DEĞERLEME RAPORU

"İHLAS YAYIN HOLDİNG A.Ş."

EKİM 2010

OYAK YATIRIM

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İHLAS YAYIN HOLDİNG DEĞERLEME ÇALIŞMASI ("HOLDİNG")

Holding'e bağlı şirketlerin ve varlıkların değeri Holding'in iştirak oranına göre Holding'e yansıtılarak toplam Holding değerine ulaşılmış ve hisse değeri hesaplanmıştır.

ABD$	Değer	İştirak Oranı	İştirak Değeri
İhlas Gazetecilik	92,953,511	56.55%	52,565,211
İhlas Haber Ajansı	68,646,574	50.00%	34,323,287
TGRT Haber	40,938,871	98.96%	40,513,107
İhlas Fuar	2,549,848	77.28%	1,970,523
İhlas Gelişim	5,811,639	84.00%	4,881,777
İletişim Magazin	760,985	79.80%	607,266
Solo	18,156,150	100%	18,156,150
Gayrimenkul	41,995,805	100%	41,995,805

Önemli Not: İhlas Gazetecilik hisse değeri için rapor tarihi itibariyle geçerli olan **piyasa değeri dikkate alınmamıştır.**

Hisse değerine %11.12 halka arz iskontosu uygulanarak nihai hisse fiyatı hesaplanmıştır.

İYH Özkaynak Değeri (USD)	195,013,125
İYH Özkaynak Değeri (TL)	292,519,687
Birim Özkaynak Fiyatı (TL)	**1.46**

H/A İskontosu Sonrası Değer (USD)	173,333,333
H/A İskontosu Sonrası Değer (TL)	260,000,000
Birim Hisse Fiyatı (TL)	**1.30**

Değerleme çalışmasına ilişkin ana varsayım ve özet bilgiler aşağıdaki gibidir.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. İHLAS HABER AJANSI ("İHA") DEĞERLEME ÇALIŞMASI

İHA değerleme çalışması indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile yapılmıştır. Ana varsayımlar ve özet bilgi aşağıdaki gibidir.

Ciro

- İHA ciro tahminleri mevcut ve yeni açılacak ofisleri baz alınarak yapılandırılmıştır. İHA'nın halihazırda Ankara , Bağdat, Basra, Berlin, Kahire, Gazze, İstanbul, Kabil, Hartum, Londra ve Washington'da ofisleri bulunmaktadır. Yeni İHA ofislerinin 2011'de Bangkok, Paris ve New York, 2012'de Brüksel, Moskova ve İslamabad, 2013'te Buenos Aires'te açılacağı varsayılmıştır.
- Tüm yurtdışı ofislerin, canlı ve banttan haber geliri elde edeceği varsayılmıştır. Bu gelirler İHA ofislerinin ve uydu bağlantısının başka kanallar tarafından kiralanarak canlı veya banttan yayın için kullanmından oluşmaktadır. Yanısıra, İHA'da kendi haberleri için ofisleri kullanacaktır. Bu gelire ilave olarak Bangkok'un Asya'daki son dakika olaylarından (örneğin deprem, tsunami gibi doğal afetlerden) ve Washington'un Amerika kıtası ve civarındaki son dakika olaylardan da (örneğin deprem gibi doğal afetlerden) gelir yaratacağı varsayılmıştır.
- Gelir ofis bazında yıllık enflasyon kadar arttırılmış, tüm ofis gelirlerinin toplamı ise reel artışı sağlamak amacıyla %3 arttırılmıştır. Aşağıdaki tablodaki ciro toplamı hem yıllık enflasyon artışını hem de reel artışı yansıtmaktadır.

(TL)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Ciro	22,249,000	28,378,138	32,431,927	38,248,248	39,570,303	46,457,256	48,063,056	56,428,117	58,378,561	68,538,968

- Cironun yurtdışı ve yurtiçi kırılımı aşağıdaki gibidir, bu rakamlar hem yıllık enflasyon artışını hem de reel artışı yansıtmaktadır:

(TL)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Yurtiçi	17,190,000	18,945,099	20,879,394	23,011,180	25,360,621	27,949,941	30,803,629	33,948,680	37,414,840	41,234,895
Yurtdışı	5,059,000	9,433,039	11,552,533	15,237,069	14,209,682	18,507,315	17,259,427	22,479,437	20,963,721	27,304,073

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Hizmet Üretim Maliyeti ve Faaliyet Gideri

- Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler operasyon giderin önemli bir kısmını teşkil etmektedir. Yeni ofislerin açılmasıyla ilgili gideri oluşturan bölümlere ilişkin varsayımlar yapılmıştır. Buna göre yıllar boyunca, ödenen uydu giderinin döviz bazında sabit kalacağı, ofislerin açılmasıyla beraber makine, cihaz, canlı yayın aracı kiralarının, 2011 ila 2013 arası %90 azalacağı, sonrasında enflasyon ile artacağı, diğer giderlerin ise (yakıt, ofis kirası) ciro ile aynı oranda devam edeceğidir. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler haber yiçi gideri ise ciroya oranlanmış, ortalama %10 ciroya oran varsayılmıştır.
- Yeni ofislerin maaş gideri her ofiste dört personel çalışacağı varsayılarak yapılandırılmış ve yıllık enflasyon bazında arttırılmıştır.
- Geri kalan tüm diğer giderler ise yıllık enflasyon bazında arttırılmıştır.
- Hizmet üretim maliyetine amortisman dahil değildir.
- Faaliyet giderinde ana etken enflasyon artışı varsayılmıştır. Faaliyet giderine amortisman dahil değildir.

TL	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Faaliyet Gideri	2,661,921	2,680,626	2,564,297	2,758,258	2,916,783	3,141,128	2,842,915	3,020,919	3,211,383	3,415,180
Hizmet Üretim Maliyeti	18,713,950	20,385,446	22,415,966	24,026,412	25,424,605	26,893,361	28,470,862	31,121,514	32,936,660	36,048,524

Yatırım

- Mevcut ofislerin olağan bakım, onarım ve yeni ekiman yatırımına ilave olarak yeni ofisler için yatırım öngörülmüştür. Yeni ofis yatırımının ağırılıklı olarak ekipman olacağı varsayılmıştır. Yatırım 3 yıllık amortismana tabii tutulmuştur.

TL	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Yatırım	600,000.00	1,500,000.00	1,664,297.95	1,228,595.90	983,361.88	983,361.88	983,361.88	983,361.88	983,361.88	983,361.88

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

TL	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Ciro	22,249,000	28,378,138	32,431,927	38,248,248	39,570,303	46,457,256	48,063,056	56,428,117	58,378,561	68,538,968
SMM	18,713,950	20,385,446	22,415,966	24,026,412	25,424,605	26,893,361	28,470,862	31,121,514	32,936,660	36,048,524
Faaliyet Gideri	2,661,921	2,680,626	2,564,297	2,758,258	2,916,783	3,141,128	2,842,915	3,020,919	3,211,383	3,415,180
FVAÖK	873,129	5,312,066	7,451,664	11,463,578	11,228,915	16,422,767	16,749,280	22,285,684	22,230,519	29,075,264
Amortisman	1,119,094	1,869,310	2,086,206	2,218,841	2,016,027	2,383,427	1,979,362	1,820,962	1,725,922	1,797,202
FVÖK	1,992,223	7,181,376	9,537,870	13,682,419	13,244,942	18,806,194	18,728,642	24,106,646	23,956,441	30,872,466
Vergi	398,445	1,436,275	1,907,574	2,736,484	2,648,988	3,761,239	3,745,728	4,821,329	4,791,288	6,174,493
Yeni Yatırım	600,000	1,500,000	1,664,298	1,228,596	983,362	983,362	983,362	983,362	983,362	983,362
Net İşletme Sermayesi Değişimi	84,156	595,380	165,700	559,011	-127,436	769,943	-125,006	721,493	-126,949	902,895
İNA	**-209,471**	**1,780,411**	**3,714,092**	**6,939,487**	**7,724,000**	**10,908,224**	**12,145,196**	**15,759,500**	**16,582,818**	**21,014,515**

ABD $	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
İNA	-133,026	1,010,021	2,026,866	3,647,139	3,829,670	5,102,315	5,359,347	6,560,605	6,512,593	7,785,905
İskonto Faktörü	0.95	0.86	0.77	0.70	0.63	0.57	0.51	0.46	0.42	0.38
İndirgenmiş Net Nakit Akımı	-126,358	865,635	1,567,351	2,544,661	2,410,880	2,898,130	2,746,622	3,033,664	2,717,153	2,930,931
Uç Değer										102,399,305
İndirgenmiş Uç Değer										38,547,265

Şirket Değeri	60,135,935
Hazır Değerler	4,046,640
Finansal Borç	610,764
Hisse Değeri (01/2010)	63,571,811
Hisse Değeri (09/2010)	68,646,574
AOSM	10.83%
Nihai Büyüme Oranı	3.00%

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2. TGRT HABER DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Ana Varsayımlar:

- Ciro gelişiminin TGRT Haber'in TV reklam pazarındaki payının 2009'daki %0.21'den, 2019'da %0.29'a ulaşması ve sponsorluk ile diğer gelirlerin enflasyon ve reel senelik %3 büyümesi ile sağlanacağı varsayılmıştır.
- Giderlerin enflasyon oranında büyüyeceği varsayılmıştır.

