinin verilmesi, üçüncü kişilerle bu konuda satışa ilişkin sözleşmeler oluşturulmasını, ikinci el satış operasyonunun yönetilmesini üstlenmektedir. Verilecek bu hizmet karşılığında Beyazkum, ilgili devre mülkün satış bedelinin %3 + KDV'si oranında hizmet bedeli tahsil etmektedir.

Devre mülklerin teslim aşaması gelmesi halinde, müşterilere devir işlemleri Beyazkum tarafından yapılacaktır. Söz konusu devre mülklerin satış faturası öncelikle Sinpaş GYO tarafından Beyazkum'a keşide edilecek, Beyazkum'da ilgili devre mülkü ya doğrudan müşteriye ya da finansal kiralama yolu ile satılmışsa Arı Finansal Kiralama A.Ş.'ye fatura edecektir.

Bu sözleşme, 1 Nisan 2021 tarihinde, sözleşmeye konu Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin Kızılbük GYO'ya devredilmesi neticesinde, Sinpaş GYO A.Ş. tarafından tüm hak ve yükümlülükleriyle birlikte Kızılbük'e devrolmuştur.

Beyazkum ile Kızılbük GYO arasında 31 Mart 2023 tarihli imzalanan fesih mutabakatı ile 1 Nisan 2023 tarihinden başlamak üzere ileriye dönük olarak 7 Ocak 2020 tarihli Satış/Hizmet Sözleşmesi karşılıklı olarak fesih edilmiştir. Bu tarihten sonra Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin Beyazkum tarafından satış ve pazarlama faaliyetleri durdurulmuştur.

3- Marka Kullanım Sözleşmesi

7 Ocak 2020 tarihinde Beyazkum ile Sinpaş GYO A.Ş. arasında imzalanmıştır. İmzalanan bu sözleşme ile marka kullanım hakkı Beyazkum'da olan "SİNPAŞ" markasını yalnızca Muğla İli, Marmaris İlçesinde yapılan devre mülk projesinde kullanılmak üzere 5 yıllığına Sinpaş GYO'nun "Sinpaş Kızılbük Termal Resort" markasında kullanması sözleşmenin konusunu oluşturmaktadır. Bu marka kullanım hakkı karşılığında Beyazkum, her bir evre mülkün 3. kişilere satış tutarı üzerinden %2,5+KDV oranında marka kullanım bedeli tahsil etmektedir.

Sinpaş GYO'nun 22 Mart 2021 tarihli genel kurul kararı ile Sinpaş GYO'nun kısmi bölünmesi suretiyle sahip olduğu varlık ve yükümlülüklerin bir bölümü yeni kurulan Kızılbük GYO'ya devrolmuştur. Bu suretle Kızılbük GYO, Sinpaş GYO'nun tarafı olduğu sözleşmelerin de tarafı olmuştur. Marka kullanım hakkı sözleşmesine istinaden Beyazkum ve Kızılbük GYO arasında imzalanan 1 Nisan 2021 tarihli mutabakat zaptı ile ilgili sözleşmenin ve sözleşme şartlarının taraflar arasında devam etmesi hususunda mutabık kalınmıştır.

Beyazkum ile Kızılbük arasında imzalanan 31 Mart 2023 tarihli mutabakat zaptı ile "Sinpaş" markasının, "Sinpaş Kızılbük Thermal Resort" markasında yalnızca bu projeye mahsus kullanma üzere sürenin 31 Aralık 2030 tarihine kadar uzatılması hususunda mutabık kalınmış ve Sinpaş markasının Kızılbük GYO'nun kullanılmasına muvafakat edilmiştir.

4- Devre Mülklerin Finansal Kiralama Yoluyla Satışına İlişkin Çerçeve Sözleşmesi

7 Ocak 2020 tarihinde Beyazkum ile Sinpaş GYO A.Ş. arasında imzalan devre mülk satış/hizmet sözleşmesine göre Sinpaş GYO, Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin tamamını Beyazkum'a satmayı vaat etmiş Beyazkum da ilgili devre mülkleri almayı vaat etmiştir.

Beyazkum almayı vaat ettiği devre mülkleri, Arı Finansal Kiralama A.Ş. "Arı Kiralama" üzerinden finansal kiralama yöntemi ile satmak istemektedir. 10 Ocak 2020 tarihli olarak imzalanan sözleşme ile finansal kiralama yoluyla satılacak devremülklerin Sinpaş GYO tarafından satışının doğrudan Arı Kiralama'ya yapılması hususunda mutabık kalınmıştır. Yapılan bu sözleşme ile, 7 Ocak 2020 tarihinde Beyazkum ile Sinpaş GYO A.Ş. arasında imzalan devre mülk satış/hizmet sözleşmesi uyarınca Beyazkum'a ait olan tapu devretme yükümlülüğü yerine getirilmiş sayılacaktır.

Arı Kiralama, Beyazkum tarafından yürütülen satış pazarlama faaliyetleri sonucunda anlaşılan müşterilerle finansal kiralama sözleşmesi imzalayacak, finansal kiralama sözleşmesi uyarınca müşterilerden tahsilat işlemlerini gerçekleştirecek ve ilgili devremülklerin devir işlemlerini Beyazkum adına gerçekleştirecektir. Arı Kiralama gerçekleştireceği bu faaliyetler kapsamında %1,5 oranında hizmet bedeline hak kazanacaktır.

Sinpaş GYO'nun 22 Mart 2021 tarihli genel kurul kararı ile Sinpaş GYO'nun kısmi bölünmesi suretiyle sahip olduğu varlık ve yükümlülüklerin bir bölümü yeni kurulan Kızılbük GYO'ya devrolmuştur. Bu suretle Kızılbük GYO, Sinpaş GYO'nun tarafı olduğu sözleşmelerin de tarafı olmuştur. Bunun sonucunda, Kızılbük GYO, Devre Mülklerin Finansal Kiralama Yoluyla Satışına İlişkin Çerçeve Sözleşmesinin tarafı haline gelmiştir. Taraflar arasında imzalanan 31 Mart 2021 tarihli mutabakat zaptı ile 10 Ocak 2020 tarihli Devre Mülklerin Finansal Kiralama Yoluyla Satışına İlişkin Çerçeve Sözleşmesinin tüm hususlarında taraflar arasında mutabakat sağlanmıştır.

Kızılbük Thermal Wellness Resort Projesi

Kızılbük GYO'nun ilk projesi Marmaris'in en eşsiz koylarından İçmeler Kızılkum'da yer almaktadır. Kızılbük GYO, 1.350 lüks devre mülk ünitesi ve 230 oda kapasiteli 5 yıldızlı bir otel, Termal SPA, Wellness Park, Kongre Merkezi, Marina AVM'si, 10.500 m² büyüklüğünde devasa bir Aqua & Macera Park ve sağlıklı yaşam hizmetlerinden oluşan, yılın 365 günü faaliyet gösterecek bu özel projesi içinde sayısız ilkleri barındırmaktadır.

Devre mülk tatil anlayışını thermal wellness konseptiyle buluşturan Kızılbük Thermal Wellness Resort Projesi, ömür boyu tatil imkanı sunmaktadır. Şifa kaynağı suları ve doğasıyla, Marmaris İçmeler' deki bu eşsiz koylarda dört mevsim, beş yıldızlı otel konforunda, keyifli, sağlıklı ve huzur dolu yeni nesil muhafazakar tatil anlayışı vaat etmektedir. Benzersiz bir uyumla bir araya getirilmiş, tekne konseptinden esinlenerek tasarlanmış, lüks mobilya, ankastre, mutfak ve banyo gereçleriyle donatılmış, ihtiyaç duyulacak her şeyi içeren daireler içerdiği yüksek standartlardaki yaşam ile dini hassasiyetlere uygun, yeni nesil bir tatil anlayışı sunmaktadır.

Beyazkum'un 31 Mart 2023 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

-Beyazkum'un varlıklar toplamı 1.722.392.971 Türk Lirası olup bunun 1.721.550.683 Türk Liralık kısmı dönen varlıklardan, 842.288 Türk Liralık kısmı ise duran varlıklardan oluşmaktadır.

-Dönen varlıkların 1.717.424.616 Türk Liralık kısmı verilen avanslardan oluşmakta olup, bu tutar toplam varlıkların %99,71'ine isabet etmektedir. Verilen Sipariş avanslarının 1.667.221.478 TL'lik kısmı Kızılbüyük GYO'ya verilen avanslardan, 49.810.070 TL'lik kısmı ise Sinpaş yapı Endüstri A.Ş.'ye verilen avanslardan oluşmaktadır.

-Varlıklar içerisinde, Duran Varlıkların değeri 842.288 TL'dir.

-Beyazkum'un toplam kaynakları 1.722.392.971 Türk Lirası olup bunun 898.536 Türk Liralık kısmı Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, 1.773.854.189 Türk Liralık kısmı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve (52.359.754) TL'lik kısmı ise (negatif) Özkaynaklardan oluşmaktadır.

Beyazkum'un uzun vadeli yükümlülükleri 1.773.854.189 TL olup tamamı alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır.

-Şirketin 31 Mart 2023 tarihinde dona eren döneme ilişkin faaliyetleri incelendiğinde hasılatı bulunmamaktadır. Genel Yönetim Giderleri 517.488 Türk Lirası ve Pazarlama Giderleri 6.043.512 Türk lirası olarak gerçekleşmiştir.

-Şirket bu faaliyetleri sonucunda 31 Mart 2023 tarihinde sona eren dönemi 6.571.777 Türk Lirası zarar ile tamamlamıştır.

Beyazkum'un Vergi Usul Kanunu Hükümlerine Göre Hazırlanmış 31 Mart 2023 Tarihli Solo Bilançosu (Türk Lirası)

Varlıklar	31 Mart 2023	31 Aralık 2022	31 Aralık 2021	31 Aralık 2020	31 Aralık 2019
Dönen Varlıklar	1.721.550.683	1.441.985.505	489.356.107	150.176.587	45.068
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.471.382	24.313.838	6.785.172	131.477	40.600
Ticari alacaklar	24.574	25.606	52.508	129.673.497	2.709
Diğer Alacaklar	918.787	913.769	16.174	5.196	--
Verilen Sipariş Avansları	1.717.424.616	1.415.386.516	481.758.496	20.304.638	103
Peşin Ödenmiş Giderler	120.449	--	--	--	--
Diğer Dönen Varlıklar	1.590.875	1.345.776	743.757	61.778	1.657
Duran Varlıklar	842.288	711.865	711.040	9.804	1.338
Maddi Duran Varlıklar	842.037	711.530	710.371	8.800	--
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	251	335	669	1.004	1.338
Toplam Varlıklar	1.722.392.971	1.442.697.369	490.067.147	150.186.390	46.407

Kaynaklar	31 Mart 2023	31 Aralık 2022	31 Aralık 2022	31 Aralık 2022	31 Aralık 2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	898.536	3.916.129	9.203.169	1.264.524	72.917
Ticari Borçlar	880.178	1.157.659	213.015	971.021	28.525
Diğer Borçlar	5.018	1.635.486	226.523	98.720	25.591
Alınan Sipariş Avansları	--	207	8.310.348	--	--
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	777	1.122.777	453.283	194.783	18.800
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	12.564	--	--	--	--
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.773.854.189	1.484.569.218	496.097.823	150.940.738	--
Alınan Sipariş Avansları	1.773.854.189	1.484.569.218	496.097.823	150.940.738	--
Özkaynaklar	(52.359.754)	(45.787.978)	(15.233.845)	(2.018.872)	(26.510)
Ödenmiş Sermaye	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000

Geçmiş Karları/ (Zararları)	(45.837.978)	(15.283.845)	(2.068.872)	(76.510)	--
Dönem Net Zararı	(6.571.777)	(30.554.133)	(13.214.973)	(1.992.361)	(76.510)
Toplam Kaynaklar	1.722.392.971	1.442.697.369	490.067.147	150.186.390	46.407

