

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler AŞ (“Alnus Yatırım”) Kurumsal Finansman Birimi tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler AŞ'nin (“Vakıf Yatırım”) Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ (“Ekim Turizm”, “Şirket” veya “Intercity”) paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 22 Mayıs 2026 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	1 - 2 - 3 Temmuz 2026
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	700.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	132.000.000 TL nominal (Sermaye Artışı) 30.000.000 TL nominal (Ortak Satış)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	832.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	4.902.120.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (113.400.000 Lot) (%70) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (32.400.000 Lot) (%20) Yüksek Talepli Yatırımcılar (16.200.000 Lot) (%10)
Halka Arz Fiyatı	30,26 TL
Halka Açıklık Oranı	%19,47
Borsa Kodu	EKIM
Taahhütler	Şirket halka arzdan sonraki 1 yıl süreyle bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı yapmama ve yeni pay satmama ve pay miktarını artırmama taahhüdü vermektedir. Ortaklar ise 1 yıl boyunca sermayede sahip olduğu payları Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satışa veya halka arza konu edilmeyeceğin ve ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 günlük süre boyunca, ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylardan elde edilecek gelirim %85'i ile fiyat istikrarı işlemleri gerçekleştirilecektir.

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket, bağlı ortaklığı September ile birlikte Intercity Grubu'nu oluşturmaktadır. Intercity Grubu'nun temel faaliyet alanı her türlü motorlu ve motorsuz kara, hava ve deniz taşıtlarının kiralanması, alınması ve satılmasıdır. Bu kapsamda Intercity Grubu'nun ana faaliyetleri i) uzun dönem operasyonel kiralama, ii) operasyonel kiralamadan dönen ikinci el araçların satışı ve iii) operasyonel süperyat kiralama olarak üç kola ayrılmıştır.

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

i) Uzun Dönem Operasyonel Kara Araçları Kiralama: Intercity

Grubu bünyesindeki Şirket, operasyonel kiralama sektöründe sahip olduğu 34 yıllık tecrübe ile ülkemizde bu amaçla faaliyet göstermek için kurulmuş ilk ve en köklü şirketler arasındadır. Şirket, küçük ve orta ölçekli işletmelerden, kamu kurum ve kuruluşlarına, ulusal ve uluslararası şirket ve holdinglere kadar geniş bir müşteri kitlesinin 12-47 aya kadar araç kiralama ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Müşterilerin talepleri doğrultusunda bayilerden satın alınan sıfır km araçlar, düzenlenen bir sözleşme ile aylık kira bedeli karşılığında müşterilere kiralanmaktadır. Müşteriler araç kiralayarak özsermayelerini kullanmadan faaliyetleri için ihtiyaç duyduğu araçlara sahip olmakta ve kendilerine birçok operasyonel kolaylık sağlamaktadır. Şirket'in sunmuş olduğu operasyonel kiralama hizmeti, bakım, onarım, kasko, ikame araç, yol yardım ve araç transferi gibi birçok operasyonel hizmeti kapsamaktadır. Şirketlere sunulan operasyonel kiralama hizmeti ile müşterilere, vergisel, operasyonel, sermaye yönetimi ve nakit akışı kullanımı konularında önemli avantajlar sağlanmaktadır. Şirket'in müşteri portföyü, sağlık, telekomünikasyon, finans-ekonomi, sanayi, otomotiv, gıda ve bilgi teknolojileri endüstrisi gibi sektörlerde faaliyet gösteren kurumsal ulusal ve uluslararası müşterilerden oluşmaktadır.

ii) Operasyonel Kiralamadan Dönen İkinci El Araçların Satışı:

Operasyonel kiralamada kullanılan araçların, kira sözleşmesi sonunda müşterilerden iade alınması ile ikinci el satışı süreci başlamaktadır. Araçlar müşterilerden iade alınırken detaylı bir ekspertiz çalışması yapılmaktadır. İade sırasında araç üzerinde tespit edilen hasar ve eksik teslimat gibi hususlar müşteri ile mutabakat sağlanarak tutanaklarla kayıt altına alınmaktadır. Araç üzerinde tespit edilen ve müşteriye yansıtılması gereken hasarlar ise düzenlenen faturalar ile müşteriye yansıtılmaktadır. Şirket kiradan dönen araçlarını tekrar kiralamaya konu etmemektedir. Araçlar üzerinde tespit edilen hasar ve eksiklikler tamamlanarak aracın fiyatlandırma sürecine geçilmektedir. Aracın fiyatlandırma aşamasında, satılacak olan aracın ekspertizi, kilometresi, markası, modeli ve piyasanın söz konusu araca olan eğilimi ve talebi gibi parametreler önem taşımaktadır. Bu doğrultuda Şirket'in temel amacı, piyasa dinamikleri içerisinde aracın satılabileceği en iyi fiyattan satılabilesidir. Bu amaçla, piyasanın durumu, Şirket'in ikinci el stok durumu ve çevrimiçi sitelerde benzer araçlar için talep edilen fiyatlar değerlendirilerek Şirket için en ideal fiyat belirlenmektedir. Araçların ideal satış fiyatı, perakende ve toptan satış kanallarına göre değişiklik gösterebilmektedir.

iii) Operasyonel Deniz Araçları (Süperyat) Kiralama:

Intercity Grubu faaliyetlerinin üçüncü ana kolunu September vasıtasıyla sahip olduğu süperyat Victorious'un uluslararası sularda haftalık ve aylık olarak kiralanması işlemleri oluşturmaktadır. Victorious, çeşitli uluslararası ödüller almış, lüks tatil imkânı sunan bir süperyattır. Intercity Grubu Victorious'u yaz döneminde Fransa, İtalya, Hırvatistan gibi Akdeniz ülkelerinde ve kış sezonunda Karayipler'de kullanılması için kiralamakta ve böylece döviz geliri elde etmektedir. Kiralama süreleri genelde bir haftalık olmakla beraber daha uzun süreli de olabilmektedir.

Türkiye'de operasyonel kiralama faaliyetleri 30 yıldan fazla bir geçmişe sahiptir. Sektör yasal mevzuatta düzenleme yapmaya yetkili, denetim ve gözetim yapabilen herhangi bir otorite veya üst kurul benzeri bir yapıya bağlı değildir.

Araç kiralama sektöründe, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla araç parkı 10 binden büyük altı şirket yer almaktadır. Tüm sektörün tahmini araç parkı 229.100 adet olup 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 13.700

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

adet araç satın alınmış ve buna karşılık 17.500 adet araç satılmıştır. Sektörün tahmini müşteri adedi ise 26.700'dür. Tüm sektör, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla devlete KDV, MTV ve ÖTV toplamı olarak 14,4 milyar TL kaynak sağlamıştır. Tüm sektörün tahmini aktif büyüklüğü 364,2 milyar TL seviyesindedir. Müşterilerin yaklaşık %67'si 30 ay ve üzeri kiralama sürelerini tercih etmektedir. 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla 16.614 adetlik araç parkı ile Intercity tahmini olarak pazarda %7'lik bir pazar payına sahiptir. Şirket, 31 Mart 2026 tarihi itibarıyla tüm sektörde satın alınan araçların tahmini olarak %4'ü kadar araç satın almış, yine aynı dönemde tüm sektörde satılan araçların tahmini olarak %8'i kadar araç satmıştır.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz'dan Öncesi			Halka Arz'dan Sonra	
	Grubu	TL	%	TL	%
Ali Vural AK	B	245.853.721,68	35,12	215.853.721,68	25,94
Rafan Holding B.V.	B	249.045.970,98	35,58	249.045.970,98	29,93
INTERCITY Yatırım Holding A.Ş.	A	161.000.000,18	23,00	161.000.000,18	19,35
INTERCITY Yatırım Holding A.Ş.	B	44.100.307,16	6,30	44.100.307,16	5,3
Halka Açık Kısım	B	-	-	60.750.000	15
Toplam		700.000.000,00	100	832.000.000	100

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Halka Arz İzahnamesi

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun;

- %100'ünü operasyonel kiralamada kullanılacak kara araçlarının satın alınmasında kullanılmasını hedeflemektedir.