TL	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Reklam	3,316,600	4,004,795	4,824,824	5,800,754	6,960,905	8,338,584	9,972,947	11,910,000	14,203,777	16,917,713
Sponsorluk	2,000,000	2,224,250	2,500,432	2,881,181	3,402,904	4,119,579	5,111,870	6,501,755	8,476,281	11,326,713
Diğer	1,000,000	1,112,125	1,250,216	1,440,590	1,701,452	2,059,789	2,555,935	3,250,878	4,238,140	5,663,357
Ciro Toplam	**6,316,600**	**7,341,170**	**8,575,472**	**10,122,525**	**12,065,261**	**14,517,952**	**17,640,751**	**21,662,633**	**26,918,198**	**33,907,783**
SMM	3,623,104	3,876,721	4,148,092	4,438,458	4,749,150	5,081,590	5,437,302	5,817,913	6,225,167	6,660,929
Faaliyet	3,955,892	4,232,804	4,529,100	4,846,137	5,185,367	5,548,343	5,936,727	6,352,297	6,796,958	7,272,745
Diğer Gider	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000	-200,000
Gider Toplam	**7,378,995**	**7,909,525**	**8,477,192**	**9,084,595**	**9,734,517**	**10,429,933**	**11,174,028**	**11,970,210**	**12,822,125**	**13,733,674**
FAVÖK	**-562,395**	**-68,356**	**598,281**	**1,537,930**	**2,830,744**	**4,588,019**	**6,966,723**	**10,192,422**	**14,596,073**	**20,674,109**
Amortisman	322,781	270,342	216,418	213,617	203,740	172,525	100,583	79,363	14,614	1,159
FVÖK	-239,615	201,986	814,699	1,751,547	3,034,484	4,760,544	7,067,307	10,271,785	14,610,687	20,675,268
Vergi	0	40,397	162,940	350,309	606,897	952,109	1,413,461	2,054,357	2,922,137	4,135,054
Net İşletme Sermayesi Değişimi	2,411,975	1,292,565	421,002	525,341	667,678	850,310	1,089,088	1,407,565	1,841,569	2,446,838
Yatırım	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İNA (TL)	**-2,974,371**	**-1,401,317**	**14,339**	**662,279**	**1,556,170**	**2,785,601**	**4,464,174**	**6,730,500**	**9,832,367**	**14,092,218**

ABD $	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
İNA	-1,888,886	-794,962	7,825	348,070	771,571	1,302,963	1,969,919	2,801,875	3,861,479	5,221,185
İskonto Faktörü	0.95	0.87	0.79	0.72	0.66	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42
İndirgenmiş Net Nakit Akımı	-1,803,494	-691,947	6,209	251,784	508,809	783,300	1,079,598	1,399,845	1,758,743	2,167,880
Uç Değer										80,339,039
İndirgenmiş Uç Değer										33,357,449

Şirket Değeri	38,818,177
Hazır Değerler	75,502
Finansal Borç	981,252
Hisse Değeri (01/2010)	37,912,426
Hisse Değeri (09/2010)	40,938,871
AOSM	9.69%
Nihai Büyüme Oranı	3.00%

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

3. İhlas Gazetecilik (Türkiye Gazetesi)

İhlas Gazetecilik A.Ş. halka arzı için hazırlanan fiyat tespit raporundaki tüm varsayımlar **aynen** geçerli olup diğer gelirler başlığı altındaki yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri değerlemeye katılmamıştır. İlgili değerleme raporu ilişiktedir.