Beyazkum'un Vergi Usul Kanunu Hükümlerine Göre Hazırlanmış 31 Mart 2023 Tarihli Solo Gelir Tablosu (Türk Lirası)

Gelir Tablosu	1 Ocak- 31 Mart 2023	1 Ocak- 31 Aralık 2022	1 Ocak- 31 Aralık 2022	1 Ocak- 31 Aralık 2022	1 Ocak- 31 Aralık 2022
Hasılat	--	--	--	--	--
Satışların Maliyeti	--	--	--	--	--
Brüt Kar/Zarar	--	--	--	--	--
Pazarlama Giderleri	(6.043.612)	(29.558.600)	(11.868.798)	(1.670.946)	(67.362)
Genel Yönetim Giderleri	(517.448)	(970.880)	(1.403.071)	(318.803)	(9.081)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	59.300	3.527.830	8.145.263	2.044	--
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(70.016)	(3.551.729)	(8.080.763)	(2.487)	--
Faaliyet Karı/(Zararı)	(6.571.777)	(30.553.378)	(13.207.370)	(1.990.193)	(76.443)
Finansman Giderleri	--	(755)	(7.604)	(2.168)	(68)
Vergi Giderleri	--	--	--	--	--
Net Kar/(Zarar)	(6.571.777)	(30.554.133)	(13.214.973)	(1.992.361)	(76.510)

3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi

Şirketin, İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğünde yapılan sorgulama sonucu herhangi bir sınırlamaya tabi olmadığı görülmüştür. (Kaynak: <https://bilgibankasi.ito.org.tr/tr/bilgi-bankasi/firma-bilgileri>)

Şirket esas sözleşmesinin 5. maddesine göre şirketin faaliyetleri herhangi bir süre ile sınırlandırılmamıştır. Bu nedenle şirketin sonsuza kadar yaşayacağı varsayımı ile sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır.

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1.Girdi ve Varsayımlar

4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı

-Beyazkum'un değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından hazırlanmış olan VUK esaslı mali tablolardan alınmıştır. Değerlemenin gerçekleştirildiği tarih itibarıyla Beyazkum'un 31 Mart 2023 ve 31 Aralık 2022 tarihli mali tabloları ilgili kurumlara beyan edilmemiş olup tarafımıza sunulan 31 Mart 2023 ve 31 Aralık 2022 yılı verileri geçmiş beyannameler ile kıyaslanmış ve doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur.

-Beyazkum'un indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında şirketin faaliyetleri Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin 3. kişilere satış ve pazarlamasından oluşmaktadır.

-Beyazkum'un %3+KDV oranında satış/hizmet komisyonu geliri, %2,5+KDV oranında marka kullanım gelirleri oluşmakta ve ayrıca Sinpaş Holding'e marka kullanım bedeli olarak ödenen %0,5+KDV oranında gideri oluşmaktadır.

-Beyazkum ile Kızılbük GYO arasında 31 Mart 2023 tarihli imzalanan fesih mutabakatı ile 1 Nisan 2023 tarihinden başlamak üzere ileriye dönük olarak 7 Ocak 2020 tarihli Satış/Hizmet Sözleşmesi karşılıklı olarak fesih edilmiştir. Bu tarihten sonra Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin Beyazkum tarafından satış ve pazarlama faaliyetleri durdurulmuştur.

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması

Beyazkum'un değerleme çalışmasında aşağıdaki yöntemler ve varsayımlar kullanılmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: Beyazkum'un indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında şirketin nakit girişi ve nakit çıkışı sağlayan unsurları gruplanmıştır. Şirketin bu nakit giriş ve çıkış grupları kapsamında elde edeceği gelirler ve giderler piyasa koşulları doğrultusunda tahmin edilmiştir. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Türkiye'nin 31 Mart 2023 tarihli ülke risk primi, risksiz faiz oranı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve Beyazkum ile ilişkili olan Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin beta katsayısı dikkate alınmıştır.
Risksiz getiri oranı olarak 31 Mart 2023 tarihli ve 11 Şubat 2026 itfa tarihli devlet tahvili (Kod: TRT110226T13) baz alınmış olup değerlendirme tarihinde kapanış değeri %13,05'tir.
2. Şirketin nakit akışları hesaplanırken nakit giriş ve çıkış kaynaklarına gruplama yapılmış ve bu gruplara göre oluşturulan gelir ve gider hesaplamaları üzerinden serbest nakit akışları hesaplanmıştır.
3. Faaliyet giderleri genel giderlerden ve pazarlama giderlerinden oluşmakta olup enflasyon beklentileri ile orantılı artırılarak gelecek yılların faaliyet giderleri tahmin edilmiştir.
4. Projeksiyon Şubat 2026'ya kadar aylık bazda yapılmış olup buna karşın marka ile ilgili faaliyet giderlerinin de devam edeceği varsayılarak faaliyet giderleri için 2030 yılına kadar ayrı bir nakit akış tablosu oluşturulmuş ve elde edilen tutarların bugünkü değeri nihai Pazar Değerinden mahsup edilmiştir.
5. Kurumlar vergisi oranı 2023 ve sonraki yıllar için %20 alınmıştır.
6. Net işletme sermayesi hesaplaması yapılmamıştır. Şirketin tahakkuk esaslı nakit akışları hesaplanmış olmakla birlikte bunlar gerçekleşme dönemine göre serbest nakit akışlarında gösterildiği için net işletme sermayesi hesaplaması yapılmamıştır. Net işletme sermayesi hesaplanmasının temel sebebi, tahakkuk esaslı nakit akışları ile bunların gerçekleşme dönemleri arasındaki fark nedeniyle oluşan zaman kaymasının paranın zaman değerine etkisini denkleştirmektir.
7. Değerleme çalışmasında faaliyetlerin sınırlı bir süre için yapılacağı varsayıldığı için Devam Eden Değer hesaplanmamıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Beyazkum'un, değerlendirme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli mali tabloları ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir. Değerleme yapıldığı dönemde ise 31 Aralık 2022 ve 31 Mart 2023 dönemlerine ait olan beyannameler henüz verilmemiş olup bu dönemlere ait detay mizanlar şirket beyanı doğrultusunda alınmıştır. Bu mali tablolar, geçmiş dönem mali tabloları ile kıyaslanmış ve doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur. Yine bu mali tablolarda önemli büyüklükteki kalemler için kanıt teşkil eden dekont, mutabakat zaptı, çek listesi, gayrimenkul değerlendirme raporları vb. resmi evraklar da dikkate alınmıştır.
2. Türkiye'deki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Türkiye'deki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.

4. Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. Beyazkum'un projeksiyon döneminde asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.

4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı

Değerleme raporumuzda Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan “2022 / 1549” rapor numaralı 31 Aralık 2022 rapor tarihli “Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Marmaris / MUĞLA (Otel - Devremülk Projesi) Gayrimenkul Değerleme Raporu” kullanılmıştır (Kaynak: <https://www.kizilbukgyo.com/assets/pdf/yatirimci/halka-arz/marmaris-kizilbuk-gyo-2022.pdf>). Bu raporun kullanılma amacı, Beyazkum'un değerlendirme çalışmasında projeksiyona konu olan gayrimenkuller ile ilgili bilgilerin doğruluğunu test etmek olup bu kapsamda ilgili gayrimenkul değerlendirme raporu, yeterli delil sağlamıştır.

Gayrimenkul değerlendirme raporu ile ilgili yapılan incelemede raporun Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde hazırlanmış olduğu görülmüştür. Raporu hazırlayan Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. SPK tarafından yetkilendirilmiş bir gayrimenkul değerlendirme kuruluşudur (Kaynak: <https://spk.gov.tr/kurumsal-iletisim/gayrimenkul-degerleme-kuruluslari>). Burada yer alan incelemeler sonucunda Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan “2022 / 1549” rapor numaralı 31 Aralık 2022 rapor tarihli “Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Marmaris / MUĞLA (Otel - Devremülk Projesi) Gayrimenkul Değerleme Raporu”nun doğru ve güvenilir olduğu yönünde kanaate varılmış ve değerlendirme raporumuzda dayanak olarak kullanılmıştır.

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Türk Lirası'dır.

4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları

Değerleme çalışmasında Türk Lirası dışında bir para birimi kullanılmamıştır.

4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi

Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususlar bulunmamaktadır.

4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama

Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu değildir.

4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler

Yeditepe tarafından yapılan Beyazkum'a ait değerlendirme raporu bulunmamaktadır.

4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerleme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerleme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

Beyazkum'un bağlı olduğu Sinpaş Yapı Endüstri A.Ş.'nin finansal ve pazarlama gücü,

Sinpaş markasının bilinirliliği

Olumsuz Faktörler:

Faaliyetlerinin Kızılbük'e ait Muğla İli, Marmaris İlçesinde bulunan devre mülklerin satış ve pazarlamasıyla sınırlı olması

Turizm sektörünün krizlerden çok hızlı etkileniyor olması

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:

Değerleme Yaklaşımları:

Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Aşağıda tanımlanan ve açıklanan üç yaklaşım değerlemede kullanılan temel yaklaşımlardır. Bunların tümü, fiyat dengesi, fayda beklentisi veya ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır. Temel değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibidir.

-Pazar Yaklaşımı

-Gelir Yaklaşımı

-Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

Pazar yaklaşımı; varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Aşağıda yer verilen durumlarda, pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

-Değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedel ile son dönemde satılmış olması,

-Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi,

-Önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda Pazar yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Pazar yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve Pazar yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığa veya buna önemli ölçüde benzer varlıklara ilişkin işlemlere pazardaki oynaklık ve hareketlilik dikkate almak adına yeteri kadar güncel olmaması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olmamakla birlikte işlem görmesi,
- Pazar işlemlerine ilişkin bilgi edilebilir olmakla birlikte karşılaştırılabilir varlıkların değerleme konusu varlıkla önemli ve /veya anlamlı farklılıklarının dolayısıyla da sübjektif düzeltmeler gerektirme potansiyelinin bulunması,
- Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,
- Varlığın değerini etkileyen önemli unsurun varlığın yeniden üretim maliyeti veya gelir yaratma kabiliyetinden ziyade pazarda işlem görebileceği fiyat olması,

Gelir Yaklaşımı:

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer gelecekteki nakış akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Aşağıda yer verilen durumlarda, gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

- Varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olmakla birlikte ilgili pazar emsallerinin varsa bile az sayıda olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşımın önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte, söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda, gelir yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Gelir yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve gelir yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen birçok faktörden yalnızca biri olması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması,
- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,
- Değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamaya planlanmış olması.

Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcının yatırımlarından getiri elde etmeyi beklmeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmalarının gerekli görülmesi teşkil eder.

Genel olarak yatırımcıların sadece sistematik risk için ek getiri elde etmeleri beklenir.

Maliyet Yaklaşımı:

Maliyet Yaklaşımı, bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça belli bir varlık için ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Aşağıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların değerlendirme konusu varlıkla önemli ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığın katılımcıların değerlendirme konusu varlığı bir an evvel kullanabilmeleri için önemli bir prim ödemeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar kısa bir sürede yeniden oluşturulabilmesi,

-Varlığın doğrudan gelir yaratmaması ve varlığın kendine özgü niteliğinin gelir yaklaşımını veya Pazar yaklaşımını olanaksız kılması,

-Kullanılan değer esasının temel olarak ikame değeri örneğinde olduğu gibi ikame maliyetine dayanması,

Yukarıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda maliyet yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir. Maliyet yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştiren diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve maliyet yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların aynı faydaya sahip bir varlığı yeniden oluşturmayı düşündükleri ancak varlığın yeniden oluşturulmasının önünde potansiyel yasal engellerin veya önemli ve/veya anlamlı bir zaman ihtiyacının bulunması,

-Maliyet yaklaşımının diğer yaklaşımlara bir çapraz kontrol aracı olarak kullanılması,

-Varlığın, maliyet yaklaşımında kullanılan varsayımları son derece güvenilir kılacak kadar yeni oluşturulmuş olması.

