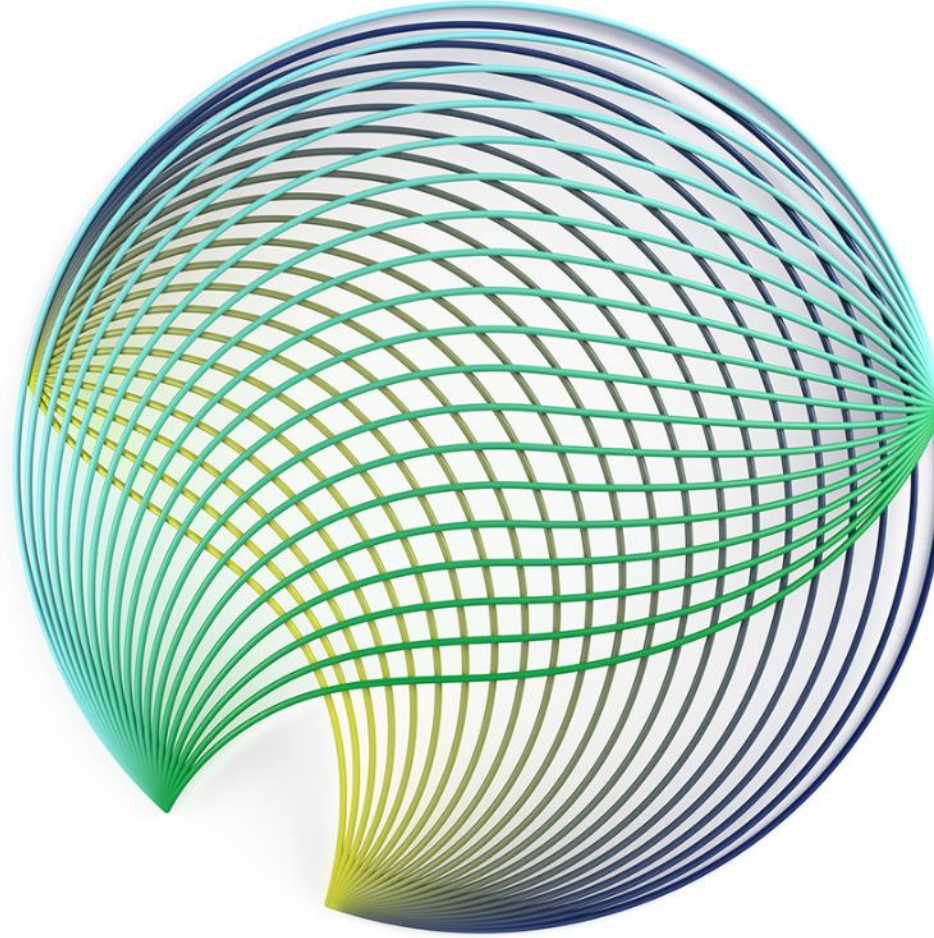




Aktur Araç Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.

Özet Değerleme Raporu

Değerleme Hizmetleri | 26 Kasım 2020

Financial Advisory



Gizli ve Özeldir

İçerik

Yönetici Özeti

4

Önemli Uyarı

Bu özet rapor, Aktur Araç Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş. yönetimi tarafından rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Bu rapor, yalnızca Aktur Araç Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş. yönetimi ve hissedarlarını değerleme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu özet raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu özet rapor halen gözden geçirme süreçlerine tabi olduğu için rapor üzerinde ekleme, çıkarma ve değişiklik yapma hakkını saklı tutmaktayız.

Cemal İpekoğlu
Akça Holding A.Ş.

Adalet mh. Manas Blv. No: 47, A Blok, K:42, 35530

Bayraklı / İzmir

26 Kasım 2020

Sayın İpekoğlu,

Aktur Araç Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'nin ("Aktur Araç Muayene", "Aktur" veya "Şirket") değerleme çalışmasını içeren özet değerleme raporumuz görüşlerinize sunulmuştur.

