

UTOPYA TURİZM İNŞAAT İŞLETMECİLİK TİCARET A.Ş.

DEĞERLEME ve FİYAT TESPİT

RAPORU

13 OCAK 2011

GİRİŞ

a) Raporu Hazırlayan Uzmanının Kimliği ve Rapor Tarihi

Polat Yaman, Araştırma Sorumlusu, Galata Menkul Değerler A.Ş.;
Rapor Tarihi 13 Ocak 2011'dir.

b) Raporun Amacı

Bu raporun amacı, Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.'nin şirket değerini, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Bu nedenle bu çalışma, belli bir satış ya da alım önerisinde bulunmayı değil, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

c) Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Bu çalışma, ilgili şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, şirketin mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır. Değerleme ve fiyat tespit çalışması Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. için 2007, 2008, 2009 yıl sonu ve 2010/09 dönemine ait mali tablolarına dayanılarak hazırlanmıştır. Bu mali tablolara ayrıca, herhangi bir denetim veya inceleme yöntemleri uygulanmamıştır. Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler veri alınmış ve şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun ve fiyat tespitinin oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır. Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır:

- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam etmesi,
- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmaması.
- Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermemesi.
- Değerlemede olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Bu raporda bulunan değerlendirme ve fiyat tespit sonuçları Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. yönetimine sunulmak içindir. Bu nedenle, belirtilen bu amaç dışında kullanılması doğru olmayabilir.

Hisse senedi değerlemesi, piyasa fiyatını etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin temettü ödeme kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri
- Hisse senetlerinin satılabilir potansiyeli (talebin varlığı ve yeterliliği)
- Satılan hisse senetlerinin şirketi kontrol gücü sağlayıp sağlamadığı
- Şirket hisseleri halka açık ise, piyasanın şirkete biçtiği değer ve satılacak hissenin büyüklüğü

Bu rapor, şirket değerini belirlemede etkisi olan bu faktörlerin hepsini dikkate alarak hazırlanmıştır. Ancak, değerleme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- Bu raporda kullanılan tüm bilgiler şirket yönetimi tarafından sağlanmış, doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- Bu rapora konu olan değerleme ve fiyat tespit çalışması, bilinen değerleme metotları kullanılarak üst düzeyde uzmanlık bilgisi ile yapılmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek çok önemli değişmelerin şirket değerini etkileyebileceği ve şirket değerinin yukarı veya aşağı yönde hareket edebileceği bilinmektedir.
- Değerleme çalışması sırasında, şirketin faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

PIYASA DEĞERİ TESPİTİ

Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ile "İndirgenmiş Nakit Akımı" yöntemleri kullanılmış ve şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler %50 oranında ağırlıklandırılarak baz alınmıştır.

"PIYASA ÇARPANLARI" YÖNTEMİ İLE PIYASA DEĞERİ TESPİTİ

"Piyasa Çarpanları" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında

- 1) Piyasa Değeri / Defter Değeri
- 2) Piyasa Değeri / Satışlar
- 3) Fiyat / Kazanç
- 4) Piyasa Değeri / FVAÖK

Rasyoları kullanılmıştır.

Faaliyet konusu itibarıyla Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda İMKB-ulusal Endeksi, Hizmet, Sanayi, İnşaat taahhüt ve Turizm sektörleri ağırlıklandırılarak kullanılmıştır.

İMKB'de işlem gören benzer şirket verileri

| | F/K | PD/DD | PD/Aktifler | FD/FAVÖK | FD/Satışlar |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| FVORI | - | 2,18 | 0,31 | -77,70 | 17,39 |
| MAALT | 38,72 | 2,09 | 1,82 | 78,59 | 8,18 |
| MARTI | - | 1,02 | 0,39 | 14,08 | 2,24 |
| NTTUR | 5,05 | 0,87 | 0,55 | 36,25 | 4,99 |
| TEKTU | - | 1,23 | 1,15 | 44,00 | 16,36 |
| AYCES | - | 3,23 | 2,67 | 133,25 | 17,47 |
| MRGYO | 23,07 | 0,86 | 0,71 | 36,01 | 5,44 |
| Ortalama | 22,28 | 1,21 | 0,92 | 41,79 | 7,44 |

Benzer şirket değerlemesine esas teşkil edecek çarpanların ortalaması alınırken, FVORI ve AYCES'in tüm verileri uç değer olduğu için dikkate alınmamıştır.