Kısmen tamamlanmış bir varlığın değeri genellikle varlığın oluşturulmasında geçen süreye kadar katılan maliyetleri ve katılımcıların varlığın tamamlandığındaki değerinden varlığı tamamlamak için gereken maliyetler ile kar ve riske göre yapılan uygun düzeltmeler dikkate alındıktan sonraki değerine ilişkin beklentileri yansıtacaktır.

Yapılan değerlendirme çalışmasında Beyazkum için bir değerlendirme yöntemi (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır. Bu yöntem ile elde edilen tutar, Beyazkum'un Pazar Değeri olarak atanmıştır.

4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"inin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

Yapılan değerlendirme çalışmasında Beyazkum için bir değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı) kullanılmıştır.

4.3.1. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

İNA yönteminde, tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

İNA yönteminin temel adımları:

- değerleme konusu varlığın ve değerlendirme görevinin niteliğine en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit Arı akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.),
- nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi,
- söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması,
- (varsa) kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değer değerlendirme konusu varlık için uygun olup olmadığının; daha sonra da varlığın niteliğine uygun devam eden değer belirlenmesi,
- uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve
- indirgeme oranının varsa devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahmini nakit akışlarına uygulanması şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

Beyazkum için İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında Beyazkum yönetimi tarafından sunulan veriler ve mali tablolar piyasa koşullarına göre yorumlanarak aşağıdaki varsayımlar ve tahminler oluşturulmuştur.

Beyazkum'un esas faaliyet konusu "Sinpaş Kızılbük Thermal Wellness Resort" projesinde yer alan devremülklerin satışını gerçekleştirmektir. Bu kapsamda herhangi bir müşteri tarafından devremülk talep edildiği zaman Beyazkum tarafından ilgili devremülk Sinpaş GYO'dan satın alınmakta ve Arı Finansal kiralama vasıtasıyla müşteriye sözleşme kapsamında satmaktadır. İşlem bu şekilde gerçekleştiği için Beyazkum üzerinde gayrimenkul stoku oluşmamaktadır. Satışın gerçekleşmesi ile birlikte müşteriden taksitle ödemeler tahsil edilmektedir.

Burada belirtilen satış faaliyetleri 31 Mart 2023 tarihine kadar gerçekleşmiş olup bu tarihten sonra Beyazkum tarafından devremülklerin satışına son verilmiştir. Bu nedenle Beyazkum'un devremülk kaynaklı nakit akışları tamamen önceki satışlarından kaynaklı taksitlerin tahsili ve bu çerçevede yapılacak olan işlemlerden oluşmaktadır.

Beyazkum tarafından 31 Mart 2023 tarihine kadar satış hizmet sözleşmesi kapsamında KDV dahil gerçekleşen satış tutarı 3.050.897.030 TL'dir. 31 Mart 2023 tarihine kadar bu tutarın bir kısmı tahsil edilmiş olup kalan kısmı ise sözleşmeler çerçevesinde 2026 yılı Şubat ayına kadar tahsil edilecektir. Devremülk projesinin tamamlanıp teslim edileceği dönem ise 2024 yılı Ağustos ayı olarak planlanmaktadır.

Arı Finansal ise %1,5 olan payını kaynağında kesmekte olup bu çerçevede 31 Mart 2023 tarihine kadar toplam 41.311.582 TL kesinti yapmış ve kesinti sonrası kalan tutar olan 1.773.854.189 TL'yi Beyazkum'a transfer etmiştir. Ayrıca 1.773.854.189 TL olan tahsilatın dışında geçmiş dönemlerde tahsil edilmesi gerektiği halde temerrüte düşen 71.971.981 TL'lik bir tutar vardır. Bu tutar ise gelecek dönemlerde tahsil edilecektir.

Beyazkum'un çalışma şekli incelendiğinde Arı Leasing tarafından yapılan kesinti sonrası elde edilen tutarlar Beyazkum bünyesine geçmektedir. Beyazkum'un temel gelir kaynağı KDV hariç satış bedeli üzerinden %3 hizmet bedeli olup ayrıca yine KDV hariç satış bedeli üzerinden %2,5 oranında marka bedeli almaktadır. Gayrimenkullerin satış sözleşmesi kapsamında tahsil edilen tutarları Beyazkum'a geçtikten sonra buradan

Satış/Hizmet Sözleşmesi kapsamında Beyazkum'un üstlendiği satış ve pazarlama hizmetlerine ilişkin reklam, katalog, dökümantasyon, satış ofisi temini ve işletme giderleri, satış ofisi imalat, dekorasyon gibi giderleri ile satış ana kadrosu dışındaki personelin maaşları ve sosyal giderleri gibi Kızılbük GYO tarafından karşılanan giderler dışında kalan Proje'de görevlendirilmiş olan satış personellerine ait giderler vb. gibi Beyazkum tarafından yapılan operasyonel giderler fonlanmaktadır. Daha sonra da kalan tutarlar Kızılbük'e aktarılmaktadır. Bu işlem sırasında Beyazkum'un hizmet bedeli olan %3'lük payı ve marka bedeli olan %2,5'lik payı tahakkuk etmekle birlikte 31 Mart 2023 tarihine kadar gerçekleşen işlemlerde şirketin tahakkuk eden hizmet bedelinin altında bir kesinti yaptığı, bu çerçevede 51.164.578 TL (KDV dahil 60.374.202 TL) olan hizmet bedeli tahakkukuna karşın 56.320.876 TL (KDV dahil) hizmet bedeli kesintisi yaptığı görülmektedir. Buradaki kesintiler, Beyazkum'un operasyonel giderlerinin fonlanması için yeterli olduğundan, fark tutarı olan 4.053.326 TL (KDV dahil) Aralık 2023 döneminde Kızılbük'e yapılacak ödemelerden mahsuplaştırılacağı varsayılmıştır.

Şirketin marka gelirleri yanında Sinpaş Holding'e %0,5 oranında marka bedeli ödemesi vardır. Bu kapsamda 31 Mart 2023 ve öncesi toplam tahakkuk eden bedel KDV hariç 8.202.700 TL olup bu tutar hiç ödenmemiştir. Bu tutar da gelecek dönemlerde mahsup edilecektir.

Aşağıdaki tabloda 31 Mart 2023 tarihi ve öncesine ait şirket faaliyetleri gösterilmiştir:

31 Mart 2023 Tarihine Kadar Gerçekleşmiş Olan Tutarlar	
Satış Hizmet Sözleşmesi Kapsamında Gerçekleşen Satışlar (KDV Dahil)	3.050.897.030 TL
Satış Kaynaklı Tahsilatlar (KDV Dahil)	1.773.854.189 TL
Satış Kaynaklı Tahsilatlar (KDV Dahil) Vadesi Geçmiş Tutarlar	71.971.981 TL
Arı Kiralama Ödemeleri (%1,5) (KDV Dahil)	41.311.582 TL
Şirket Operasyonel Giderleri	52.106.579 TL
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (Amortisman Hariç)	49.054.666 TL
Genel Yönetim Giderleri (Amortisman Hariç)	3.051.912 TL
Kızılbük'e Yapılan Ödemeler (KDV Dahil)	1.667.221.478 TL
Hizmet Bedeli (%3) Tahakkuku	51.164.578 TL
Sinpaş Holding (KDV Hariç Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Tahakkuku	8.202.700 TL
Sinpaş Holding (Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Ödemesi	0 TL
Hizmet Bedeli (%3) Tahsilatı (KDV Dahil)	56.320.876 TL
Marka Bedeli (%2,5) Tahakkuku (KDV Hariç)	42.637.148 TL
Marka Bedeli (%2,5) Tahsilatı (KDV Dahil)	50.311.835 TL

Yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin KDV dahil tahsil edeceği 1.235.731.258 TL tutarındaki taksitler, sözleşmelerde yer alan vadeler doğrultusunda dönemlere aylık bazda yayılmıştır. Burada yer alan 1.235.731.258 TL'lik tutar içerisinde temerrüte düşmüş olan 71.971.981 TL'lik tutar da dahildir. Şirketin temerrüt hariç gelecek dönemler için sözleşmeler çerçevesinde tahsilat tutarları aşağıdaki gibidir:

Dönem	Tahsilat Tutarı	Dönem	Tahsilat Tutarı
Nisan 2023	187.553.343 TL	Ekim 2024	21.799.670 TL
Mayıs 2023	76.226.071 TL	Kasım 2024	19.724.499 TL
Haziran 2023	76.334.310 TL	Aralık 2024	21.315.460 TL
Temmuz 2023	75.659.075 TL	Ocak 2025	15.729.772 TL
Ağustos 2023	69.271.708 TL	Şubat 2025	12.914.036 TL
Eylül 2023	67.627.879 TL	Mart 2025	13.277.326 TL
Ekim 2023	53.346.222 TL	Nisan 2025	8.699.659 TL
Kasım 2023	49.454.211 TL	Mayıs 2025	7.798.359 TL
Aralık 2023	66.361.707 TL	Haziran 2025	5.218.905 TL
Ocak 2024	44.366.924 TL	Temmuz 2025	5.602.236 TL

Şubat 2024	41.724.735 TL	Ağustos 2025	2.933.304 TL
Mart 2024	44.331.804 TL	Eylül 2025	2.074.821 TL
Nisan 2024	33.492.961 TL	Ekim 2025	1.013.041 TL
Mayıs 2024	28.692.583 TL	Kasım 2025	349.319 TL
Haziran 2024	32.614.998 TL	Aralık 2025	349.319 TL
Temmuz 2024	25.211.378 TL	Ocak 2026	349.319 TL
Ağustos 2024	23.938.001 TL	Şubat 2026	343.411 TL
Eylül 2024	28.058.908 TL		

Yukarıda yer alan tabloda temerrüte düşen tutarlar gösterilmemiş olup temerrüte düşen tutarların ise 2023 yılsonuna kadar ödeneceği varsayılmıştır. Bu çerçevede 71.971.981 TL'lik tutar Nisan 2023-Aralık 2023 tarihleri arasında eşit oranda tahsil edilecek varsayılmıştır.

Yine gelecek dönemlerde yapılacak olan tahsilatlarda sözleşme gereği Arı Leasing'in payı olmayacaktır.

Şirketin 31 Mart 2023 tarihi ve öncesindeki amortisman hariç operasyonel giderleri toplam 52.106.579 TL olmuştur. Bunun dağılımı incelendiğinde 49.054.666 TL'lik kısmı "pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (amortisman hariç)" ve 3.051.912 TL'lik kısmı ise "genel yönetim giderleri (amortisman hariç)" şeklindedir. Geleceğe dönük yapılan projeksiyonda genel yönetim giderlerinin gelecek dönemlerde de devam edeceği, buna karşın gayrimenkul satışlarının durması sebebi ile pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin ise sadece Nisan 2023 döneminde gerçekleşeceği, sonraki dönemlerde ise olmayacağı varsayılmıştır. Nisan 2023 dönemine ait pazarlama, satış ve dağıtım giderleri tahmin edilirken 2023 yılı ilk 3 aylık dönemde gerçekleşen tutarın 1/3'ü baz alınmıştır. Genel yönetim giderleri de tahmin edilirken aynı yaklaşım uygulanmıştır. Gelen yönetim giderlerinin devam edecek olması sebebi ile tahmin yapılırken her ay aynı seviyede kalacağı ve yeni yıla geçerken de enflasyon sebebi ile artacağı varsayılmıştır. Enflasyon oranı için TCMB enflasyon beklentileri baz alınmıştır. Mart 2023 tarihli TCMB enflasyon beklentisine (Kaynak: TCMB, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405/PKA_Rapor.pdf?MOD=AJPERES) göre 2024 yılı fiyat artışı %37,72; 2025 yılı fiyat artışı %17,91; 2026 yılı fiyat artışı %14,94; 2027 yılı %11,97; 2028 yılı %9 ve sonraki yıllar ise %5 olarak alınmıştır.