Bu özet değerleme raporu, Menderes Tekstil San. ve Tic. A.Ş.'nin ("Menderes Tekstil") talebi üzerine DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Aktur'un %48 hissesinin 23 Kasım 2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor, 11 Kasım 2020 tarihinde Deloitte ve Menderes Tekstil arasında imzalanan değerleme hizmet sunumu sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Raporumuzla ilgili sorularınızı her zaman cevaplamaya hazır olduğumuzu belirtmek isteriz.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi

DRT Kurumsal Finans

Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Deloitte Values House

Maslak No1

34398 İstanbul

Tel: +90 (212) 366 60 00

www.deloitte.com.tr

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Raporun Amacı

- Menderes Tekstil'in talebi doğrultusunda DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanan çalışmanın amacı, Menderes Tekstil'e ait olan %48 Aktur hisselerinin potansiyel bir grup içi satış işlemi öncesinde gerçeğe uygun değerinin tahmin edilmesi olarak belirlenmiştir.
- Değerleme raporu sadece bahsi geçen amaca istinaden kullanılabilir. Bunun dışındaki herhangi bir amaç için kullanılmamalı veya içinden alıntılar yapılmamalıdır.
- Çalışma kapsamında değerlendirme tarihi 23 Kasım 2020 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.
- Çalışmamız 11 Kasım 2020 ile 26 Kasım 2020 tarihleri arasında yürütülmüş olup, söz konusu süre hizmet sözleşmemizde belirtilen süreden daha kısıtlı olmuştur.
- Değerleme çalışması Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak 26 Kasım 2020 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.
- Bu raporda sunulan veriler Aktur yönetimi ("Şirket Yönetimi") tarafından sunulmuş olup bu verilerin doğruluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Değerleme yaklaşımı

Değer tahminlerimize ulaşırken sadece gelir yaklaşımı uygulanmıştır.

Gelir yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir şirketin değeri, o şirket için gelecek nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

- İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirme tarihine indirgenmesi esasına dayanır

Gelir yaklaşımı (devam)

- İNA çalışması, 1.10.2020 – 14.08.2027 dönemini kapsamakta olup, çalışmaya temel teşkil eden finansal projeksiyonlar, Şirket Yönetimi'nden elde edilen bilgiler ışığında tarafımızca oluşturulmuştur.
- İNA yöntemi dahilinde kullanılan temel varsayımlara ilişkin detaylar raporun ilerleyen bölümlerinde paylaşılmaktadır.

Piyasa yaklaşımı

- Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin çarpanları, benzer şirketlerin satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerlendirme çarpanları ve değerlemeye konu olan şirketin daha önce gerçekleşmiş olan satın alma işlemleri kullanılarak tahmin edilmektedir. Piyasa yaklaşımı kapsamında benzer şirketler ve benzer işlemler yöntemleri kullanılmaktadır.
- Değerleme konusu faaliyetin sınırlı süreli olması ve benzer nitelikli halka açık şirket veya detayları kamuya açıklanmış alım satım işlemi bulunamaması sebepleriyle piyasa yaklaşımı uygulanmamıştır.

Maliyet yaklaşımı

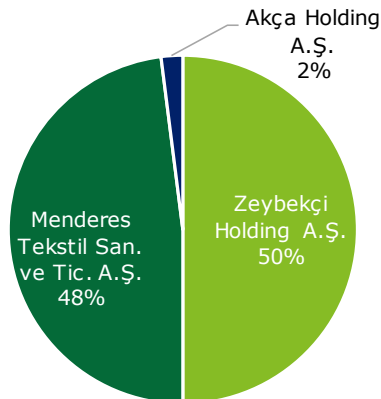
- Maliyet yaklaşımı, bir varlığın değerinin yenileme veya yerine koyma maliyetinden yüksek olamayacağı prensibine dayanmaktadır. Bu kapsamda, değerlendirme konusu varlığın benzer bir varlık ile değiştirilmesi ya da değerlendirme tarihindeki piyasa koşulları altında tekrar üretilmesine ilişkin maliyetlerin tahmin edilmesi yoluyla hesaplanmaktadır.
- Değerleme konusu varlığın şirket hissesi olması durumunda değer bilançodaki varlık ve yükümlülüklerin net pazar değerine eşittir. Maliyet yaklaşımı altında düzeltilmiş net aktif değer yöntemi kullanılmaktadır.
- Düzeltilmiş net aktif değer yöntemine göre şirketin pazar değeri bilançodaki varlık ve yükümlülüklerin net pazar değerine eşittir.
- Statik bir yaklaşım olması ve gelecekte beklenen nakit akımlarını dikkate almaması sebebiyle maliyet yaklaşımı da uygulanmamıştır.