| 12 Ocak 2011 itibariyle | F/K | PD/DD | FD/ SATIŞLAR | FD/FVAÖK |
|------------------------------------|--------------|-------------|-----------------|--------------|
| Imkb ulusal | 13,62 | 2,02 | 0,84 | 8,1 |
| Sanayi | 16,46 | 2,03 | 0,99 | 9,97 |
| Hizmet | 16,92 | 3,01 | 1,79 | 9,8 |
| Turizm (Benzer Şirketler) | 22,28 | 1,21 | 7,44 | 41,79 |
| İnşaat Taahhüt | 16,38 | 2,31 | 1,88 | 10,35 |
| Ortalama | 17,13 | 2,12 | 2,59 | 16,00 |
| Ağırlıklandırılmış Ortalama | 20,99 | 1,44 | 6,23 | 35,34 |

Ağırlıklandırılmış ortalama Turizm %80, İnşaat Taahhüt, Hizmet, Sanayi ve Ulusal Pazar % 5 ' er olarak ağırlıklandırıldı.

| | Kayırlımış Kar | Özkaynak | Aktifler | Kayırlımış FAVÖK | Kayırlımış Satışlar | Net Borç |
|------------------------|-------------------|------------|-------------|---------------------|------------------------|------------|
| Şirket Verileri | 215.480 | 83.397.770 | 133.788.530 | 3.432.191 | 23.798.148 | 25.296.345 |

1- Piyasa Değeri / Defter değeri oranı ile değeri (TL)

| | |
|---|--------------------|
| Ağırlıklandırılmış ortalama PD/DD oranı | 1,44 |
| Özsermaye | 83.397.770 |
| PD/DD' ye göre piyasa değeri | 119.800.897 |

2 – Fiyat Kazanç oranı ile değeri (TL)

| | |
|--------------------------------------|------------------|
| Ağırlıklandırılmış ortalama FK oranı | 20,99 |
| net kar | 215.480 |
| FK' ya göre piyasa değeri | 4.523.572 |

3 – Firma Değeri / FVAÖK oranı ile değerleme (TL)

| | |
|--|-------------------|
| Ağırlıklandırılmış ortalama FD/FVAÖK oranı | 35,34 |
| FVAÖK | 3.432.191 |
| FD/FVAÖK' e göre piyasa değeri | 96.007.582 |

4 - Firma Değeri / Satışlar oranı ile değerleme (TL)

| | |
|--|--------------------|
| Ağırlıklandırılmış ortalama FD/ satışlar oranı | 6,23 |
| satışlar | 23.798.148 |
| FD/ satışlar' a göre piyasa değeri | 122.894.723 |

2 no'lu değerleme olan, F/K oranı ile değerleme aşırı uç sonuğ verdiğinden, diğer 3 kritere göre değerleme yapıyoruz.

Buna göre piyasa ęarpanları yöntemi ile şirket için ortalama 112,901,067 TL piyasa değerine ulaşıyoruz.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI" YÖNTEMİNE GÖRE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

INA Varsayımları

- İndirgenmiş nakit akımları analizi hesaplamalarında projeksiyonlar TL üzerinden yapılmıştır.
- Şirketin sahip olduğu otel ve alışveriş merkezi için İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yapılmıştır. Halka arz sonrası Şirketin yatırım projeksiyonları arasında yer alan Esenboğa'daki konut projesi ve Kıbrıs'taki otel yatırımları INA'ya dahil edilmemiştir.
- 2015 yılına kadar projeksiyon yapılmış ve sonraki yıllar için devam eden değer hesaplanmıştır.
- Satış gelirlerine ilişkin büyüme tahminleri ve satışların dağılımı aşağıda gösterilmiştir.

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|-------|-------|------|-------|------|
| Satış Büyümesi | 38,9% | 15,1% | 3,7% | -5,9% | 1,4% |

| Satışların Dağılımı | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Otel Gelirleri | 81,7% | 80,1% | 80,2% | 87,6% | 87,3% |
| AVM Gelirleri | 18,3% | 19,9% | 19,8% | 12,4% | 12,7% |

Şirket, 16.08.2007'de İller Bankası ile yaptığı kira sözleşmesi ile AVM'nin %56,77'lik kısmını 15 yıllığına, 01.10.2010'da Çağ 1 Yapı ile yaptığı kira sözleşmesi ile %43,23'lük kısmını 3 yıllığına devralmıştır. Çağ 1 Yapı'ya ait olan kısım için yapılan 3 yıllık sözleşmenin bitiş tarihi olan 2013 yılı sonrası için kontratın yenilenmeyeceği öngörülmüştür.