Dönem	Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (Amortisman Hariç)	Genel Yönetim Giderleri (Amortisman Hariç)
Nisan 2023	2.003.339 TL	162.199 TL
Mayıs 2023	0 TL	162.199 TL
Haziran 2023	0 TL	162.199 TL
Temmuz 2023	0 TL	162.199 TL
Ağustos 2023	0 TL	162.199 TL
Eylül 2023	0 TL	162.199 TL
Ekim 2023	0 TL	162.199 TL
Kasım 2023	0 TL	162.199 TL
Aralık 2023	0 TL	162.199 TL
Ocak 2024	0 TL	223.381 TL
Şubat 2024	0 TL	223.381 TL
Mart 2024	0 TL	223.381 TL
Nisan 2024	0 TL	223.381 TL
Mayıs 2024	0 TL	223.381 TL
Haziran 2024	0 TL	223.381 TL
Temmuz 2024	0 TL	223.381 TL
Ağustos 2024	0 TL	223.381 TL
Eylül 2024	0 TL	223.381 TL
Ekim 2024	0 TL	223.381 TL
Kasım 2024	0 TL	223.381 TL
Aralık 2024	0 TL	223.381 TL
Ocak 2025	0 TL	263.389 TL

Şubat 2025	0 TL	263.389 TL
Mart 2025	0 TL	263.389 TL
Nisan 2025	0 TL	263.389 TL
Mayıs 2025	0 TL	263.389 TL
Haziran 2025	0 TL	263.389 TL
Temmuz 2025	0 TL	263.389 TL
Ağustos 2025	0 TL	263.389 TL
Eylül 2025	0 TL	263.389 TL
Ekim 2025	0 TL	263.389 TL
Kasım 2025	0 TL	263.389 TL
Aralık 2025	0 TL	263.389 TL
Ocak 2026	0 TL	302.739 TL
Şubat 2026	0 TL	302.739 TL

Projeksiyon Şubat 2026 dönemine kadar yapılmış olup sonraki dönemlerde ise 2030 yılı sonuna kadar marka bedeli olan %2,5'lik gelirler devam edecektir. Bu nedenle faaliyet giderlerinin 2030 yılı sonuna kadar devam edeceği varsayılmış olup yine bu giderler Ocak aylarında ilgili dönemin enflasyon tahmini doğrultusunda artırılmıştır. Daha sonra da ilgili dönemin iskonto katsayısı üzerinden bugünkü değerleri hesaplanmıştır. İlgili hesaplamalar sonraki adımlarda detaylandırılmıştır. Bu kapsamda sonraki dönemlerin faaliyet giderleri aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

Dönem	Tutar
2026 Mart-Yılsonu	3.027.388 TL
2027 Yılı	4.067.719 TL
2028 Yılı	4.433.814 TL
2029 Yılı	4.655.504 TL
2030 Yılı	4.888.280 TL

Daha önce gösterilmiş olan tahsilat tablosu çerçevesinde %3 hizmet bedeli tahakkuku ve bu bedellerin tahsilatları ayrı hesaplanmıştır. Daha önce de ifade edildiği gibi hizmet bedeli tahakkuk etmiş olmasına karşın tahakkuk eden tutar ile şirketin faaliyetlerini fonlamak amacıyla tahsil etmiş olduğu fiili tutarlar farklıdır. Bu nedenle şirket, tahakkuk eden tutarın üzerinde bir kesinti gerçekleştirmiştir. Geleceğe dönük yapılan projeksiyonda tahakkuk tutarları hesaplanmış olup bu tahakkuk eden tutardan sadece operasyonel giderleri kadarlık kısmı keseceği ve kalan kısmı ise Kızılbük'e ödeyeceği varsayılmıştır. Bu işlemin ise Kızılbük'e uygulanmış olan geçmişteki tahakkuktan daha fazla yapılan kesintiler mahsup edilene kadar devam edecek varsayılmıştır. Mahsuplaştırma işlemi tamamlandığında ise tahakkuk eden tutar ile tahsil edilen tutarın eşitleneceği varsayılmıştır.

Marka bedeli ise %2,5 oranında tahakkuk etmekte olup bu tutarın ilgili dönemde kesinti yolu ile tahsil edileceği varsayılmıştır.

Sinpaş Holding'e ödenecek olan %0,5 marka bedeli için de hesaplama yapılmış olup her döneme tahakkuk eden tutarlar bu oran üzerinden tabloda gösterilmiştir. Ödemeler bu döneme kadar yapılmamış olup ödemelerin Mayıs 2024 döneminde yapılacağı, bu dönemden sonra ise tahakkuk edecek olan tutarların tahakkuk döneminde ödeneceği varsayılmıştır.

KDV dahil satış kaynaklı tahsilatlar ve temerrüt kaynaklı alacaklar dönemler itibariyle tahmin edildikten sonra aylık bu tutarlardan hizmet bedeli tahsilatı ve marka bedeli tahsilatı düşülmüş ve kalan tutarlar Kızılbük ödemeleri olarak projeksiyonda gösterilmiştir.

Dönem	Sinpaş Holding (KDV Hariç Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Tahakkuku	Sinpaş Holding (KDV Dahil Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Ödemesi	Hizmet Bedeli (%3) Tahakkuku (KDV Hariç)	Hizmet Bedeli (%3) Tahsilatı (KDV Dahil)	Marka Bedeli (%2,5) Tahakkuku (KDV Hariç)	Marka Bedeli (%2,5) Tahsilatı (KDV Dahil)
Nisan 2023	905.325 TL	0 TL	5.206.026 TL	6.143.111 TL	4.338.355 TL	5.119.259 TL
Mayıs 2023	389.921 TL	0 TL	2.116.263 TL	2.497.191 TL	1.763.553 TL	2.080.992 TL
Haziran 2023	390.422 TL	0 TL	2.119.844 TL	2.501.416 TL	1.766.537 TL	2.084.513 TL
Temmuz 2023	387.296 TL	0 TL	2.101.088 TL	2.479.284 TL	1.750.907 TL	2.066.070 TL
Ağustos 2023	357.725 TL	0 TL	1.923.661 TL	2.269.920 TL	1.603.051 TL	1.891.600 TL
Eylül 2023	350.115 TL	0 TL	1.877.999 TL	2.216.039 TL	1.564.999 TL	1.846.699 TL
Ekim 2023	283.996 TL	0 TL	1.481.282 TL	1.747.913 TL	1.234.402 TL	1.456.594 TL
Kasım 2023	265.977 TL	0 TL	1.373.175 TL	1.620.346 TL	1.144.312 TL	1.350.289 TL
Aralık 2023	344.253 TL	0 TL	1.842.847 TL	6.227.885 TL	1.535.705 TL	1.812.132 TL
Ocak 2024	205.402 TL	0 TL	1.231.880 TL	1.453.619 TL	1.026.567 TL	1.211.349 TL
Şubat 2024	193.170 TL	0 TL	1.158.609 TL	1.367.159 TL	965.508 TL	1.139.299 TL
Mart 2024	205.240 TL	0 TL	1.231.201 TL	1.452.817 TL	1.026.001 TL	1.210.681 TL
Nisan 2024	155.060 TL	0 TL	930.122 TL	1.097.544 TL	775.101 TL	914.620 TL
Mayıs 2024	132.836 TL	15.067.937 TL	796.778 TL	940.198 TL	663.981 TL	783.498 TL
Haziran 2024	150.995 TL	178.175 TL	905.734 TL	1.068.766 TL	754.778 TL	890.638 TL
Temmuz 2024	116.719 TL	137.729 TL	700.078 TL	826.092 TL	583.398 TL	688.410 TL
Ağustos 2024	110.824 TL	130.772 TL	664.706 TL	784.353 TL	553.922 TL	653.628 TL
Eylül 2024	129.902 TL	153.285 TL	779.176 TL	919.427 TL	649.313 TL	766.190 TL
Ekim 2024	100.924 TL	119.091 TL	605.308 TL	714.264 TL	504.423 TL	595.220 TL
Kasım 2024	91.317 TL	107.754 TL	547.781 TL	646.382 TL	456.484 TL	538.652 TL
Aralık 2024	98.683 TL	116.446 TL	592.096 TL	698.673 TL	493.413 TL	582.227 TL
Ocak 2025	72.823 TL	85.931 TL	436.938 TL	515.586 TL	364.115 TL	429.655 TL
Şubat 2025	59.787 TL	70.549 TL	358.723 TL	423.293 TL	298.936 TL	352.744 TL
Mart 2025	61.469 TL	72.534 TL	368.814 TL	435.201 TL	307.345 TL	362.667 TL
Nisan 2025	40.276 TL	47.526 TL	241.657 TL	285.155 TL	201.381 TL	237.629 TL
Mayıs 2025	36.104 TL	42.602 TL	216.621 TL	255.612 TL	180.517 TL	213.010 TL
Haziran 2025	24.162 TL	28.511 TL	144.969 TL	171.064 TL	120.808 TL	142.553 TL
Temmuz 2025	25.936 TL	30.605 TL	155.618 TL	183.629 TL	129.681 TL	153.024 TL
Ağustos 2025	13.580 TL	16.025 TL	81.481 TL	96.147 TL	67.901 TL	80.123 TL
Eylül 2025	9.606 TL	11.335 TL	57.634 TL	68.008 TL	48.028 TL	56.673 TL
Ekim 2025	4.690 TL	5.534 TL	28.140 TL	33.205 TL	23.450 TL	27.671 TL
Kasım 2025	1.617 TL	1.908 TL	9.703 TL	11.450 TL	8.086 TL	9.542 TL
Aralık 2025	1.617 TL	1.908 TL	9.703 TL	11.450 TL	8.086 TL	9.542 TL
Ocak 2026	1.617 TL	1.908 TL	9.703 TL	11.450 TL	8.086 TL	9.542 TL
Şubat 2026	1.590 TL	1.876 TL	9.539 TL	11.256 TL	7.949 TL	9.380 TL

KDV kaynaklı nakit giriş ve çıkışları da projeksiyonda gösterilmiştir. Şirketin tahsilatlarının KDV dahil olması sebebi ile KDV ödeme tarihine kadar önemli bir KDV tutarı tahsil edecek olup fatura kesim tarihinde ise bu tutarların ödemesi gerçekleşecektir. Şirketin KDV oranı işlemin durumuna göre %8 veya %18 olarak uygulanmaktadır. Şirketin tahsilatları KDV dahil olup bu çerçevede ödemeleri de KDV dahildir. Tüm bu nakit hareketlerinde işlemler sözleşme üzerinden yapılmakta olup fatura kesilmediği için devlete KDV ödemeleri olmamaktadır. KDV ödemeleri, kurumlar vergisinde olduğu gibi faturaların kesim döneminde gerçekleşecektir. 31 Mart 2023 tarihi ve öncesine ait KDV hareketleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

KDV İşlemi (31 Mart 2023 ve Öncesi)	Tutar
Devreden KDV	1.582.616 TL
Oluşacak Devreden KDV (Devre Mülk Maliyeti) (%8-%18)	133.614.528 TL
Oluşacak Devreden KDV (Sinpaş Holding Marka Kullanım Bedeli) (%18)	1.476.486 TL
Oluşacak Devreden KDV (Arı Kiralama) (%0) (Müşteriden Tahsilat)	0 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Marka Bedeli) (%18)	7.674.687 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Hizmet Bedeli) (%18)	9.209.624 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Devre Mülk Satışı) (%8-%18)	133.314.281 TL
Net KDV Durumu	-13.524.963 TL
KDV Ödemesi (Devlete)	0 TL

Tabloda yer alan “Devreden KDV” tutarı şirketin mali tablosunda yer alan KDV tutarıdır. “Oluşacak Devreden KDV (Devre Mülk Maliyeti)” tutarı ve , “Oluşacak Devreden KDV (Sinpaş Holding Marka Kullanım Bedeli)” tutarı 31 Mart 2023 tarihi itibarıyla satış sözleşmesi yapılmış devre mülklerin tahsilat tutarı üzerinden hesaplanmış olan KDV tutarıdır.

