

Yönetici Özeti

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

- Çelebi Hava Servisi A.Ş., 14 Ağustos 2006 tarihinde Macaristan Budapeşte havaalanında yer hizmetleri alanında faaliyette bulunmakta olan Budapest Airport Handling Kereskedelmi es Szolgaltató Korlatolt Felelossegu Tarsasag ("BAGH") şirketinin satışı için açılmış olan ihaleyi kazanmıştır.
- Çelebi Hava Servisi A.Ş. satın alma işlemini söz konusu işlem maksadıyla kurulmuş olan Celebi Tanacsado Korlatolt Felelossegu Tarsasag ("Celebi Kft") şirketi üzerinden gerçekleştirmiştir. Celebi Kft satın alma sonrasında BAGH hisselerinin tamamını devralmıştır ve BAGH'nin ticari unvanı Celebi Ground Handling Hungary Foldi Kiszolgalo Korlatolt Felelossegu Tarsasag ("Celebi Hungary" ya da "Şirket") olarak değiştirilmiştir.
- Rapor tarihi itibarıyla Celebi Hungary'nin %70 hissesi Çelebi Hava Servisi A.Ş.'ne, %30 hissesi ise Çelebi Hava Servisi A.Ş.'nin de ortağı olan Çelebi Havacılık Holding A.Ş.'ne aittir. Çelebi Havacılık Holding A.Ş. elindeki %30 Celebi Hungary hissesini Çelebi Hava Servisi A.Ş.'ye satmayı planlamaktadır. Söz konusu satış işlemi amacıyla Çelebi Hava Servisi A.Ş. DRT Kurumsal Finans Danışmanlık A.Ş.'den bağımsız bir değerlendirme çalışması hazırlamasını talep etmiştir.
- Değerleme çalışmasının kapsamı yukarıda bahsi geçen amaca istinaden Şirket'in hisselerinin 30 Eylül 2011 tarihi itibarıyla piyasa değerinin tespit edilmesi olarak belirlenmiştir.
- Değerleme çalışması Çelebi Hava Servisi A.Ş. ve Celebi Hungary yönetimleri tarafından hazırlanmış olan öngörülere dayanmaktadır. Değerleme çalışması kapsamında temel yöntem olarak İndirgenmiş Nakit Akım ("İNA"); ikincil destekleyici yöntem olarak da piyasa bazlı benzer şirketler ve benzer işlemler ile karşılaştırma yöntemleri uygulanmıştır.

Uygulanan Temel Varsayımlar

- **AOSM:** Gelecekte beklenen nakit akımların bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmıştır. Çalışma kapsamında AOSM 10.6% olarak hesaplanmıştır.
- **Satış Büyüme Oranı:** Satış öngörülleri havayolu işletmeciliği faaliyetinde bulunan müşterilerin uçuş programlarına dayanarak hazırlanmıştır. Satışların 2020 yılında kadar %4.2 yıllık bileşik büyüme oranı ile artacağı tahmin edilmektedir. Avrupa'da uzun dönemde beklenen enflasyona paralel olarak uzun dönem büyüme oranı olarak %2.1 uygulanmıştır.
- **Karlılık:** 2010 yılında gerçekleşen FVAÖK marjı %24.4'tür. FVAÖK marjının 2012 yılında %22.7 seviyesine gerileyip sonrasında daha büyük ölçekte faaliyet göstermenin getireceği avantajlar sayesinde %26.8 seviyesine artması beklenmektedir.
- **Makroekonomik Değişkenler:** Değerleme çalışmasında yer alan avro ve Macaristan para birimi Forint kurları ve enflasyon tahminleri Economist Intelligence Unit (EIU)'dan alınmıştır.

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

- Yandaki tablo değerleme sonuçlarını özetlemektedir.
- Değerleme çalışmasında temel yöntem olarak indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım çalışması Şirket'in gelecekteki nakit akımları üzerine detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili sübjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İkincil destekleyici yöntem olarak piyasa bazlı benzer şirketlerle karşılaştırma yöntemi uygulanmıştır. Piyasa bazlı yöntemler objektif piyasa verilerine dayanmaktadır. Ancak, Şirket'in gelecekteki beklentilerine tümüyle yer vermemektedir.
- Piyasa çarpanları arasında FVAÖK çarpanı ile elde edilen değer, Celebi Hungary ve benzer şirketlerin karlılıklarındaki farklılıklar sebebiyle Satış çarpanı ile elde edilen değerden daha düşük sonuç vermektedir. Yandaki grafikte FVAÖK ve Satış çarpanları ile elde edilen sonuçların ortalaması da yer almaktadır.
- Benzer işlemler yöntemi ile elde edilen değerlerde genellikle yatırımcılara özel çeşitli sinerjileri içerdiği için piyasa çarpanları ile elde edilen değerden daha yüksek sonuç vermektedir. Yatırımcılara özet sinerjiler piyasa değeri tanımına göre dikkate alınmamalıdır.
- Gelir bazlı ve piyasa bazlı yöntemler uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçları dikkate alındığında Şirket'in %100 hisselerinin piyasa değerinin **40 ila 50 milyon avro** aralığında olduğuna inanmaktayız.
- Şirket hisselerinin yukarıda belirtilen değer aralığı içinde yer alan bir fiyat üzerinden el değiştirmesi görüşümüze göre adil ve makul olacaktır.

Değerleme Özeti

Milyon avro	Şirket Değeri	Hisse Değeri
İNA - temel senaryo	64.3	47.9
- Duyarlılık analizi (minimum)	58.0	41.7
- Duyarlılık analizi (maximum)	71.8	55.5
Benzer Şirketler - Satış Çarpanı (ort.)	68.1	51.7
Benzer Şirketler - FVAÖK çarpanı (ort.)	51.5	35.1
Benzer İşlemler	69.4	53.0