Halka arz gelirlerinin fon kullanım yeri raporu çerçevesinde kullanılmasına kadar geçecek olan sürede çeşitli finansal enstrümanlarda değerlendirilecektir.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	4.079.109.887	3.212.242.106	5.307.255.825	4.407.856.828
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.986.625.366	1.644.222.588	3.064.410.456	2.627.227.283
Ticari Alacaklar	590.405.802	514.916.801	1.805.979.986	1.235.684.199
Diğer Alacaklar	96.231	89.182	242.116	632.169
Stoklar	1.010.910.032	374.134.821	215.145.799	265.345.816
Peşin Ödenmiş Giderler	182.234.382	183.708.096	202.225.631	269.206.876
Diğer Dönen Varlıklar	306.999.964	495.170.618	19.251.837	9.760.485
Türev Araçlar	1.838.060	-	-	-
Ara Toplam	4.079.109.887	3.212.242.106	5.307.255.825	4.407.856.828
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	-	-	-
Duran Varlıklar	42.270.439.889	39.386.534.043	34.904.522.305	33.396.318.792
Operasyonel Kiralamada Kullanılan Varlıklar	42.025.453.066	38.652.277.999	34.218.481.429	32.743.223.936
Maddi Duran Varlıklar	139.406.688	430.155.346	412.389.164	394.873.080

Alnus Yatırım Menkul Değerler AŞ
Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

Kullanım Hakkı Varlıkları	44.044.313	47.426.964	122.700.294	120.933.857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.249.134	2.226.383	1.503.000	1.475.097
Diğer Duran Varlıklar	59.286.688	128.298.733	149.448.418	135.812.822
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	126.148.618	-	-
Toplam Varlıklar	46.349.549.776	42.598.776.149	40.211.778.130	37.804.175.620
Kaynaklar				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.920.792.286	9.479.362.398	8.650.254.520	7.223.369.915
Kısa Vadeli Borçlanmalar	156.516.891	129.631.213	77.028.000	70.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.606.763.891	5.516.281.382	6.037.860.169	5.620.537.511
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.441.528.337	471.448.936	90.193.659	42.087.832
Ticari Borçlar	285.773.499	1.312.552.308	3.153.191.111	294.756.797
Diğer Borçlar	61.809.795	30.948.568	324.240.829	488.649.197
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.010.085	18.399.837	20.617.288	23.080.998
Ertelenmiş Gelirler	324.605.049	139.773.238	767.564.369	669.007.183
Kısa Vadeli Karşılıklar	19.645.297	13.193.628	17.104.296	21.450.948
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.156.144	6.494.485	3.093.602	2.782.747
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.418.109.440	11.397.085.479	11.513.006.068	10.838.993.268
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.322.668.534	6.186.999.193	7.347.009.466	6.574.836.911
Kiralama Yükümlülükleri (UV)	981.009.629	127.648.753	92.768.316	86.339.319
Uzun Vadeli Karşılıklar	17.348.868	19.610.088	19.756.375	15.011.796
Ertelenmiş Gelirler (UV)	2.233.091	708.329	418.754	
Diğer UV Yükümlülükler				18.444
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.094.849.318	5.062.119.116	4.053.053.157	4.162.786.798
Özkaynaklar	25.010.648.050	21.722.328.272	20.048.517.542	19.741.812.437
Toplam Kaynaklar	46.349.549.776	42.598.776.149	40.211.778.130	37.804.175.620