Yukarıdaki tabloda yer alan “Oluşacak Hesaplanan KDV (Marka Bedeli)”, “Oluşacak Hesaplanan KDV (Hizmet Bedeli)” ve “Oluşacak Hesaplanan KDV (Devre Mülk Satışı)” tutarları Beyazkum’un faaliyetlerinden dolayı şirkete KDV girişlerini ifade etmekte olup diğerleri ise yukarıda ifade edildiği gibi nakit çıkışlarının KDV tutarıdır. Her ikisi arasındaki fark ise -13.524.963 TL olup bu tutar ise devlete KDV borcunu ifade etmektedir. Fatura kesilmediği için bu tutar tahakkuk etmemiş olup tahakkuk ettiğinde ise bu tutar ödenecektir.

Arı Kiralama, yapılan sözleşme kapsamında devre mülklerin satış bedeline %1,5 hizmet bedelini ekleyerek satış yapmakta olup Beyazkum ve Arı Kiralama arasında faturalaşma olmayacağından KDV de oluşmamaktadır.

Burada yer alan “Net KDV Durumu” hesaplandıktan sonra bu tutarların toplu olarak Ağustos 2024 döneminde devlete ödeneceği tahmin edilmiştir.

KDV kaynaklı nakit hareketleri gelecek dönemler için aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Dönem	Devreden KDV	Oluşacak Devreden KDV (Deve Mülk Maliyeti) (%8-%18)	Oluşacak Devreden KDV (Sinpaş Holding Marka Kullanım Bedeli) (%18)	Oluşacak Hesaplanan KDV (Marka Bedeli) (%18)
Nisan 2023	0 TL	14.485.202 TL	162.959 TL	780.904 TL
Mayıs 2023	0 TL	6.238.738 TL	70.186 TL	317.439 TL
Haziran 2023	0 TL	6.246.755 TL	70.276 TL	317.977 TL
Temmuz 2023	0 TL	6.196.738 TL	69.713 TL	315.163 TL
Ağustos 2023	0 TL	5.723.600 TL	64.390 TL	288.549 TL
Eylül 2023	0 TL	5.601.835 TL	63.021 TL	281.700 TL
Ekim 2023	0 TL	4.543.934 TL	51.119 TL	222.192 TL
Kasım 2023	0 TL	4.255.637 TL	47.876 TL	205.976 TL
Aralık 2023	0 TL	5.207.798 TL	61.965 TL	276.427 TL
Ocak 2024	0 TL	3.286.439 TL	36.972 TL	184.782 TL
Şubat 2024	0 TL	3.090.721 TL	34.771 TL	173.791 TL
Mart 2024	0 TL	3.283.837 TL	36.943 TL	184.680 TL
Nisan 2024	0 TL	2.480.960 TL	27.911 TL	139.518 TL
Mayıs 2024	0 TL	2.125.377 TL	23.910 TL	119.517 TL
Haziran 2024	0 TL	2.415.926 TL	27.179 TL	135.860 TL
Temmuz 2024	0 TL	1.867.509 TL	21.009 TL	105.012 TL
Ağustos 2024	0 TL	1.773.185 TL	19.948 TL	99.706 TL
Eylül 2024	0 TL	2.078.438 TL	23.382 TL	116.876 TL

Ekim 2024	0 TL	1.614.790 TL	18.166 TL	90.796 TL
Kasım 2024	0 TL	1.461.074 TL	16.437 TL	82.167 TL
Aralık 2024	0 TL	1.578.923 TL	17.763 TL	88.814 TL
Ocak 2025	0 TL	1.165.168 TL	13.108 TL	65.541 TL
Şubat 2025	0 TL	956.595 TL	10.762 TL	53.808 TL
Mart 2025	0 TL	983.506 TL	11.064 TL	55.322 TL
Nisan 2025	0 TL	644.419 TL	7.250 TL	36.249 TL
Mayıs 2025	0 TL	577.656 TL	6.499 TL	32.493 TL
Haziran 2025	0 TL	386.586 TL	4.349 TL	21.745 TL
Temmuz 2025	0 TL	414.980 TL	4.669 TL	23.343 TL
Ağustos 2025	0 TL	217.282 TL	2.444 TL	12.222 TL
Eylül 2025	0 TL	153.690 TL	1.729 TL	8.645 TL
Ekim 2025	0 TL	75.040 TL	844 TL	4.221 TL
Kasım 2025	0 TL	25.875 TL	291 TL	1.455 TL
Aralık 2025	0 TL	25.875 TL	291 TL	1.455 TL
Ocak 2026	0 TL	25.875 TL	291 TL	1.455 TL
Şubat 2026	0 TL	25.438 TL	286 TL	1.431 TL

Dönem	Oluşacak Hesaplanan KDV (Hizmet Bedeli) (%18)	Oluşacak Hesaplanan KDV (Devre Mülk Satışı) (%8-%18)	Net KDV Durumu	KDV Ödemesi (Devlete)
Nisan 2023	937.085 TL	14.485.202 TL	-1.555.030 TL	-
Mayıs 2023	380.927 TL	6.238.738 TL	-628.181 TL	-
Haziran 2023	381.572 TL	6.246.755 TL	-629.273 TL	-
Temmuz 2023	378.196 TL	6.196.738 TL	-623.646 TL	-
Ağustos 2023	346.259 TL	5.723.600 TL	-570.418 TL	-
Eylül 2023	338.040 TL	5.601.835 TL	-556.719 TL	-
Ekim 2023	266.631 TL	4.543.934 TL	-437.704 TL	-
Kasım 2023	247.171 TL	4.255.637 TL	-405.272 TL	-
Aralık 2023	331.712 TL	5.508.044 TL	-846.420 TL	-
Ocak 2024	221.738 TL	3.286.439 TL	-369.548 TL	-
Şubat 2024	208.550 TL	3.090.721 TL	-347.570 TL	-
Mart 2024	221.616 TL	3.283.837 TL	-369.353 TL	-
Nisan 2024	167.422 TL	2.480.960 TL	-279.029 TL	-
Mayıs 2024	143.420 TL	2.125.377 TL	-239.026 TL	-
Haziran 2024	163.032 TL	2.415.926 TL	-271.713 TL	-
Temmuz 2024	126.014 TL	1.867.509 TL	-210.016 TL	-
Ağustos 2024	119.647 TL	1.773.185 TL	-199.405 TL	23.459.349 TL
Eylül 2024	140.252 TL	2.078.438 TL	-233.746 TL	-
Ekim 2024	108.955 TL	1.614.790 TL	-181.585 TL	-
Kasım 2024	98.601 TL	1.461.074 TL	-164.331 TL	-
Aralık 2024	106.577 TL	1.578.923 TL	-177.629 TL	-
Ocak 2025	78.649 TL	1.165.168 TL	-131.081 TL	-
Şubat 2025	64.570 TL	956.595 TL	-107.617 TL	-
Mart 2025	66.387 TL	983.506 TL	-110.644 TL	-
Nisan 2025	43.498 TL	644.419 TL	-72.497 TL	-
Mayıs 2025	38.992 TL	577.656 TL	-64.986 TL	-

Haziran 2025	26.094 TL	386.586 TL	-43.491 TL	-
Temmuz 2025	28.011 TL	414.980 TL	-46.685 TL	-
Ağustos 2025	14.667 TL	217.282 TL	-24.444 TL	-
Eylül 2025	10.374 TL	153.690 TL	-17.290 TL	-
Ekim 2025	5.065 TL	75.040 TL	-8.442 TL	-
Kasım 2025	1.747 TL	25.875 TL	-2.911 TL	-
Aralık 2025	1.747 TL	25.875 TL	-2.911 TL	-
Ocak 2026	1.747 TL	25.875 TL	-2.911 TL	-
Şubat 2026	1.717 TL	25.438 TL	-2.862 TL	-

Nakit giriş ve nakit çıkışları hesaplandıktan sonra şirketin tahakkuk esaslı gelir ve giderleri hesaplanmıştır. Daha önce ifade edilen %3 oranındaki hizmet bedeli (KDV hariç) ve %2,5 oranındaki marka bedeli (KDV hariç) şirketin resmi gelirleridir. Benzer şekilde operasyonel giderler ve “Sinpaş Holding (KDV Hariç Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Tahakkuku” ise şirketin resmi tablolarında yer alacak olan giderleridir. Bu ikisi arasındaki fark üzerinden kurumlar vergisi ödenecektir.

Aşağıdaki tabloda gelecek dönemlerdeki gelirler, giderler ve vergi öncesi kar hesaplamaları gösterilmiştir:

Dönem	Gelirler	Giderler	Vergi Öncesi Kar
Önceki Dönemler	93.801.726 TL	60.309.278 TL	33.492.448 TL
Nisan 2023	9.544.381 TL	3.070.864 TL	6.473.518 TL
Mayıs 2023	3.879.816 TL	552.120 TL	3.327.696 TL
Haziran 2023	3.886.381 TL	552.622 TL	3.333.759 TL
Temmuz 2023	3.851.995 TL	549.495 TL	3.302.499 TL
Ağustos 2023	3.526.712 TL	519.924 TL	3.006.788 TL
Eylül 2023	3.442.998 TL	512.314 TL	2.930.684 TL
Ekim 2023	2.715.684 TL	446.195 TL	2.269.489 TL
Kasım 2023	2.517.487 TL	428.177 TL	2.089.311 TL
Aralık 2023	3.378.552 TL	506.452 TL	2.872.100 TL
Ocak 2024	2.258.447 TL	428.783 TL	1.829.664 TL
Şubat 2024	2.124.117 TL	416.551 TL	1.707.566 TL
Mart 2024	2.257.201 TL	428.621 TL	1.828.580 TL
Nisan 2024	1.705.223 TL	378.441 TL	1.326.782 TL
Mayıs 2024	1.460.759 TL	356.217 TL	1.104.542 TL
Haziran 2024	1.660.512 TL	374.376 TL	1.286.135 TL
Temmuz 2024	1.283.476 TL	340.100 TL	943.375 TL
Ağustos 2024	1.218.628 TL	334.205 TL	884.423 TL
Eylül 2024	1.428.489 TL	353.283 TL	1.075.206 TL
Ekim 2024	1.109.731 TL	324.305 TL	785.426 TL
Kasım 2024	1.004.266 TL	314.698 TL	689.567 TL
Aralık 2024	1.085.509 TL	322.064 TL	763.445 TL
Ocak 2025	801.052 TL	336.212 TL	464.841 TL
Şubat 2025	657.658 TL	323.176 TL	334.483 TL
Mart 2025	676.159 TL	324.858 TL	351.302 TL
Nisan 2025	443.037 TL	303.665 TL	139.373 TL
Mayıs 2025	397.138 TL	299.492 TL	97.646 TL
Haziran 2025	265.777 TL	287.550 TL	-21.773 TL
Temmuz 2025	285.299 TL	289.325 TL	-4.026 TL
Ağustos 2025	149.381 TL	276.969 TL	-127.587 TL
Eylül 2025	105.662 TL	272.994 TL	-167.332 TL
Ekim 2025	51.590 TL	268.079 TL	-216.488 TL

Kasım 2025	17.789 TL	265.006 TL	-247.216 TL
Aralık 2025	17.789 TL	265.006 TL	-247.216 TL
Ocak 2026	17.789 TL	304.356 TL	-286.567 TL
Şubat 2026	17.489 TL	304.329 TL	-286.840 TL
TOPLAM	153.045.702 TL	75.940.101 TL	77.105.601 TL

Tabloda görüldüğü gibi şirketin vergi matrahı 77.105.601 TL olarak tahmin edilmiş olup %20 kurumlar vergisi oranı üzerinden toplam 15.421.120 TL'lik kurumlar vergisinin Ağustos 2024 döneminde ödeneceği varsayılmıştır.