İNA (ABD$)	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	11,197,144	12,020,226	13,229,125	12,524,531	13,283,960	11,637,645	12,475,871	13,370,665	14,326,102	15,346,558
(-) Mevcut Amortisman	3,890,537	1,390,415	1,298,991	1,103,581	914,725	694,042	537,991	362,641	259,590	214,540
(-) Yatırımların Amortismanı	300,000	600,000	900,000	1,200,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
FVÖK	**7,006,607**	**10,029,811**	**11,030,135**	**10,220,950**	**10,869,235**	**9,443,603**	**10,437,880**	**11,508,023**	**12,566,512**	**13,632,018**
Vergi (%20)	1,401,321.4	2,005,962.3	2,206,026.9	2,044,189.9	2,173,847.0	1,888,720.6	2,087,576.0	2,301,604.7	2,513,302.3	2,726,403.5
Yeni Yatırımlar	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0	1,500,000.0
Net İşletme Sermayesi Değişimi	852,628.1	1,444,179.7	1,303,691.2	1,131,318.4	789,500.9	478,685.1	289,043.3	302,868.4	317,571.4	333,214.8
Net Nakit Akımı	7,443,195	7,070,084	8,219,407	7,849,022	8,820,612	7,770,239	8,599,251	9,266,192	9,995,228	10,786,940
İndirgenmiş Net Nakit Akımı	7,050,542.4	6,009,163.5	6,268,393.0	5,371,029.9	5,415,854.7	4,280,839.6	4,250,905.9	4,110,062.5	3,978,012.5	3,852,103.6
Toplam İNA	**50,586,907.4**									
Uç Değer	116,450,564									
İndirgenmiş Uç Değer	**41,585,439**									
Şirket Değeri	**92,172,347**									
Net Nakit Pozisyonu	506,365.86									
Gayrimenkul Varlıkları	274,798.66									
Toplam Hisse Değeri	**92,953,511.3**									

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11.4 ve nihai büyüme oranı %2 alınmıştır.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4. SOLO

30.06.2010 tarihi itibariyle ara dönem konsolide finansal tablolara ait dipnotlar Not 4'te Bizim Evler-3 Projesine ilişkin aşağıdaki bilgi bulunmaktadır.

"Söz konusu bu ortaklık, Emlak Pazarlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret A.Ş.'nin, İstanbul, Bahçeşehir, Ispartakule 2'nci Bölge 3'ncü kısım 543 Ada 1 Parseldeki arsa üzerinde, imzalamış olduğu arsa karşılığı gelir paylaşımı inşaat projesi işi ile ilgili sözleşmedeki hak ve yükümlülüklerini devralmıştır. Grup'un "BİZİMEVLER-3" olarak adlandırdığı bu projede, 120.170 metrekare konut ve ticaret inşaat alanı bulunmaktadır. 31 Ağustos 2010 tarihi itibariyle söz konusu projenin %12'si tamamlanmıştır."

İhlas Yayın Holding'in projeden 2012'de 10.5 milyon net gelir elde edeceği varsayılmıştır.

ABD $	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Toplam Gelir	-	-	10,491,529	-	-	-	-	-	-	-
İskonto Faktörü	0.95	0.86	0.77	0.69	0.63	0.56	0.51	0.46	0.41	0.37
İndirgenmiş Net Nakit Akımı	0	0	8,082,232	0	0	0	0	0	0	0
Uç Değer										0
İndirgenmiş Uç Değer										0

Şirket Değeri	8,082,232
Hazır Değerler	10,073,918
Finansal Borç	0
Hisse Değeri	18,156,150
AOSM	11.00%
Nihai Büyüme Oranı	3.00%

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5. GAYRİMENKULLER

30.06.2010 tarihi itibariyle ara dönem konsolide finansal tablolara ait dipnotlar Not 17'de belirtildiği üzere yatırım amaçlı bir gayrimenkulün gerçeğe uygun değeri; bağımsız ve uzman bir kuruluş (eksper) tarafından belirlenmiştir. İhlas Yayın Holding'in yatırım amaçlı gayrimenkullerine ait değerleme işlemi ile ilgili bilgiler aşağıdaki gibidir:

Sabit Kıymetler	Sahipliği	Giriş Tarihi	Ekpertiz Değerleri	Değerleme Yapan Şirket	Değerleme Tarihi	Değerlemede Kullanılan Yöntemler
8-9-10-11-12 Nolu Bağımsız Bölümler	İhlas Gazetecilik	16.08.2001	29,766,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	02.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
5 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Gazetecilik	05.08.2004	6,600,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	21.10.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
3 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Gazetecilik	05.08.2004	6,600,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	02.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
2 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Gazetecilik	02.06.2005	6,600,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	02.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
4 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Gazetecilik	26.12.2007	6,600,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	02.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
6 Nolu Bağımsız Bölüm	Holding	04.07.2006	6,600,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	04.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
1 Nolu Bağımsız Bölüm	Holding	14.11.2006	17,485,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	29.12.2009	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
13 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Gazetecilik	29.06.2010	16,816,650.00	TGD Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	14.06.2010	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon
M Blok 605 Nolu Bağımsız Bölüm	İhlas Fuar	04.12.2009	1,000,000.00	Vektör Gayrimenkul Değerleme A.Ş.	16.08.2010	Maliyet Yöntemi, Emsal Karşılaştırma, Gelir Kapitalizasyon

İhlas Gazetecilik'e ve İhlas Fuar'a ait gayrimenkul toplamı Holding iştirak oranı ile, Holding'e ait gayrimenkuller 100% değerleme çalışmasına yansıtılmıştır.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