- Faaliyet giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca %5 artacağı öngörülmüştür.
- Kurumlar vergisi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi ihtiyacı için ticari alacakların vadesi 80 gün, stokların süresi 11 gün, borçların süresi ise 115 gün olarak dikkate alınmıştır.
- 2011 yılında Utopia World Hotel'in 12 ay boyunca faaliyette bulunmasını sağlamak üzere 1.326 m²'lik bir konferans salonu yatırımı planlanmakta olup, bu yatırımın tutarı 1,2 milyon TL'dir.
- Yenileme yatırımlarının amortismanların %10'u kadar olacağı varsayılmıştır.
- Nakit akımlarının hesaplanmasında faaliyet gelir ve giderleri dikkate alınmış, finansal gelir ve giderler hesaplamalara dahil edilmemiştir.
- Serbest nakit akımlarını indirgenmesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %10,5 olarak dikkate alınmıştır.
- Projeksiyon sonrası dönem için %3 büyüme oranı öngörülmüştür.
- Net borcun hesaplanmasında Eylül 2010 dönemi mali tablolarında yer alan kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve benzeri kalemler düşürülmüş, ayrıca sermaye artırımını yoluyla yapılacak olan halka arz sonrası Şirkete girmesi beklenen kaynak da dikkate alınmıştır.

Kullanılan varsayımlar sonucunda elde edilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi aşağıda gösterilmektedir.

| TL | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Net Satışlar | 35.522.630 | 40.902.419 | 42.418.976 | 39.925.429 | 40.482.401 |
| SMM | -2.747.799 | -3.168.502 | -3.312.762 | -3.464.234 | -3.623.280 |
| Brüt Kar | 32.774.830 | 37.733.916 | 39.106.215 | 36.461.195 | 36.859.121 |
| Faaliyet Giderleri | -18.282.262 | -21.311.654 | -22.267.716 | -20.749.504 | -21.629.254 |
| FVÖK | 14.492.569 | 16.422.263 | 16.838.498 | 15.711.691 | 15.229.867 |
| FVÖK Marjı | 40,80% | 40,15% | 39,70% | 39,35% | 37,62% |
| FVÖK (1-Vergi) | 11.594.055 | 13.137.810 | 13.470.799 | 12.569.353 | 12.183.894 |
| Amortisman | 1.900.000 | 1.900.000 | 1.900.000 | 1.900.000 | 1.900.000 |
| Yatırım Harcamaları | 1.200.000 | 190.000 | 190.000 | 190.000 | 190.000 |
| İşletme Sermayesindeki Değişim | -3.557.628 | -1.059.260 | -291.292 | 589.690 | -76.759 |
| Serbest Nakit Akımı | 8.736.427 | 13.788.550 | 14.889.506 | 14.869.043 | 13.817.135 |
| Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% | 10,5% |
| İskonto Faktörü | 0,9050 | 0,8190 | 0,7412 | 0,6707 | 0,6070 |
| İndirgenmiş Nakit Akımı | 7.906.269 | 11.292.603 | 11.035.537 | 9.973.186 | 8.386.999 |
| Kümülatif İndirgenmiş Nakit Akımı | 48.594.594 | | | | |
| Son Dönem Sonrası Serbest Nakit Akımı | 14.231.649 | | | | |
| Devam Eden Şirket Değeri | 115.181.458 | | | | |
| Toplam Nakit Akımlarının Şimdiki Değeri | 163.776.051 | | | | |
| Net Borç | 25.296.345 | | | | |
| Şirket Değeri | 138.479.706 | | | | |

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi Şirketten sağlanan veriler doğrultusunda hazırlanmış olup, kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaştırılması ve farklı tarihlerdeki benzer şirket çarpanlarının kullanılması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

DEĞERLEME ÖZETİ (TL)

| | İNA | PİYASA ÇARPANLARI |
|---|-------------|-------------------|
| Nihai Hesaplama Kullanım Oranı | 50% | 50% |
| Hesaplanan Firma Değeri | 138,479,706 | 112,901,067 |
| Nihai Kullanıma Denk Gelen Tutar | 69,239,853 | 56,450,533 |
| Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş. Ortalama Değeri | | 125,690,386 TL |
| Halka Arz sonrası Sermaye | | 28,000,000 TL |
| Hesaplanan Hisse Başı Pay değeri | | 4,49 TL |

| | |
|--|---------------|
| Halka Arz İskontosu | % 22 |
| Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik İskontolu halka az değeri | 98,038,501 TL |
| Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik İskontolu Birim Hisse Değeri | 3,50 TL |

Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik için nihai piyasa değeri belirlenmesinde, neticeleri yukarıda paylaşılan analizler %50-%50 olarak kullanılmış ve % 22 lik halka arz iskontosu ile de beraber ortalamada **98 milyon TL**'lik bir piyasa değerine ve **3,50 TL**'lik hisse başı değere ulaşılmıştır.

Şirketin 20 milyon TL olan sermayesi halka arzla bedelli arttırılarak 28 milyon TL ye çıkarılacak ayrıca 2 milyon TL'lik ortak satışı yapılacaktır. Böylece % 35,71'lik halka açıklık oranına ulaşılacaktır.