Şirketin nakit giriş ve çıkışları, değerlendirme çalışmasında gerçekleşme dönemine göre gösterilmiş olduğu için net işletme sermayesi kavramı oluşmamaktadır. Yine şirketin stoklu çalışmıyor olması da net işletme sermayesi hesaplamasını buna yol açmaktadır. Bu nedenle net işletme sermayesi hesaplaması yapılmamıştır. Net işletme sermayesi, tahakkuk esaslı nakit hareketleri ile bunların gerçekleşme dönemleri arasındaki farkın değerlendirme çalışmasına tam etkisini hesaplamak için var olan bir kavramdır.

Değerleme çalışmasında Beyazkum'un gelecek dönemlerde duran varlık yatırımının olmayacağı varsayılmıştır.

İNA Değerleme:

İNA, bir şirketin nakit akışı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ve mevcut nakit ile birlikte bazı diğer unsurların (projeksiyonda kullanılmayan bazı varlık ve yükümlülükler) mahsuplaştırılması ile oluşan değeri, şirketin Pazar Değeri olarak kabul eder.

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

1. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları
2. Varlık alımı ve yatırım faaliyetlerinden nakit akışı
3. Finansman giderleri kaynaklı nakit akışları
4. İşletme sermayesi değişimi
5. Vergi
6. Sermaye kaynaklı nakit akışları
7. Mevcut net nakit ve projeksiyonda kullanılmayan diğer varlık ve yükümlülükler

Yukarıda geçen her bir unsur için nakit girişi veya nakit çıkışı oluşur. Bu nakit giriş ve çıkışlarının mahsuplaştırılması sonrasında elde edilen nakit akışı tutarları belli bir oran üzerinden (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) bugüne indirgenmesi sonucunda şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirketin öngörülebilir geleceğindeki nakit akışları tahmin edildikten sonra, sonsuza kadar yaşayacağı varsayılan şirketin ilerleyen yıllarda ise belli bir oranda ("Devam Eden Değer Büyüme Oranı" olarak adlandırılmaktadır) sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılır. Tüm bu nakit akışları bugüne indirgendikten sonra mevcut net nakit (veya net borç) ve diğer esas faaliyet dışı bazı unsurları da mahsuplaştırılarak şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

Yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin satışını gerçekleştirmekte olduğu gayrimenkullerin tamamlanması durumunda şirketin faaliyetlerinin son bulacağı varsayımı yapılmıştır. Bu kapsamda faaliyetlerin 2026 yılı Şubat ayına kadar devam edeceği ve sonrasında faaliyetlerin olmayacağı varsayılmıştır. Bu durum, şirketin tasfiye olacağı anlamına gelmemekle birlikte Şubat 2026 dönemi sonrasında ise belirsizlik vardır.

Şirket faaliyetlerinin sınırlı süre kapsamında olacağı varsayımı nedeniyle devam eden değer hesaplanmamıştır.

Beyazkum için oluşturulan indirgenmiş nakit akışları yönteminde Beyazkum'un tek bir faaliyet alanı bulunmakla birlikte bu faaliyetten kaynaklanan gelir çeşitleri farklıdır. Değerleme çalışmasında nakit giriş ve çıkışlarına göre gruplama yapılmış ve bu nakit akışları geleceğe dönük tahmin edilmiştir. Bu nakit akışlarının dönemlere (aylık bazda) göre tutarları hesaplanmış ve her dönemin nakit akışı bugüne indirgenmiştir. Oluşan

değerden ise Beyazkum'un mevcut bazı varlık ve yükümlülükleri de mahsuplaştırılarak Pazar Değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışmasında Beyazkum'un sonsuza kadar değil, Şubat 2026 dönemine kadar faaliyet göstereceği varsayılmıştır. Diğer taraftan, şirketin marka gelirlerinin 2030 yılına kadar devam edeceği varsayılmış olduğu için bu döneme kadar bir miktar daha faaliyet gideri olacağı varsayılmış olup, bu giderler projeksiyonda gösterilmemiş ve farklı bir tabloda hesaplanarak nihai Pazar Değerinden mahsup edilmiştir.

Değerlemede kullanılan indirgeme oranı olan “**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)**”, şirketlerin finansal borçlanma oranları ile özsermaye maliyetleri oranının bir bileşimidir. Adından da anlaşılacağı gibi bu iki temel kaynağın ağırlıklı ortalamasını yansıtır. Formülü ise aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times \frac{D}{E + D}$$

E : Özsermaye (Equity)

D : Toplam Finansal Borç (Debt)

k_d : Borçlanma Maliyeti (veya Finansal Borçlanma Maliyeti – cost of debt)

k_e : Özsermaye Maliyeti (cost of equity)

Özsermaye maliyetleri ve borçlanma maliyetleri ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

R_f : Risksiz Getiri Oranı

R_m : Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

$(R_m - R_f)$: Sermaye Piyasası Risk Primi

Beta: Hisse senedi piyasasındaki genel dalgalanmalara göre belirli bir hisse senedine ait fiyat dalgalanmalarının tarihi değişmesini temsil eden katsayıdır.

Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %5 olarak alınmıştır.

$$k_d = (\text{Şirketin Finansal Borçlanma Faiz Oranı}) * (1 - T)$$

T : Ülkedeki kurumlar vergisi oranı

Yukarıda gösterilen formüller, belli bir çalışma düzenine kavuşmuş ve sürdürülebilir bir ilerleme kaydeden firmalar için geçerlidir.

Özsermaye maliyetinin formülü aşağıdaki gibidir:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Değerleme TL bazında yapıldığı için “Risksiz Faiz Oranı” olarak değerlendirilen (31 Mart 2023) Şubat 2026 tarihine en yakın vadedeki devlet tahvili baz alınmıştır. Şirketin faaliyetlerinin Şubat 2026 dönemine kadar devam edeceği varsayıldığı için tahvil faizi bu şekilde seçilmiştir. Bu kapsamda 11 Şubat 2026 itfa tarihli TRT110226T13 kodlu tahvil baz alınmıştır. Bu tahvilin 31 Mart 2023 tarihindeki faiz oranı %13,05 seviyesindedir (Kaynak: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/45/borclanma-araclari-piyasasi-verileri>).

Şirketin betası hesaplanırken halka açık olmaması sebebi ile halka açık olan ve Beyazkum ile ilişkili olan Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin betası kullanılmış ve bunun üzerinden kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Değerlemede Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin değerlendirilme tarihinden itibaren son

3 yıllık günlük bazdaki betası dikkate alınmıştır. Bu çerçevede Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin betası 0,63 olarak tespit edilmiştir (Kaynak: Finnet).

Kaldıraçsız beta hesaplamasında Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin son 3 yıl içerisinde üçer aylık dönemlerde açıklamış olduğu özsermaye ve finansal borç tutarları dikkate alınmıştır. Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin ilgili dönemlere ait verileri aşağıdaki gibidir:

Dönem	Özsermaye	Finansal Borç
2022/12	7.571.778.879	4.609.471.750
2022/09	3.277.779.586	4.982.803.439
2022/06	4.474.296.346	4.563.816.948
2022/03	4.461.247.715	4.773.524.499
2021/12	4.269.825.379	4.585.089.802
2021/09	2.335.594.663	3.247.740.403
2021/06	1.710.794.848	4.105.135.347
2021/03	1.811.872.991	4.195.319.171
2020/12	712.474.089	4.087.107.688
2020/09	83.150.248	4.505.551.116
2020/06	105.494.263	4.113.232.673
2020/03	452.224.712	3.920.409.383

Kaynak: Finnet

Kaldıraçsız beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - \text{Kurumlar Vergisi Oranı}) * \frac{\text{Finansal Borç}}{\text{Özkaynak}}}$$

Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin son 3 yıla ait ortalama özsermaye ve ortalama finansal borçları üzerinden kaldıraçsız betası aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Şirket	Beta	Ortalama Özkaynaklar	Ortalama Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
SNGYO	0,63	2.605.544.477	4.307.433.518	165,3%	0,277

Tabloda görüldüğü gibi Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kaldıraçsız betası 0,277 olarak tespit edilmiştir.

Beyazkum'un finansal borcu olmaması nedeniyle kaldıraçlı beta hesaplamasında %100 özkaynak kullanılacağı varsayılmıştır.

Kaldıraçsız Beta	0,277
Şirketin Finansal Borcu	%0
Şirketin Özsermayesi	%100
Şirket Borç / Özkaynak	0
Kaldıraçlı Beta	0,277

Tabloda görüldüğü gibi kaldıraçlı beta 0,277 hesaplanmıştır.

Şirket risk primi ise %3 alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2023 yılı ve sonrası için %17,44 hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
Özkaynak Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	13,05%
Beta	0,277
Piyasa Risk Primi	5,00%
Şirket Risk Primi	3,00%
Ke (Özsermaye Maliyeti)	17,44%
Borçlanma Maliyeti	
Borç Maliyeti	0%
Vergi Oranı	20,00%
Kd (Borçlanma Maliyeti)	0%
Borç / (Borç + Özkaynak)	0%
AOSM	17,44%

Burada hesaplanmış olan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yıllık olup projeksiyon ise aylık bazda hazırlandığı için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de aylık olarak %1,35 olarak hesaplanmış ve değerlendirilmiştir. Aylık hesaplama aşağıdaki gibi yapılmıştır:

$$\text{Aylık AOSM} = (1 + \text{Yıllık AOSM})^{1/12} - 1$$

$$\text{Aylık AOSM} = (1 + \%17,44)^{1/12} - 1 = \%1,35$$

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirket tarafından hazırlanmış olan verilerden yararlanılmıştır. Bu çerçevede Beyazkum'un sunmuş olduğu bilgiler piyasa koşulları çerçevesinde yorumlanmış ve yeniden düzenlenmiştir.

Değerleme çalışmasında Beyazkum'un Şubat 2026 dönemine kadar elde edeceği nakit akışları tahmin edilmiştir. Sonraki dönemler için ise faaliyet giderleri dışında herhangi bir tahmin yapılmamıştır.

Değerleme tarihi 31 Mart 2023 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Beyazkum'un daha önce de belirtildiği gibi nakit giriş ve nakit çıkışı ifade eden tüm unsurları tespit edilip gruplanmıştır. Bu çerçevede gelecek dönemlerin aylık bazda serbest nakit akışları tahmin edilmiştir.

Şirketin faaliyet giderleri amortisman hariç dikkate alınmıştır.

Kurumlar vergisi oranı %20 olarak alınmış ve bunun Ağustos 2024 döneminde ödeneceği varsayılmıştır.

Değerleme çalışmasında nakit giriş ve çıkış tarihleri gerçekleşme dönemlerine göre gösterildiği için net işletme sermayesi kavramı oluşmamıştır. Bu nedenle net işletme sermayesi hesaplaması yapılmamıştır.

Nakit giriş ve çıkışlarında KDV tahsilat ve ödemeleri de dönemlere göre hesaplanıp nakit akışlarında dikkate alınmıştır. Yine KDV tutarlarının devlete ödeme tarihi olarak Ağustos 2024 dönemi baz alınmıştır.