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	16.058.546.333	15.903.465.377	15.361.882.723	2.641.919.404	2.891.487.512
Satışların Maliyeti (-)	-10.524.307.381	-15.022.273.316	-14.402.223.666	-2.137.821.949	-2.091.956.878
Brüt Kar	5.534.238.952	881.192.061	959.659.057	504.097.455	799.530.634
Satış ve Pazarlama Giderleri	-11.202.948	-43.521.164	-18.623.577	-2.791.655	-3.742.473
Genel Yönetim Giderleri	-899.502.592	-803.185.551	-828.698.883	-268.897.606	-167.017.833
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	48.724.522	68.572.864	40.624.120	21.285.524	10.954.235
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-16.966.516	-38.975.991	-41.081.255	-31.650.872	-36.383.918
Esas Faaliyet Kar/Zararı	4.655.291.418	64.082.219	111.879.462	222.042.846	603.340.645
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	61.720.954	207.593.103	365.773.486	87.809.515	184.236.047
Finansman Gelir Giderleri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	4.717.012.372	271.675.322	477.652.948	309.852.361	787.576.692
Finansman Gelirleri	24.551.061	5.265.729	1.711.068	563.563	120.062
Finansman Giderleri	-4.175.360.107	-6.322.746.555	-6.378.204.810	-1.754.099.325	-1.557.864.364
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	5.107.364.566	3.524.382.019	2.838.954.344	1.033.510.275	960.252.743
Vergi Öncesi Kar/Zarar	5.673.567.892	-2.521.423.485	-3.059.886.450	-410.173.126	190.085.133
Vergi Geliri/Gideri	-1.145.547.725	157.791.865	882.262.959	24.415.152	-108.496.073
Net Dönem Karı/Zararı	4.508.016.033	-2.363.631.620	-2.177.623.491	-385.757.974	81.589.060

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

Karlılık Oranları	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Brüt Kar Marjı	34,5%	5,5%	6,2%	27,7%
FVÖK Marjı	28,8%	0,2%	0,7%	21,7%
FAVÖK Marjı	35,3%	20,9%	24,9%	38,8%

Net İşletme Sermayesi (Bin Avro)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Net İşletme Sermayesi	5.805	-51.802	9.688	18.651
Satışlara Oranı (%)	1,84	-16,59	3,21	6,08
Net İşletme Sermayesi Değişimi	24.491	-57.607	61.491	8.963

4. DEĞERLEME

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yönteme göre değer tespiti yapılmıştır. Her iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması sonucunda Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 500.870.292 Avro olarak hesaplanmaktadır. 22.05.2026 tarihi itibarıyla 52,8599 EUR/TL kuruna göre ise 26.475.953.555 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 21.180.762.844 TL düzeyinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2026 itibarıyla 700.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 30,26 TL olarak tespit edilmektedir.

4.1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Çarpan Analizi kapsamında teorik olarak kullanılabilir başlıca değerleme çarpanları aşağıda açıklanmış; her bir çarpanın Şirket'in faaliyet konusu ve finansal yapısı ile uyumu ayrıca değerlendirilmiştir.

- Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış): FD/Satış çarpanı; bir şirketin Firma Değeri'nin (Piyasa Değeri Net Borç) ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Bu çarpan, ağırlıklı olarak ciro yaratma kapasitesinin, marj yapısından daha belirleyici olduğu; perakende, hızlı tüketim ve dağıtım odaklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde kullanılmaktadır. Şirket'in ana faaliyet alanının uzun dönem operasyonel araç kiralama ve operasyonel kiralamadan dönen ikinci el araçların satışı olması; yüksek ciroya rağmen marjların dönemselsel olarak baskılandığı, sermaye yoğun ve bilanço ağırlıklı bir iş modeline işaret etmektedir. Bu nedenle, yalnızca ciro büyüklüğünü esas alan FD/Satış çarpanının, Şirket'in operasyonel kârlılığını, sermaye yapısını ve risk profilini yeterince yansıtmadığı değerlendirilmiş ve Intercity değerlemesi kapsamında kullanılmamıştır.
- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK): FD/FAVÖK çarpanı; Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar'a (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Bu çarpan; sermaye yapısından bağımsız olarak operasyonel performansı yansıtmaması, amortisman ve finansman farklılıklarını büyük ölçüde dışarıda bırakması, farklı şirketlerin karşılaştırılabilirliğini artırması nedeniyle, sermaye yoğun ve borçla finanse edilen iş modellerinde yaygın biçimde tercih edilmektedir. Intercity'nin faaliyetlerinin yüksek yatırım harcaması (CAPEX), yüksek amortisman ve finansman yükümlülükleri içermesi dikkate alındığında, operasyonel performansın sağlıklı biçimde karşılaştırılabilmesi açısından FD/FAVÖK çarpanının Çarpan Analizi kapsamında kullanılmasının uygun olduğu değerlendirilmiştir.

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

- Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): PD/DD çarpanı; bir şirketin piyasa değerinin, bilançosunda yer alan toplam özkaynaklarına oranlanması suretiyle hesaplanmaktadır. Intercity'nin ana faaliyet konusu olan uzun dönem operasyonel filo kiralama ve taşımacılık faaliyetlerinde, değer yaratan temel unsurlardan biri filo büyüklüğü ve filo kalitesidir. Bu çerçevede, bilanço üzerinde yer alan varlıkların büyüklüğü ve yapısı, şirket değerlemesinde kritik rol oynamaktadır. Bu nedenle, PD/DD çarpanı, Şirket'in filo büyüklüğü ile yaratılan değeri, varlık tabanı üzerinden yansıtılması açısından, Çarpan Analizi kapsamında tamamlayıcı bir değerlendirme parametresi olarak değerlendirilmiş ve kullanılmıştır.
- Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net kârına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Fiyat /Kazanç (F/K) oranı, ülkeler arası vergilendirme esaslarının, finansmana erişim koşullarının, muhasebe yöntem ve politikalarının farklılık göstermesinin ve şirketlerin faaliyet konusu dışında elde ettikleri tek seferlik gelir giderleri yansıtmasının sonucu benzer şirketlerin karşılaştırılmasını güçleştirdiği gerekçesiyle Intercity değerlemesinde kullanılmamıştır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiştir. Operasyonel performansı yansıtması nedeniyle Çarpan Analizi kapsamında "FD/FAVÖK" ve filo büyüklüğü ile yaratılan değeri yansıtması nedeniyle "PD/DD" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Şirket'in değerlemesinde, piyasa katılımcılarının fiyatlama davranışlarını daha bütüncül biçimde yansıtmak amacıyla, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler üzerinden gerçekleştirilen çarpan analizleri birlikte değerlendirilmiştir. Bu yaklaşım ile, yalnızca tek bir piyasanın koşullarına dayalı bir değerlendirme yapılmasının önüne geçilmesi ve farklı piyasa dinamiklerinin dengelenmesi amaçlanmıştır.

Bu kapsamda yurt içi benzer şirketlere göre gerçekleştirilen çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri 359.868.224 Avro, yurt dışı benzer şirketlere göre gerçekleştirilen çarpan analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri ise 643.190.149 Avro olarak belirlenmiştir.

Söz konusu iki değerlendirme sonucunun, her birine %50 eşit ağırlık verilmek suretiyle birlikte değerlendirilmesi neticesinde, Çarpan Analizi yöntemine göre hesaplanan nihai özsermaye değeri 501.529.187 Avro olarak tespit edilmiştir.