6. İHLAS FUAR, İHLAS GELİŞİM ve İLETİŞİM MAGAZİN

İhlas Fuar, İhlas Gelişim ve İletişim Magazin defter değeri baz alınarak değerlenmiştir.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ÖNEMLİ NOT

Bu değerleme raporunda yer alan bilgiler, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş bu değerleme raporundaki bilgilerin eksiksiz veya doğru olduğu konusunda hiçbir taahhütte bulunmaz ve garanti vermez. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş bu değerleme raporunda yer alan veya almayan (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) bilgilerin doğruluğu ile ilgili herhangi sorumluluk almaz veya garantide bulunmaz ya da değerleme raporunda yer alan herhangi bir taahhütten veya Şirket'in değerlendirilmesi sırasında yatırımcının almış olabileceği diğer yazılı veya sözlü açıklamalardan sorumlu tutulamaz. Ayrıca, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş herhangi bir kişinin bu değerleme raporunda yer alan bilgi nedeniyle uğradığı herhangi bir zarar veya kayıptan sorumlu tutulamaz. Her konuda, ilgili tarafların değerleme raporunda yer alan bilgilerle ilgili olarak kendi araştırma incelemelerini yapmaları gerekmektedir.

Bu değerleme raporunu sağlamakla OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş ilave bilgi verme yükümlülüğü üstlenmemektedir.

Bu değerleme rapor halka arz olacak İhlas Yayın Holding hisseleri için bir teklif oluşturmaz. Bu değerleme raporunda yer alan bilgi veya herhangi bir görüşmeyle bağlantı olarak verilmiş ek bilgi veya taahhüt, hiçbir sözleşme için temel teşkil edemez.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

EK: İHLAS GAZETECİLİK İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI DEĞERLEMESİ

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") değerlemesinin ana varsayımları ve değerleme özeti aşağıdaki gibidir;

a) ANA VARSAYIMLAR

- **SATIŞLAR**

Türkiye Gazetesi Faaliyetleri

İhlas Gazetecilik A.Ş.'den sağlanan veriler baz alınarak, şirketin 2010 – 2019 yılları arasındaki ciro ve tiraj projeksiyonu yapılmıştır.Şirket 2009 yılı itibariyle ortalama günlük yaklaşık olarak 144.000 tiraja ulaşmıştır.Tıraj seviyesinin, 2011 yılında 200,000 , 2013 yılında 250,000 ve takriben 2014 yılında 300,000 seviyesini aşacağı, 2014-2019 yılları arasında ise yaklaşık %2'e yakın büyüme oranı ile *(şirket için öngörülen sonsuz büyüme oranı kadar)* yaklaşık 330.000 tirajı yakalayacağı öngörülmektedir. Aşağıdaki tabloda detaylı şekilde verilen tıraj seviyeleri, 2010 yılında %15, 2011 yılında %25, 2012-2013 yıllarında %15, 2014 yılında ise %9.7 büyüme göstermektedir.

Tiraj rakamları iade sonrası Şirket'in ulaştığı net tiraj rakamlarını temsil etmekte ve gazete net satış fiyatı ile çarpıldığında, iadeler sonrası net satış tutarları hesaplanmaktadır.Bu sebepten dolayı da denetim raporlarında SMM'nin altında takip edilen "iadeler" kalemi (2007, 2008 ve 2009 yılları itibariyle sırasıyla 2.94 milyon ABD $, 2.33 milyon ABD $ ve 2.46 milyon ABD$) net satış tutarı baz alındığından projeksiyonu yapılan dönemlerde değerleme çalışmasında ayrı bir kalem olarak gösterilmemiş, brüt satışlardan düşülmüştür.

2009 yılı itibariyle, gazete net satış fiyatı 37 Kuruş (0.24$) olarak hesaplanmış, dağıtım şirketlerine verilen komisyonlar dikkate alındığında ise ortalama gazete etiket fiyatı 46 kuruş (0,26$) olmuştur. 2010 yılında Türkiye Gazetesi'nin etiket fiyatı 50 kuruştur ve bu tutarın projeksiyonu yapılan diğer yıllar itibariyle öngörülen enflasyon oranları doğrultusunda TL bazında artacağı varsayılmıştır.