Nakit akışlarının bugünkü değeri ve devam eden değer bulunduktan sonra Beyazkum'un diğer bazı varlık ve yükümlülükleri ise Pazar Değerinden mahsuplaştırılmıştır.

Bu kapsamda:

1. Beyazkum'un marka bedeli olan %2,5 oranında hakkı devam edecektir. Şirket, mevcut devremülklerin satışını tamamlasa bile marka bedeli satışını gerçekleştirmediği projeler için de devam etmektedir. Bu kapsamda gelecek dönemlerde bugünkü fiyatlar doğrultusunda KDV hariç toplam 272.125.475 TL'lik marka bedeli hakkı bulunmaktadır. Bu marka bedelinin hesaplanma tablosu aşağıda yer almaktadır:

Proje	Etap	Devre Sayısı	Ciro (KDV Hariç)	Leasing Komisyonu	Kızılbük GYO Ciro	Beyazkum Marka Kullanım Bedeli Hakedişi %2,5
Portföye Alınan Henüz Sözleşmesi Yapılmamış İşlemler	1. Etap	8.641	2.336.792.922 TL	35.051.894 TL	2.301.741.029 TL	57.543.526 TL
	2. Etap	7.272	2.005.707.776 TL	30.085.617 TL	1.975.622.159 TL	49.390.554 TL
	Toplam	15.913	4.342.500.698 TL	65.137.510 TL	4.277.363.188 TL	106.934.080 TL
Sonraki Dönemlerde Stoka Alınması Planlanan Devreler	2. Etap	27.300	4.776.880.000 TL	71.653.200 TL	4.705.226.800 TL	117.630.670 TL
	3. Etap	3.744	1.931.400.000 TL	28.971.000 TL	1.902.429.000 TL	47.560.725 TL
	Toplam	31.044	6.708.280.000 TL	100.624.200 TL	6.607.655.800 TL	165.191.395 TL
Genel Toplam	1. Etap	26.640	4.753.949.449 TL	35.051.894 TL	2.301.741.029 TL	57.543.526 TL
	2. Etap	35.984	7.189.391.964 TL	101.738.817 TL	6.680.848.959 TL	167.021.224 TL
	3. Etap	3.744	1.931.400.000 TL	28.971.000 TL	1.902.429.000 TL	47.560.725 TL
	Toplam	66.368	13.874.741.413 TL	165.761.710 TL	10.885.018.988 TL	272.125.475 TL

Bu tabloda yer alan projeksiyonun detaylı olarak incelenmiş olup eklerde yer alan Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan “2022 / 1549” rapor numaralı 31 Aralık 2022 rapor tarihli “Kızılbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Marmaris / MUĞLA (Otel - Devremülk Projesi) Gayrimenkul Değerleme Raporu” ile kıyaslanmış ve doğruluğu yönünde kanaate varılmıştır. Tabloda görüldüğü gibi toplam tutar 272.125.475 TL olup bu tutarlar %20 kurumlar vergisi elimine edildikten sonra kalan 217.700.380 TL’lik tutar Beyazkum’un Pazar Değerine eklenmiştir.

Bunun yanında burada elde edilecek olan gelirin bir de Sinpaş Holding’e %0,5 oranında ödemesi gerçekleşecektir. Sinpaş Holding’e ödenecek marka bedeli tutarı 54.425.095 TL olup kurumlar vergisi elimine edildikten sonra kalan 43.540.076 TL olarak Pazar Değerinden düşülmüştür.

2. Projeksiyon Şubat 2026 dönemine kadar yapılmış olup bu tarihten sonra 2030 yılına kadar marka gelirleri elde edilmeye devam edeceği için ilgili faaliyet giderlerinin de bu döneme kadar devam edeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede Mart 2026-Aralık 2030 dönemleri arası için faaliyet giderleri tahmin edilmiş ve bu giderlerin bugünkü değeri hesaplanarak şirketin Pazar Değerinden düşülmüştür. Yapılan hesaplamaların detayı aşağıdaki gibidir:

Dönem	Faaliyet Giderleri	Aylık AOSM	İskonto Katsayısı	Bugünkü Değer
Mart 2026	302.739 TL	1,35%	0,62	-186.920 TL
Nisan 2026	302.739 TL	1,35%	0,61	-184.433 TL
Mayıs 2026	302.739 TL	1,35%	0,60	-181.979 TL
Haziran 2026	302.739 TL	1,35%	0,59	-179.558 TL
Temmuz 2026	302.739 TL	1,35%	0,59	-177.169 TL
Ağustos 2026	302.739 TL	1,35%	0,58	-174.811 TL
Eylül 2026	302.739 TL	1,35%	0,57	-172.486 TL
Ekim 2026	302.739 TL	1,35%	0,56	-170.191 TL
Kasım 2026	302.739 TL	1,35%	0,55	-167.926 TL
Aralık 2026	302.739 TL	1,35%	0,55	-165.692 TL
Ocak 2027	338.977 TL	1,35%	0,54	-183.057 TL
Şubat 2027	338.977 TL	1,35%	0,53	-180.621 TL
Mart 2027	338.977 TL	1,35%	0,53	-178.218 TL
Nisan 2027	338.977 TL	1,35%	0,52	-175.847 TL
Mayıs 2027	338.977 TL	1,35%	0,51	-173.508 TL

Haziran 2027	338.977 TL	1,35%	0,51	-171.199 TL
Temmuz 2027	338.977 TL	1,35%	0,50	-168.921 TL
Ağustos 2027	338.977 TL	1,35%	0,49	-166.674 TL
Eylül 2027	338.977 TL	1,35%	0,49	-164.456 TL
Ekim 2027	338.977 TL	1,35%	0,48	-162.268 TL
Kasım 2027	338.977 TL	1,35%	0,47	-160.109 TL
Aralık 2027	338.977 TL	1,35%	0,47	-157.979 TL
Ocak 2028	369.484 TL	1,35%	0,46	-169.906 TL
Şubat 2028	369.484 TL	1,35%	0,45	-167.645 TL
Mart 2028	369.484 TL	1,35%	0,45	-165.415 TL
Nisan 2028	369.484 TL	1,35%	0,44	-163.214 TL
Mayıs 2028	369.484 TL	1,35%	0,44	-161.043 TL
Haziran 2028	369.484 TL	1,35%	0,43	-158.900 TL
Temmuz 2028	369.484 TL	1,35%	0,42	-156.786 TL
Ağustos 2028	369.484 TL	1,35%	0,42	-154.700 TL
Eylül 2028	369.484 TL	1,35%	0,41	-152.641 TL
Ekim 2028	369.484 TL	1,35%	0,41	-150.611 TL
Kasım 2028	369.484 TL	1,35%	0,40	-148.607 TL
Aralık 2028	369.484 TL	1,35%	0,40	-146.629 TL
Ocak 2029	387.959 TL	1,35%	0,39	-151.913 TL
Şubat 2029	387.959 TL	1,35%	0,39	-149.891 TL
Mart 2029	387.959 TL	1,35%	0,38	-147.897 TL
Nisan 2029	387.959 TL	1,35%	0,38	-145.929 TL
Mayıs 2029	387.959 TL	1,35%	0,37	-143.988 TL
Haziran 2029	387.959 TL	1,35%	0,37	-142.072 TL
Temmuz 2029	387.959 TL	1,35%	0,36	-140.182 TL
Ağustos 2029	387.959 TL	1,35%	0,36	-138.317 TL
Eylül 2029	387.959 TL	1,35%	0,35	-136.476 TL
Ekim 2029	387.959 TL	1,35%	0,35	-134.661 TL
Kasım 2029	387.959 TL	1,35%	0,34	-132.869 TL
Aralık 2029	387.959 TL	1,35%	0,34	-131.101 TL
Ocak 2030	407.357 TL	1,35%	0,33	-135.825 TL
Şubat 2030	407.357 TL	1,35%	0,33	-134.018 TL
Mart 2030	407.357 TL	1,35%	0,32	-132.234 TL
Nisan 2030	407.357 TL	1,35%	0,32	-130.475 TL
Mayıs 2030	407.357 TL	1,35%	0,32	-128.739 TL
Haziran 2030	407.357 TL	1,35%	0,31	-127.026 TL
Temmuz 2030	407.357 TL	1,35%	0,31	-125.336 TL
Ağustos 2030	407.357 TL	1,35%	0,30	-123.669 TL
Eylül 2030	407.357 TL	1,35%	0,30	-122.023 TL
Ekim 2030	407.357 TL	1,35%	0,30	-120.400 TL
Kasım 2030	407.357 TL	1,35%	0,29	-118.798 TL
Aralık 2030	407.357 TL	1,35%	0,29	-117.217 TL
TOPLAM				-8.911.173 TL

Tabloda görüldüğü gibi Mart 2026 ve sonrası faaliyet giderlerinin bugünkü değeri -8.911.173 TL hesaplanmış olup bu tutar Pazar Değerinden mahsup edilmiştir.

3. Alınan çekler toplam 1.158.454 TL olup şirketin Pazar Değerine eklenmiştir.
4. Banka tutarları toplam 310.928 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.
5. Diğer Hazır Değerler ve Ticari Alacaklar sırasıyla 2.000 TL ve 29.919 TL olup Pazar Değerine eklenmiştir.

6. Verilen Sipariş Avansları toplam 1.717.424.616 TL olup bunlardan Kızılbük'ten alacaklar projeksiyonda gösterildiği için Kızılbük hariç tutar olan 50.203.138 TL'lik alacak Pazar Değerine eklenmiştir.
7. Şirketin faaliyetlerinin sonlanacağı varsayılmış olduğu için şirkete ait sabit kıymetlerin değerleri şirketin Pazar Değerine eklenmiştir.
8. Yine şirketin faaliyetlerinin son bulacağı varsayılmış olduğu için güncel kıdem ve izin yükü de Pazar Değerinden düşülmüştür.
9. “Gelir Tahakkuku” ve “İş Avansları” Pazar Değerine eklenmiştir.
10. “Personel Avansları”, “Ticari Borçlar”, “Personele Borçlar” ve “Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler” şirketin Pazar Değerinden mahsup edilmiştir.
11. Şirketin dava karşılıkları toplam 562.253 TL olup Pazar Değerinden düşülmüştür.

Aşağıda yer aldığı gibi 31 Mart 2022 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre Beyazkum'un Pazar Değeri 225.889.036 TL hesaplanmıştır.

Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akışı yöntemi ile yapılan hesaplamalar yıllık olacak şekilde özetlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	Önceki Dönemler	2023 Yılı Son 9 Ay T	2024/12 T	2025/12 T	2026/12 T
Satış Hizmet Sözleşmesi Kapsamında Gerçekleşen Satışlar (KDV Dahil)	3.050.897.030 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Satış Kaynaklı Tahsilatlar (KDV Dahil)	1.773.854.189 TL	721.834.526 TL	365.271.922 TL	75.960.099 TL	692.730 TL
Satış Kaynaklı Tahsilatlar (KDV Dahil) Vadesi Geçmiş Tutarların Tahsili	0 TL	71.971.981 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Arı Kiralama Ödemeleri (%1,5) (KDV hariç) (müşteriden doğrudan tahsilat)	41.311.582 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Şirket Operasyonel Giderleri	52.106.579 TL	3.463.133 TL	2.680.572 TL	3.160.662 TL	605.478 TL
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (Amortisman Hariç)	49.054.666 TL	2.003.339 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Genel Yönetim Giderleri (Amortisman Hariç)	3.051.912 TL	1.459.794 TL	2.680.572 TL	3.160.662 TL	605.478 TL
Kızılbüyük Ödemeler (KDV Dahil)	1.667.221.478 TL	746.395.254 TL	343.328.220 TL	71.395.465 TL	651.102 TL
Sinpaş Holding (KDV Hariç Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Tahakkuku	8.202.700 TL	3.675.030 TL	1.691.074 TL	351.667 TL	3.207 TL
Sinpaş Holding (KDV Dahil Marka Kullanım Bedeli-%0,5) Ödemesi	0 TL	0 TL	16.011.188 TL	414.967 TL	3.784 TL
Hizmet Bedeli (%3) Tahakkuku (KDV Hariç)	51.164.578 TL	20.042.185 TL	10.143.468 TL	2.110.000 TL	19.243 TL
Hizmet Bedeli (%3) Tahsilatı (KDV Dahil)	56.320.876 TL	27.703.105 TL	11.969.292 TL	2.489.800 TL	22.706 TL
Marka Bedeli (%2,5) Tahakkuku (KDV Hariç)	42.637.148 TL	16.701.821 TL	8.452.890 TL	1.758.334 TL	16.035 TL
Marka Bedeli (%2,5) Tahsilatı (KDV Dahil)	50.311.835 TL	19.708.149 TL	9.974.410 TL	2.074.834 TL	18.922 TL
Devreden KDV	1.582.616 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Oluşacak Devreden KDV (Devre Mülk Maliyeti) (%8-%18)	133.614.528 TL	58.500.236 TL	27.057.179 TL	5.626.674 TL	51.313 TL
Oluşacak Devreden KDV (Sinpaş Holding Marka Kullanım Bedeli) (%18)	1.476.486 TL	661.505 TL	304.393 TL	63.300 TL	577 TL
Oluşacak Devreden KDV (Arı Kiralama) (%0) (Müşteriden Tahsilat)	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Marka Bedeli) (%18)	7.674.687 TL	3.006.328 TL	1.521.520 TL	316.500 TL	2.886 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Hizmet Bedeli) (%18)	9.209.624 TL	3.607.593 TL	1.825.824 TL	379.800 TL	3.464 TL
Oluşacak Hesaplanan KDV (Devre Mülk Satışı) (%8-%18)	133.314.281 TL	58.800.482 TL	27.057.179 TL	5.626.674 TL	51.313 TL
Net KDV Durumu	-13.524.963 TL	-6.252.662 TL	-3.042.951 TL	-633.000 TL	-5.773 TL
KDV Ödemesi (Devlete)	-	-	23.459.349 TL	-	-
Gelirler	93.801.726 TL	36.744.006 TL	18.596.358 TL	3.868.334 TL	35.278 TL
Giderler	60.309.278 TL	7.138.164 TL	4.371.645 TL	3.512.329 TL	608.685 TL
Vergi Matrahı	-	-	77.105.601 TL	-	-
Vergi Ödemeleri	-	-	15.421.120 TL	-	-
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Yatırım Giderleri	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL	0 TL
Serbest Nakit Akışları	54.526.133 TL	43.948.120 TL	-38.510.540 TL	914.311 TL	-568.315 TL
İskonto Katsayısı	1,00	0,94	0,80	0,81	0,63
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı		41.294.904 TL	-30.696.394 TL	737.004 TL	-358.022 TL
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	10.977.492 TL				
Marka Kullanım Hakkı Gelirleri (Kızılbüyük)	217.700.380 TL				
Marka Kullanım Hakkı Gideri (Sinpaş Holding) (KDV Hariç)	-43.540.076 TL				
Mart 2026 ve Sonrası Faaliyet Giderlerinin Bugünkü Değeri	-8.911.173 TL				
Alınan Çekler	1.158.454 TL				
Bankalar	310.928 TL				
Diğer Hazır Değerler	2.000 TL				
Ticari Alacaklar	29.919 TL				
Verilen Sipariş Avansları (Kızılbüyük Hariç)	50.203.138 TL				
Sabit Kıymetler	842.037 TL				
Kıdem ve İzin Yüğü	-2.477.988 TL				
Dava Karşılığı	-562.253 TL				
Gelir Tahakkuku	120.449 TL				
İş Avansları	32.541 TL				
Personel Avansları	-24.282 TL				
Ticari Borçlar	-880.178 TL				
Personeler Borçlar	908.424 TL				
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	-777 TL				
Pazar Değeri	225.889.036 TL				

5. SONUÇ

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

Beyazkum Pazar Değeri

Beyazkum için yapılan değerlendirme çalışmasında bir yöntem kullanılmıştır.

Yöntem	Hesaplanan PD	Ağırlık	Ağırlıklı PD
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	225.889.036	100%	225.889.036
PAZAR DEĞERİ			225.889.036

Tabloda görüldüğü gibi değerlemede kullanılan tek yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi %100 oranda ağırlıklandırılmıştır.

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda **Beyazkum'un Pazar Değeri 225.889.036 TL olarak tespit edilmiştir.**

5.2. Kullanılan değer esası

Beyazkum'un değerlemesinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır. Daha sonra bu yöntemler ile elde edilen değerler Beyazkum'un Pazar Değeri olarak atanmıştır.

Beyazkum'un değerlendirme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır. Maliyet Yaklaşımının kullanılmama sebepleri şu şekildedir:

- Değerleme çalışması süreli bir projeksiyon doğrultusunda oluşturulmuş olup Beyazkum, mevcut durumda satışını gerçekleştirdiği gayrimenkullerin 31 Mart 2023 tarihi sonrasında satış faaliyetlerini bırakmıştır. Bundan sonraki süreçte ise sadece sözleşme ile yapılan satışların gelirlerinin ve giderlerinin yönetimi faaliyetleri vardır. Bu çerçevede şirketin faaliyetleri sürelidir.
- Süreli faaliyetler için Gelir Yaklaşımı kullanılmış olup daha sonra buradan elde edilen gelirlerin bugünkü değerinden Beyazkum'un varlık ve yükümlülükleri mahsup edilmiştir. Benzer durum, Maliyet Yaklaşımında da aynıdır. Yani burada yer alan projeksiyon, gelecekte gerçekleşecek nakit giriş ve çıkışlarının değerini tespit etmekte olup kalan diğer aşamalar ise Maliyet Yaklaşımı yöntemi olan Toplama Yöntemi ile aynıdır.

Yukarıdaki sebeplerden ötürü Gelir Yaklaşımı yöntemi olan İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi ile Maliyet Yaklaşımı yöntemi olan Toplama Yöntemi, Beyazkum özelinde aynı sonucu üretecektir. Bu nedenle Maliyet Yaklaşımı kullanılmamıştır.

Beyazkum'un Borsa'da işlem görmekte olan bir emsalinin bulunmuyor olması nedeniyle Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmamıştır. Bunun yanında Beyazkum ile aynı faaliyet kolunda olup Borsa'da işlem görmese bile serbest piyasada el değiştirmeye konu olmuş ve el değiştirme değeri belli olan bir emsali de bulunmamaktadır.

Yine Beyazkum faaliyetlerinin süreli olması ve buna karşın emsal sayılabilecek firmaların ise süresiz olması, Pazar Yaklaşımının kullanılmasını olanaksız hale getirmektedir.

5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan

Görüşümüze göre Beyazkum'un Pazar Değerinin tespiti için yapılan bu çalışmada kullanılan veriler ve yöntemler güvenilir, adil, uygun ve makul olup görüşümüzü oluşturmak için yeterli ve uygun bir dayanak oluşturmaktadır.

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

Fahrettin Kerem Gökay Cad. Okul Sok. No:1
Altunizade Site 1 E Blok D:16
Tel: (0216) 327 62 62 Faks: (0216) 327 62 63
Uskudar V.D. 946 022 2817
Ticaret Sicil No: 609033

Sadrettin Demiray
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
18 Nisan 2023, İstanbul, Türkiye

YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.

Fahrettin Kerem Gökay Cad. Okul Sok. No:1
Altunizade Site 1 E Blok D:16 Uskudar / İstanbul
Tel: (0216) 327 62 62 Faks: (0216) 327 62 63
Uskudar V.D. 946 022 2817
Ticaret Sicil No: 609033

Kenan Çılman
Kurumsal Finansman Müdürü

6. RAPOR EKLERİ

- Beyan
- Finansal Tablolar
- Değerleme Sözleşmesi
- Beyazkum, Sinpaş GYO, Kızılbük GYO ve Arı Kiralama arasında imzalanan sözleşmeler

BEYAN

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı ile oluşturulan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar" da belirtilen gayrimenkul dışındaki varlıkları değerlemeye yetkili kuruluşlara ilişkin aşağıda sayılan nitelikleri sağladığımızı beyan ederiz.

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar

I- Gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmeti aşağıdaki kuruluşlar tarafından yerine getirilir:

1. Denetçi yardımcıları hariç olmak üzere en az 15 adet denetim personeli ve değerlemeyi gerçekleştirecek en az 1 adet "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip personeli bulunan sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşları veya bu nitelikteki bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 personeli bulunan danışmanlık şirketleri (Danışmanlık Şirketi).
2. Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilen ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 çalışanı olan aracı kurumlar.
3. Değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 5 personeli bulunan kalkınma ve yatırım bankaları.

II- Yukarıda belirtilen koşulları sağlayan kurum ve kuruluşların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmetini yerine getirebilmesi için;

- i) Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olması,
- ii) Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunması,
- iii) Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olması,
- iv) Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunması,
- v) Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olması, zorunludur.

**YEDİTEPE BAĞIMSIZ DENETİM VE
YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK A.Ş.**
Fahrettin Kerim Gökay Cad. No:1-E D:16 Altunizade / Üsküdar / İstanbul
Tel: (0216) 327 62 62 Fax: (0216) 327 62 63
Ticaret Sicil No: 609033

Sadrettin Demiray
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
18 Nisan 2023, İstanbul, Türkiye



SPL

Sermaye Piyasası
Lisanslama Sıclı ve Eğıtim Kuruluđu

Tarih : 05.03.2013

No : 802981

SERMAVE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII. No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i uyarınca

Sadrettin DEMİRAY

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Serkan KARABACAK

GENEL MÜDÜR YARDIMCISI

Bekir Yener YILDIRIM

GENEL MÜDÜR

Tarih : 10.06.2015

No : 203990

SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI

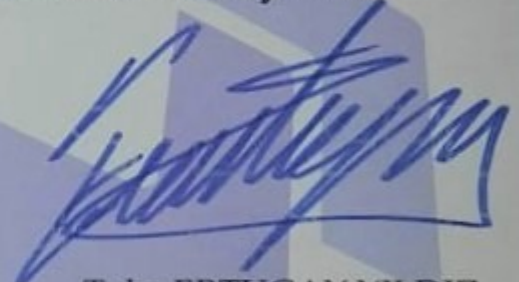
Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i (VII-128.7) uyarınca

Kenan ÇILMAN

Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansını almaya hak kazanmıştır.



Levent HANLIOĞLU
LİSANSLAMA VE SİCİL MÜDÜRÜ



Tuba ERTUGAY YILDIZ
GENEL MÜDÜR (V)



TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 23.03.2010

No : 800843

**SERMAYE PİYASASINDA
BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI**

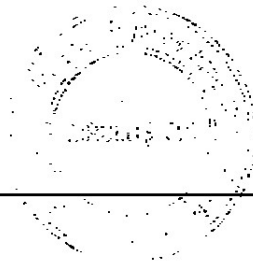
Sermaye Piyasası Kurulu'nun Serl: VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Hüseyin ÇETİN

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.



İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER



E.Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

Tarih : 06.03.2012

No : 801910

SERMAYE PİYASASINDA BAĞIMSIZ DENETİM LİSANSI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i uyarınca

Hasan ERSİN

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Lisansını almaya hak kazanmıştır.

İlkay ARIKAN
GENEL SEKRETER

K. Attila KÖKSAL
BAŞKAN