Çarpan Analizi Özeti (Avro)	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt içi FD/FAVÖK analizi sonucu	%90	306.456.163
Yurt içi PD/DD analizi sonucu	%10	840.576.771
Yurt içi çarpan analizi sonucu	%100	359.868.224
Yurt dışı FD/FAVÖK analizi sonucu	%50	711.539.859
Yurt dışı PD/DD analizi sonucu	%50	574.840.440
Yurt dışı çarpan analizi sonucu	%100	643.190.149
Çarpan analizi sonucuna göre özsermaye değeri		501.529.187

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı beta x risk primi) borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

AOSM	Avro
Risksiz Faiz Oranı	%4,3
Risk Primi	%6,0
Beta	1,0
Özsermaye Maliyeti	%10,3
Borçlanma Maliyeti	%8,3
Kurumlar Vergisi Oranı	%25
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%6,2
Özsermaye Oranı	%51,8
AOSM	%8,35

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Fiyat Tespit Raporu

İNA yöntemi kapsamında Şirket için projeksiyon dönemine ilişkin nakit akımları ile birlikte "Devam Eden Değer" tahmini yapılmıştır. Projeksiyon dönemine ait nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 180.804.490 Avro olarak tespit edilirken, %2,0'lik Devam Eden Değer Büyüme Oranı'na göre Devam Eden Değer'in bugünkü değeri 525.173.470 Avro olarak tahmin edilmektedir. Böylece Şirket İçin toplam Firma Değeri 705.977.961 Avro olurken, 31.03.2026 itibarıyla 205.766.563 Avro seviyesindeki net borç pozisyonunun çıkarılmasıyla Özsermaye Değeri 500.211.398 Avro olarak hesaplanmaktadır.

İNA Analizi Sonucu	Avro
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	180.804.490
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	%2
Devam Eden Değer	1.017.664.655
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	525.173.470
Firma Değeri – (31.03.2026)	705.977.961
Net Borç (31.03.2026 itibarıyla)	205.766.563
Öz Sermaye Değeri – (31.03.2026)	500.211.398

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME SONUCU

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi için yapılan değerlendirme çalışmasında İNA (%50), Piyasa Çarpanları Analizi (%50) ağırlıklandırılmış olup, %20 oranında uygulanan halka arz iskonto sonrasında özsermaye değeri 21,180 milyar TL, pay başına değer ise 30,26 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı ve ortak satış yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 162.000.000 TL'dir. Buna göre halka arzın büyüklüğü 4,9 Milyar TL olup, halka açıklık oranı ise %19,47'dir.

Değerleme Özeti (Avro)	Özsermaye Değeri	Ağırlık
İNA	500.211.398	%50
Piyasa Çarpanları	501.529.187	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	500.870.292	%100
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (Avro)	500.870.292	
EUR/TL*	52,8599	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	26.475.953.555	

Alnus Yatırım Menkul Değerler AŞ
Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ

Ödenmiş Sermaye (TL) (31.03.2026)	700.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	37,82
Halka Arz İskonto Oranı	%20
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	21.180.762.844
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	30,26

*22.05.2026 tarihi itibarıyla TCMB EUR/TL alış kuru

Kaynak: Ekim Turizm Ticaret ve Sanayi AŞ Fiyat Tespit Raporu

6. GÖRÜŞ

- Vakıf Yatırım Menkul Değerler AŞ tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlendirilmede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında Şirket'in iş modeli ve faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurularak FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarına yer verilmemesini makul bulmaktayız.
- İNA analizinde Risksiz Getiri Oranı hesaplamasında Eurobond piyasasında işlem gören 21.05.2030 itfa tarihli Avro cinsi Eurobond'un seçilmiş olmasını makul bulmaktayız.
- İNA analizinde AOSM hesaplamasında kullanılan risksiz getiri oranının %4,3 seviyesinde varsayılmasını, Piyasa Risk Primi olarak da %6 ve 4 puanlık bir borç primi eklenmesinin makul olduğunu değerlendirmekteyiz.

Özetle; %20,00'lik iskonto oranı da göz önüne alındığında 30,26 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.