Tüm bu değerlendirmelerin ışığında Şirket'in gazete satış gelir projeksiyonu aşağıdaki gibidir;

	Birim	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Net Ciro*	**Milyon $**	**9,4**	**12,0**	**12,6**	**14,6**	**18,7**	**22,2**	**25,5**	**28,0**	**28,5**	**29,1**	**29,7**	**30,3**	**30,9**
Yıllık tiraj	Milyon Adet	62,4	52,6	52,5	60,4	75,5	86,8	99,8	109,5	111,7	113,9	116,2	118,5	120,9
Günlük tiraj	Adet	171.054	144.021	143.831	165.406	206.757	237.771	273.437	300.000	306.000	312.120	318.362	324.730	331.224
Net Satış Fiyatı	$/Adet	0,17	0,23	0,24	0,24	0,25	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Reklam Faaliyetleri

2009 yılı itibariyle, Şirket'in reklam faaliyetlerinden elde ettiği gelir yaklaşık olarak 6.3 milyon ABD $ olmakla birlikte, toplam Türkiye gazete reklam pazarından aldığı pay %1.2 seviyelerindedir. Tirajın yukarıda belirtilen seviyelerde artması ile birlikte Şirket'in reklam faaliyetlerinden elde edeceği gelirin TL bazında her yıl %15 oranındaki artış ile 2019 yılı itibariyle 13.5 milyon ABD $'na ulaşacağı beklenmektedir.

Bu varsayımlar doğrultusunda reklam gelirlerinin projeksiyonu aşağıdaki gibidir;

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Türkiye Gazetesi Reklam Geliri	**8,7**	**8,4**	**6,3**	**6,7**	**7,4**	**8,1**	**8,7**	**9,4**	**10,1**	**10,9**	**11,7**	**12,5**	**13,5**

Fason Baskı Faaliyetleri

Şirket, mevcut baskı kapasitesini daha verimli kullanabilmek için fason baskı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu faaliyetlerin arasında Yeni Şafak, Fotomaç gibi 3. şahıslara ait günlük gazetelerin fason baskısı olmakla birlikte, dergi, insert, kitap vb. baskı faaliyetleri de bulunmaktadır. 2009 yılı itibariyle, Şirket'in toplam gelirinin yaklaşık olarak %58'i faskı baskı faaliyetlerinden oluşmaktadır. Projeksiyonu yapılan dönemlerin sonunda, 2019 yılında, bu oranın %45 seviyelerinde seyredeceği öngörülmektedir. Fason baskı faaliyetlerinden elde edilen gelirin projeksiyonu yapılan dönemler için TL bazında enflasyon oranlarına paralel olarak artacağı öngörülmektedir. Tüm bu değerlendirmelerin doğrultusunda Şirket'in fason baskı faaliyetlerinden elde edeceği gelir projeksiyonu aşağıdaki gibi gibidir;

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Ciro	**37,4**	**31,7**	**32,0**	**32,9**	**33,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**	**34,9**

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- **DİĞER GELİRLER**

Kira Gelirleri

Şirket'in, yatırım amaçlı gayrimenkulleri ve bu gayrimenkullerden kira geliri bulunmaktadır. 2009 yılında 347.000 $ olan kira gelirinin, projeksiyonu yapılan dönemler itibariyle, TL bazında enflasyon kadar artacağı öngörülmüştür.

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Kira Gelirleri	0,45	0,37	0,35	0,36	0,37	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38

- **SATILAN MALIN MALİYETİ**

"Türkiye Gazetesi"Faaliyetleri

Gazete baskı faaliyetlerinin temel hammaddesi olan kağıt, 2009 yılı itibariyle Türkiye Gazetesi faaliyetlerinden doğan toplam maliyetin yaklaşık %36'sını oluşturmuş ve uluslararası pazarda ton başı maliyeti ortalama 690 ABD$ seviyelerinde olmuştur. Şirket yetkilileri ile yapılan görüşmeler ve genel pazar beklentilerine paralel olarak projeksiyonu yapılan dönemler itibariyle kağıdın ton başına maliyetinin tüm dönemler için 700 ABD $ olacağı öngörülmektedir.

Bunun yanında, mevcut durum itibariyle 24 sayfa olan Türkiye Gazetesi'nin beklenen tiraj artışları ve tiraj artışına paralel olarak artması beklenen reklam gelirleri doğrultusunda 2013 ve 2015 yıllarında toplam gazete sayfasının 4'er ek sayfa ile artırılacağı ve buna bağlı olarak kullanılan kağıt miktarının da artacağı öngörülmektedir.