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Değerlemeye Konu Varlık

- Değerlemeye Konu Varlık, Menderes Tekstil'in Aktur sermayesinde sahip olduğu %48 oranındaki azınlık paylardır.
- Aktur, 2008 yılında TÜVTÜRK ile imzalanan alt işletim sözleşmesi kapsamında, uluslararası standartlarda araç muayene hizmeti vermektedir.
- Toplam 27 farklı istasyonda 360 çalışanı ile faaliyet gösteren Aktur, yılda yaklaşık 1 milyon aracın periyodik ve yola uygunluk muayenelerini, yaklaşık 500 bin aracın ise egzoz emisyon ölçümünü yapmaktadır.
- Aktur İzmir, Manisa, Aydın ve Denizli illerinde hizmet vermektedir.
- Şirket'in kayıtlı olduğu adres şöyledir: *Fatih Mh. 1203 Sk. No:11/1, Gaziemir/İzmir, Türkiye*
- Hem Aktur hem de Menderes Tekstil Akça Holding'in iştirakidir.
- Aktur'un 30 Eylül 2020 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda sunulmaktadır:

Aktur Araç Muayene Ortaklık Yapısı



Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin, Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı'nda belirtilen değerleme hizmetiyle ilgili hususlara uygunluğunu beyan ederiz. Beyanımız sayfa 9'da yer almaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

Değer Esası

- Çalışmamızın amacına yönelik olarak, "Gerçeğe Uygun Değer", TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:
"Piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat"

Değerleme Tarihi

- Çalışmanın amacı kapsamında Menderes Tekstil'in Aktur sermayesinde sahip olduğu %48'lik payların 23 Kasım 2020 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla pazar değeri tahmin edilmiştir.

Rapor Tarihi

- İşbu rapor 26 Kasım 2020 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Aktur'un fonksiyonel para birimi olan Türk Lirası ("TL") üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Bilgi Kaynakları

- Değerleme çalışmasında kullanılan veriler Şirket Yönetimi, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık veriler, S&P Capital IQ veri tabanı, Economic Intelligence Unit ("EIU"), kamu kurumları, medya kuruluşları, uluslararası finans kuruluşları ve değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmıştır.
- Bu çalışma kapsamında Şirket yönetimi tarafından sağlanan verilerin makuliyeti ve tutarlılığı tarafımızca incelenmiştir. Halka açık kaynaklardan elde edilen verilerin güvenilir kaynaklardan elde edildiği düşünülmektedir.

Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında, Şirket yönetimi tarafından sağlanan geçmiş 2017-2019 yıl sonu yasal mali tablolar ve 30 Eylül 2020 tarihli yasal mali tablolar analiz edilmiştir.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- Tarafımızla paylaşılan ileriye dönük finansal bilgiler Aktur yönetimine aittir. Aktur'a ilişkin ileriye dönük varsayımlar Şirket'in sorumluluğundadır.
- Aktur için 1 Ekim 2020 – 14 Ağustos 2027 dönemini kapsayan iş planı Şirket yönetimi tarafından onaylanan varsayımlar ışığında hazırlanmıştır.
- Bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetiminin sorumluluğundadır. Kullanılan varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda görüşümüzü bildirerek ilgili düzeltmeleri uygulamakla beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz. Ayrıca beklentilerin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşecek sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz. "

Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Çalışmanın Kapsamı

- Çalışmamız 11 Kasım 2020 – 26 Kasım 2020 tarihleri arasında gerçekleşmiş olup aşağıdaki hususları içermiştir:
 - Şirket'in finansal yapısının, yasal mali tabloların (2017, 2018, 2019 ve 2020 9 aylık) incelenmesi ve Şirket'in iş planının Şirket Yönetimi'nin varsayımları doğrultusunda hazırlanması;
 - Şirket'in faaliyetlerine ilişkin olarak üst yönetim ile görüşmelerin yapılması;
 - Sektör ile ilgili yayınlanan piyasa verileri ve diğer halka açık bilgilerin gözden geçirilmesi;
 - Çalışmaların tamamlanmasını takiben temel olarak kullanılan bilgilerin doğruluğunun tarafınızca teyidi maksadıyla açıklamalı bir tartışma dokümanının hazırlanması;
 - Bunun sonucunda Şirket hisselerinin gerçeğe uygun değerini gösteren açıklamalı nihai raporun hazırlanması ve tarafınıza sunulmasıdır.
 - Değerleme çalışması süresince aşağıdaki kişilerle görüşmeler yapılmıştır:
 - Cemal İpekpoğlu – Yönetim Kurulu Üyesi, Menderes Tekstil
 - Sebile Yılmaz – Muhasebe Müdürü, Aktur

Sınırlamalar

- Projeksiyon beklentilerinin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Çalışmamız sadece hissedarların gerçeğe uygun değer aralığı konusunda bilgilendirilmesini kapsamaktadır. Çalışmamız herhangi bir yatırım veya Şirketler arasında herhangi bir birleşme tavsiyesi niteliği taşımamaktadır.
- Değerleme çalışması genel kabul görmüş denetim standartlarına göre herhangi bir denetim çalışmasını içermeyecektir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmayacaktır.
- Değerleme çalışması bir kısım öngörülere dayanmakta olup söz konusu öngörülerin ilgili varsayımlara dayanarak doğru hesaplanıp hesaplanmadığı tarafımızca incelenmiştir. Bununla birlikte bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket yönetiminin sorumluluğundadır. Uygulanan varsayımlar üzerinde, gerekli gördüğümüz durumlarda, görüşümüzü bildirmekle beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Değerleme çalışması duran varlık değerleme hizmetini kapsamamaktadır. Bundan dolayı, raporda duran varlık değerine ilişkin görüş belirtilmemiştir.
- Şirket, COVID-19'un Türkiye ve küresel ekonomi ile başlıca finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin bir sonucu olarak Aktur'un finansal durumu üzerinde giderek artan etkilerini dikkate almalıdır. Değerleme varsayımlarımız rapor tarihi itibarıyla mevcut ekonomik, piyasa ve diğer koşullara dayanmaktadır. Bu koşullar nispeten kısa sürede önemli ölçüde değişebilir. Sermaye piyasalarında son zamanlarda yaşanan dalgalanmalar ve mevcut ekonomik görünüm varlıkların değerlemesi konusunda önemli belirsizlikler yaratmaktadır. Bu faktörleri dikkate alarak, ulaştığımız sonuç ve görüşlerin değişme olasılığının normal zamanlara göre daha yüksek olabileceğini düşünmekteyiz.

Yönetici Özeti | Beyan

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili 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"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden Danışmanlık Şirketi olduğumuzu,
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
 - Değerleme çalışmasını SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ine uygun olarak gerçekleştirdiğimizi,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil ile Kurumumuz arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi imzalandığını,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil'e aynı zamanda bağımsız denetim hizmeti verilmediğini,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil ile Kurumumuz arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını, beyan ederiz.

Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
1	Projeksiyonlar	Projeksiyon dönemi 1 Ekim 2020'den 14 Ağustos 2027'ye kadar olan periyodu kapsamaktadır. Çalışmamızda, makroekonomik öngörüler için Economist Intelligence Unit ("EIU") tarafından açıklanan veriler kullanılmıştır.
2	Gelir	- Şirket'in satışları 5 ana gelir kaleminden oluşmaktadır: 1. Araç muayene geliri, 2. Gecikme bedeli, 3. Alt işletim hizmet geliri, 4. Egzoz emisyon geliri, 5. Yola elverişlilik geliri. Toplam brüt satışlar içindeki en büyük pay %65 ile araç muayene gelirlerine aittir. Araç muayene gelirlerini %20'lik pay ile Şirket'in alt işletim hizmet gelirleri izlemektedir. Ayrıca, TÜVTÜRK alt işletim lisans gelirlerinden kaynaklanan kur farkı, kafeterya ve kira gelirleri de şirketin diğer gelirlerini oluşturmaktadır. - Projeksiyon dönemindeki araç muayene ve egzoz emisyon gelirleri, birim fiyat ve muayene hizmeti verilen araç sayısındaki artış ile tahminlenmiştir. Buna göre, birim fiyatlar Hazine ve Maliye Bakanlığınca Resmi Gazete'de ilan edilen yeniden değerlendirme oranıyla artırılmıştır. 2021 yılı için kabul edilen yeniden değerlendirme oranı %9.11'dir. 2022 ve sonrasında ise, yeniden değerlendirme oranları ÜFE'ye paralel şekilde tahmin edilmiştir. Araç ve egzoz emisyon muayene adetleri, EIU tarafından açıklanan otomotiv sektörü verilerine göre, kişi başına düşen araç sayısındaki artışa paralel olarak tahminlenmiştir. - Araç muayene gecikme bedelleri, gecikme bedelinin muayene gelirlerine oranına göre hesaplanmıştır. 2020'nin 3. çeyreği için hesaplanan %12.1'lik oran projeksiyon döneminde sabit tutulmuştur. Gecikme bedelleri birebir TÜVTÜRK'e aktarıldığından, gelir tutarına birebir karşılık gelen gider de oluşmaktadır. - Alt işletim hizmet gelirleri, Şirket Yönetimi'nden alınan bilgi ışığında araç muayene gelirlerinin %30'u olacak şekilde öngörülmüştür. Yola elverişlilik gelirleri araç muayene gelirlerindeki artışa paralel olarak projekte edilmiştir. 5 ana kalemden oluşan ve 2018 yılından 2019 yılına %21.7 artış gösteren gelirlerin, 2019-2026 döneminde %12 BYBO ile büyümesi beklenmektedir. Bunlar haricinde, üst hak kira gelirleri EIU tarafından açıklanan ÜFE, TÜFE ortalamasına göre, kafeterya gelirleri geçmiş kafeterya gelirlerinin toplam ciroya oranı ile, promosyon ve satış gibi diğer gelir kalemleri ise toplam satış büyümesine göre projekte edilmiştir.
3	Satışların maliyeti ve brüt kar	2019 yılında satışların maliyetinin yaklaşık %77'sini genel araç muayene giderleri ve muayene gecikme bedelleri oluşturmaktadır. Bu iki gelir kaleminin tamamı giderleştikten dolayı söz konusu gelir kalemleri Şirket'e kar marjı bırakmamaktadır. Egzoz emisyon ve yola elverişlilik kar marjları 2019 yılındaki seviyesinde sabit tutulurken, etiket hizmet üretim giderleri satışların %66.3'ü gibi sabit bir oranla tahminlenmiştir. - Alt işletim bedeli lisans döneminin başında TÜVTÜRK'e ABD doları cinsinden peşinen ödenmiş olup söz konusu bedel, Temmuz 2027'ye kadar her dönem TÜVTÜRK tarafından faturalanmakta ve giderleşmektedir. Ayrıca, tutarlar ödeme gününde ABD dolarından TL'ye çevrildiğinden, peşin ödenmiş giderlerdeki TL amortisman tutarı ile fatura tarihindeki TL tutarlar arasında kur farkı geliri oluşmaktadır. Söz konusu işlemler herhangi bir nakit akım yaratmamaktadır. Analizleri kolaylaştırması amacıyla kur farkı gelirleri ile alt işletim gideri netleştirilmiştir. Böylelikle, giderleşen tutar ile gelecek yıllara ait giderlerden düşen tutarlar eşitlenmiştir.

Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
3	Satışların maliyeti ve brüt kar (devam)	- Personel gideri personel sayısına ve kişi başı ortalama maaş büyümesine göre projekte edilmiştir. Projeksiyon dönemindeki personel sayısı muayene hizmeti verilmesi beklenen toplam araç sayısındaki büyümeye göre, kişi başı ortalama maaş ise enflasyon büyümesine paralel olarak tahmin edilmiştir. - Akreditasyon giderleri toplam genel muayene gelirine oranı sabit tutularak, - üst hak işletim bedeli ÜFE/TÜFE ortalamasına göre, - makine teçhizat, bina, araç, ofis, resim vergi harç ve iş sağlığı giderleri TÜFE beklentilerine göre tahmin edilmiştir. Ayrıca, ilave teçhizat ve demirbaş amortisman giderleri de satışların maliyeti içerisinde projekte edilmiştir. - Kafeterya giderleri 2018, 2019 ve 2020 ilk 9 aylık ortalama kar marjı sabit tutularak projekte edilmiştir. 2019 yılında bir önceki yıla göre %28.6 artış gösteren satışların maliyetinin 2019 yılından 2026 yılına kadar %11.2 BYBO ile büyümesi beklenmektedir. 2020 yılı ilk 9 aylık dönemde %7 olarak gerçekleşen brüt kar marjının lisans döneminin sonuna kadar %9-10 seviyelerinde seyretmesi beklenmektedir.
4	Faaliyet giderleri ve FVÖK marjı	- Şirket'in faaliyet giderleri ağırlıklı olarak personel, demirbaş, araç, ofis, pazarlama ve vergi giderlerinden oluşmaktadır. - Personel gideri personel sayısına ve kişi başı ortalama maaş büyümesine göre projekte edilmiştir. Projeksiyon dönemindeki personel sayısı muayene hizmeti verilmesi beklenen toplam araç sayısındaki büyümeye göre, kişi başı ortalama maaş ise enflasyon büyümesine paralel olarak tahmin edilmiştir. - Makine teçhizat, demirbaş, bina, araç, pazarlama, ofis ve vergi giderleri ise TÜFE beklentilerine göre projekte edilmiştir. 2019 yılında bir önceki yıla göre %19.6 artış gösteren faaliyet giderlerinin, 2019 yılından 2026 yılına kadar %10.6 BYBO ile büyümesi beklenmektedir. 2020 yılı ilk 9 aylık dönemde %6 olarak gerçekleşen FVÖK marjının, lisans dönemi sonuna kadar %7-8 seviyelerinde seyretmesi beklenmektedir.
5	Net işletme sermayesi	Şirket'in net işletme sermayesi alacak tahsil, stok ve borç ödeme sayıları projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla 0, 2, 10 günlerde sabit tutularak hesaplanmıştır. Şirket Yönetimi'yle yapılan görüşmeler neticesinde, 30 Eylül 2020 itibarıyla hesaplanan borç ödeme gün sayısının pandemi etkisiyle artış gösterdiği ve 2021 yılında eski seviyesine geri dönmesi beklendiği sonucuna varılmıştır.

Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
5	Net işletme sermayesi (devam)	Diğer alacaklar, gelir tahakkukları ve peşin ödenen giderlerden oluşan diğer dönen varlıklar satış büyümesine oranla, diğer borçlar, ödenecek vergi & yükümlülükler ve diğer kısa vadeli yükümlülükler satışların maliyeti büyümesine göre projekte edilmiştir.
6	Gelecek yıllara ait giderler	- Lisans dönemi başında TÜVTÜRK'e peşinen ödenen alt işletim giderleri ve ilave teçhizat & demirbaş alt işletim giderleri 2027 yılına kadar projekte edilmiş olup bu kalemlerdeki değişim nakit akıma ayrıca yansıtılmıştır. - Her sene TÜVTÜRK tarafından kesilen TL 22,954k'lık fatura tutarı alt işletim giderlerinden düşülmektedir.
7	Yatırım harcamaları	Projeksiyon dönemine ilişkin yatırım harcamaları, geçmiş 5 yıllık ilave teçhizat ve demirbaş alımlarının ortalamasına göre hesaplanmıştır. 2021 yılına ait yatırım tutarı her sene enflasyon oranlarına paralel olarak artırılmıştır.
8	Vergi oranı	5 Aralık 2017 tarihli ve 30261 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7061 sayılı Kanun kapsamında yapılan düzenlemeye göre 2020 yılı için kurumlar vergisi oranı %22 olarak belirlenmiştir. Bu sebeple İNA çalışmasında vergi oranı 2020 yılı için %22, takip eden yıllarda ise %20 olarak uygulanmıştır.
9	AOSM	Gelir yaklaşımı kapsamında serbest nakit akımlarını indirmek için kullanılan TL para birimi cinsinden AOSM oranı %20.4 olarak hesaplanmıştır.
10	Operasyonel olmayan varlıklar	Şirket'in alacak karşılığında edinmiş olduğu satılabilir durumda gayrimenkul varlıkları bulunmaktadır. Söz konusu gayrimenkul varlıklarının faaliyetlerle herhangi bir ilişkisi yoktur. Yönetim ile yapılan görüşmelere istinaden, söz konusu operasyonel olmayan varlıkların iktisap tarihleri değerlendirilmesine yakın olduğu için defter değerinin gerçeğe uygun değeri yansıttığı varsayılmıştır. Bu kapsamda söz konusu varlıkların defter değerleri hesaplanan Şirket Değeri'ne eklenmiştir.

Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Değerleme Sonuçları

TL k	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	100%	403,150	397,002	409,571
İndirgenmiş Nakit Akımı	100%	403,150	397,002	409,571
Değerleme Sonucu (%100 hisse)		403,150	397,002	409,571
Menderes Tekstil hisse oranı		48%		
Menderes Tekstil Payı		193,512	190,561	196,594
Eksi: Azınlık iskontosu	9.09%	(17,592)	(17,324)	(17,872)
Menderes Tekstil Azınlık Payı (%48)		175,920	173,237	178,722

- Azınlık iskontosu, azınlık pay sahiplerinin şirket operasyonları ve politikası üzerinde sahip olabileceği kontrol durumu ile ilgilidir. Azınlık hissedarları, şirket yönetim kurulu üzerinde kontrol sahibi olamazlar ve varlıkların satın alımı, satışı veya tasfiyesi gibi kararları veto edemezler. Belirtilen bu sebeplerden dolayı, kontrol gücü olmayan bir hisseyi değerlendirirken azınlık iskontosu uygulanmaktadır. Azınlık iskontosu şirketin %100 hisse değerinden kontrol priminin arındırılmasını sağlayan oranı temsil etmektedir.
- Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde, Menderes Tekstil'in Aktur sermayesindeki %48'lik payına ek olarak ilişkili şirketi Akça Holding ve ilişkili gerçek kişiler ile beraber toplam %50 paya sahip olması nedeniyle Şirket'in ortak kontrole tabi işletme kategorisinde olduğu öğrenilmiştir. Bu nedenle, normal şartlarda %20 olarak varsayılan kontrol primi çalışmamızda ortak kontrol etkisini yansıtmak amacıyla %10 olarak kullanılmıştır. Kontrol primi içeren şirket değerini kontrol priminden arındırmak için %9.09 (%10/%110) oranında iskonto uygulanmıştır.

Değerleme Sonucu

- Değerleme çalışmasında temel yöntem olarak gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi Şirket'in gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile projekte edilmiş sonuçlar arasında farklılıklar olması muhtemeldir.
- Gelir yöntemi uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçlarına göre Aktur'un değerlendirme konusu %48 hissesinin azınlık iskontosu öncesi değerinin 23 Kasım 2020 itibarıyla **190.6m – 196.6m TL** aralığında; hisselerin azınlık iskontosu sonrası gerçeğe uygun değerinin ise **173.2m – 178.7m TL** aralığında olduğuna inanmaktayız.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL (“Deloitte Global” olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte’un 225.000’i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, “Deloitte Network” olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.