İşçilik maliyeti projeksiyonu her dönem için TL bazında enflasyon oranında artırılarak, diğer maliyetler ise geçmiş senelerdeki net satış tutarına oranları korunarak hesaplanmıştır.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tüm bu değerlendirmelerin ışığında Şirket'in Türkiye Gazetesi faaliyetlerinden dolayı katlandığı toplam maliyet projeksiyonu aşağıdaki gibi gibidir;

	Birim	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Kullanılan Kağıt	Ton	9.306	8.736	7.128	8.197	10.247	11.783	15.809	17.345	20.220	20.624	21.037	21.457	21.886
	Gram/Gazete	149	166	136	136	136	136	158	158	181	181	181	181	181
Kağıt Maliyeti	$/ton	765	745	692	700	700	700	700	700	700	700	700	700	700
Kağıt Maliyeti	**milyon $**	**7,1**	**6,5**	**4,9**	**5,7**	**7,2**	**8,2**	**11,1**	**12,1**	**14,2**	**14,4**	**14,7**	**15,0**	**15,3**
İşçilik Gideri	**milyon $**	**3,1**	**5,0**	**4,4**	**4,5**	**4,7**	**4,79**	**4,79**	**4,79**	**4,79**	**4,79**	**4,79**	**4,79**	**4,79**
Mürekkep Gideri	**milyon $**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,5**	**0,6**	**0,6**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,7**	**0,8**	**0,8**
Net Satışa Oranı	*%*	*2,3%*	*2,9%*	*2,2%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*	*2,5%*
Kalıp Gideri	**milyon $**	**0,3**	**0,5**	**0,4**	**0,5**	**0,7**	**0,8**	**0,9**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**1,0**	**1,1**	**1,1**
Net Satışa Oranı	*%*	*3,4%*	*3,9%*	*3,2%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,5%*
Diğer	**milyon $**	**0,6**	**1,3**	**1,3**	**1,5**	**1,9**	**2,2**	**2,5**	**2,8**	**2,9**	**2,9**	**3,0**	**3,0**	**3,1**
Net Satışa Oranı	*%*	*6,1%*	*10,6%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*
Toplam SMM	**milyon $**	**11,3**	**13,6**	**11,3**	**12,6**	**14,8**	**16,6**	**19,9**	**21,4**	**23,5**	**23,9**	**24,3**	**24,7**	**25,1**

Fason Baskı Faaliyetleri

2009 yılı itibariyle Şirket'in, fason baskı faaliyetlerinden elde ettiği brüt kar marjı yaklaşık olarak %25 seviyesinde, 2008-2009 yılı ortalaması ise yaklaşık %28 olmuştur. Şirket'in 2010 yılı içerisinde son iki yılın ortalama brüt kar marjını koruyacağı , daha sonraki dönemlerde ise fason baskı faaliyetlerinde artması beklenen rekabet ve ile birlikte kademeli olarak brüt kar marjının %15 seviyelerine düşeceği öngörülmektedir. Bu öngörüler doğrultusunda fason baskı faaliyetlerinden kaynaklanan maliyetler aşağıdaki gibidir:

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
SMM	**28,3**	**22,0**	**24,0**	**23,7**	**25,4**	**27,2**	**28,2**	**28,9**	**29,6**	**29,6**	**29,6**	**29,6**	**29,6**
Brüt Kar Marjı	*24,4%*	*30,5%*	*24,9%*	*28,0%*	*25,0%*	*22,0%*	*19,0%*	*17,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*

- **FAALİYET GİDERLERİ**

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in 2008 yılındaki genel yönetim gideri tutarı 6.3 milyon $ seviyelerinde iken, uygulanan maliyet azaltıcı önlemler ile birlikte bu tutar 2009 yılında yaklaşık 4 milyon ABD $ seviyelerine indirilmiştir.2010 yılı için genel yönetim giderleri hesaplanırken, 2009 tutarı TL bazında enflasyon oranında artırılmış bunun ek olarak da daha önceki dönemlerde gerçekleşen durağan tiraj seviyelerine karşın, ileriki dönemler için öngörülen tiraj artışları dikkate alınarak %10'luk bir ek artış öngörülmüştür. Projeksiyonu yapılan diğer dönemler itibariyle TL bazında enflasyon oranının %1 üstünde büyüme göstereceği öngörülmektedir.

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Genel Yönetim Giderleri	**5,3**	**6,3**	**4,0**	**4,6**	**4,7**	**4,9**	**5,0**	**5,0**	**5,0**	**5,1**	**5,1**	**5,2**	**5,2**

Pazarlama ve Satış Giderleri

2009 yılı itibariyle, Şirket'in pazarlama satış faaliyet gideri yaklaşık 1.9 milyon ABD $'dır. Bu tutar, Şirket'in kira geliri haricinde faaliyetlerinden elde ettiği gelirin yaklaşık olarak %3'üne denk gelmektedir. Projeksiyonu yapılan dönemler içerisinde 2010 yılında pazarlama ve satış giderlerinin faaliyetlerden elde edilecek gelirin %4'ü olacağı diğer dönemler için ise ayni oranın %5 olacağı öngörülmektedir. Bu varsayımlar doğrultusunda pazarlama ve satış giderlerinin projeksiyonu aşağıdaki gibidir:

Milyon $	2007G	2008G	2009G	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Pazarlama ve Satış Giderleri	**1,7**	**1,7**	**1,9**	**2,2**	**3,0**	**3,3**	**3,5**	**3,6**	**3,6**	**3,7**	**3,7**	**3,8**	**3,8**

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- **DİĞER VARSAYIMLAR**

Net İşletme Sermayesi

Şirket'in sadece medya faaliyetlerinden doğan ticari alacak tahsilat tutarı projeksiyonu yapılan tüm dönemler itibariyle 120 gün, ticari borç ödeme süresi 50 gün , stok devir hızı ise 30 gün olarak hesaplanmıştır.

Yatırım Harcamaları

Projeksiyonu yapılan dönemler itibariyle Şirket'in yatırım harcamalarının her yıl yaklaşık olarak 1.5 milyon ABD $ olması öngörülmektedir.

Makro Ekonomik Varsayımlar

	Birim	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
USD/ TL Yıl. Ort. Kur	%	1,66	1,74	1,81	1,94	2,07	2,22	2,37	2,54	2,72	2,91
Yıllık Ort. Enflasyon	%	10,10	8,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI DEĞERLEMESİ

Yukarıda belirtilen varsayımlar dikkate alındığında İNA değerlemesi aşağıdaki gibi oluşmaktadır;

Milyon	Birim	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
FAVÖK	$	11,6	12,4	13,6	12,9	13,7	12,0	12,9	13,7	14,7	15,7
(-) Mevcut Amortisman	$	3,9	1,4	1,3	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2
(-) Yatırımların Amortismanı	$	0,3	0,6	0,9	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
FVÖK	**$**	**7**	**10**	**11**	**11**	**11**	**10**	**11**	**12**	**13**	**14**
Vergi (%20)	$	1,5	2,1	2,3	2,1	2,2	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8
Yeni Yatırımlar	$	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Net İşletme Sermayesi Değişimi	$	0,9	1,4	1,3	1,1	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Net Nakit Akımı	**$**	8	7	9	8	9	8	9	10	10	11
İndirgenmiş Net Nakit Akımı	$	7,3	6,3	6,5	5,6	5,6	4,4	4,4	4,2	4,1	4,0
Toplam İNA	**$**	**52**									
Uç Değer	$	120									
İndirgenmiş Uç Değer	**$**	**43**									
Şirket Değeri	**$**	**95**									
Net Nakit Pozisyonu	$	0,51									
Gayrimenkul Varlıkları	$	0,27									
Toplam Hisse Değeri	**$**	**96**									
Hisse sayısı	Adet	80.000.000									
Birim Hisse değeri*	**$**	**1,20**									
Birim Hisse değeri *	**TL**	**1,80**									

Yukarıda verilen İNA değerlemesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti **%11.4**, nihai büyüme oranı ise **% 2** olarak alınmıştır.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ÖNEMLİ NOT

Bu değerleme raporunda yer alan bilgiler, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş bu değerleme raporundaki bilgilerin eksiksiz veya doğru olduğu konusunda hiçbir taahhütte bulunmaz ve garanti vermez. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş bu değerleme raporunda yer alan veya almayan (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) bilgilerin doğruluğu ile ilgili herhangi sorumluluk almaz veya garantide bulunmaz ya da değerleme raporunda yer alan herhangi bir taahhütten veya Şirket'in değerlendirilmesi sırasında yatırımcının almış olabileceği diğer yazılı veya sözlü açıklamalardan sorumlu tutulamaz. Ayrıca, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş herhangi bir kişinin bu değerleme raporunda yer alan bilgi nedeniyle uğradığı herhangi bir zarar veya kayıptan sorumlu tutulamaz. Her konuda, ilgili tarafların değerleme raporunda yer alan bilgilerle ilgili olarak kendi araştırma incelemelerini yapmaları gerekmektedir.

Bu değerleme raporunu sağlamakla OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş ilave bilgi verme yükümlülüğü üstlenmemektedir.

Bu değerleme rapor halka arz olacak İhlas Gazetecilik A.Ş.hisseleri için bir teklif oluşturmaz. Bu değerleme raporunda yer alan bilgi veya herhangi bir görüşmeyle bağlantı olarak verilmiş ek bilgi veya taahhüt, hiçbir sözleşme için temel teşkil edemez.

OYAK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.