



Bağımsız
Denetim ve
Yeminli Mali
Müşavirlik A.Ş.

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

31 Aralık 2021 itibariyle Şirket Değeri Tespit
Raporu

İçindekiler

1. RAPOR BİLGİLERİ.....	3
1.1. Raporun tarihi ve sayısı	3
1.2. Raporun Türü.....	3
1.3. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi.....	3
1.4. Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri.....	3
1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:	3
1.4.2. Değerlemeyi Gözden Geçirenler:.....	3
1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi	3
1.6. Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi	4
1.7. Değerleme tarihi	4
1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası.....	4
2. RAPOR ÖZETİ.....	4
2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı	4
2.2. Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar	5
2.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı.....	5
2.4. Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama	5
2.5. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme	5
2.6. Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı	5
2.7. Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo.....	6
2.8. Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan.....	6
3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER	6
3.1. Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler	6
3.1.1. Aktay Otel.....	6
3.2. Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi.....	12
4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR.....	12
4.1. Girdi ve Varsayımlar.....	12
4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı	12
4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması.....	13

4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı.....	15
4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi.....	15
4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları.....	15
4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi	16
4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama.....	16
4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler	16
4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri.....	16
4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama.....	16
4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:	16
4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:	17
4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan	19
4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları.....	19
4.3.1. Pazar Yaklaşımı	19
4.3.2. Gelir Yaklaşımı.....	20
4.3.3. Maliyet Yaklaşımı.....	34
5. SONUÇ.....	37
5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerlendirme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo	37
5.2. Kullanılan değer esası	38
5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan	38
6. RAPOR EKLERİ.....	39

1. RAPOR BİLGİLERİ

1.1. Raporun tarihi ve sayısı

23 Şubat 2022 - DEG-2022-08

1.2. Raporun Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.3. Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı ve Adresi

Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi ("Yeditepe")

Fahrettin Kerim Gökay Caddesi, Okul Sokak, No:1-E, D:16 Altunizade, Üsküdar, İstanbul

Tel: 0216 327 62 62

Faks: 0216 327 62 63

e-mail: bilgi@yeditepedenetim.com

1.4. Değerlemeyi Gerçekleştiren ve Değerlemeyi Gözden Geçirenlerin İsim / Unvan ve Sicil / Lisans Bilgileri

1.4.1. Değerlemeyi Gerçekleştirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Kenan Çılman, Denetçi Yardımcı, 203990

Hüseyin Çetin, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 800843

1.4.2. Değerlemeyi Gözden Geçirenler:

Adı, Soyadı, Unvanı, Sicil/lisans bilgileri:

Hasan Ersin, Denetçi, 801910

Yılmaz Güney, Sorumlu Ortak Baş Denetçi, 801514

1.5. Müşteriyi Tanıtıcı Bilgiler ve Müşterinin Adresi

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ("Özak GYO")

Kazlıçeşme Mah., Kennedy Cad., No:52C/5, Zeytinburnu, İstanbul, Türkiye

Tel, Faks: 0212 486 36 50 – 0212 486 02 51

e-mail: info@ozakgyo.com

Web: www.ozakgyo.com

Özak GYO, payları 2012 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem gören, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili düzenlemelerine göre gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak üzere kurulmuş bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. Sanayi, turizm ve gayrimenkul sektörlerinde 35 yıllık birikime ve tecrübeye sahip olan Özak Global Holding şirketlerinden biri olan Özak GYO, ağırlıklı olarak konut, turizm, perakende, endüstriyel ve ofis kullanım amaçlı gayrimenkullere yatırım yapmaktadır.

Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi ("Aktay Otel"), Özak GYO'nun bağlı ortaklığı durumundadır.

Aktay Otel, 22 Şubat 2011 tarihinde Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi unvanı ile kurulmuştur.

Aktay Otel'in adresi Kazlıçeşme Mah., Kennedy Cad., No:52C/4, Zeytinburnu, İstanbul'dur. Şirket İstanbul Ticaret Sicili Memurluğunda 766521/0 sicil numarası ile kayıtlıdır.

Aktay Otel'in, Belek Mah., İskele Cad., No:4/A, Serik, Antalya adresinde bir şubesi bulunmakta olup, bu adreste Ela Excellence Hotel isimli bir otelin işletmesini yapmaktadır.

Aktay Otel'in İstanbul Ticaret Sicili Memurluğunda kayıtlı bulunan amacı ve faaliyet konusu “Her türlü turistik oteller moteller tatil köyleri termal tesisler pansiyonlar plaj kamping gibi konaklama gibi her türlü turistik tesisleri işletmek, kiralamak, yapmak, satın almak, onarmak, işletmek veya işlettirmek; bu tür faaliyetler gösteren kuruluşlarla ekonomik ve ticari işbirliği yapmak. Şirket amacını gerçekleştirmek için her türlü gayrimenkul alabilir satabilir kiralar kiraya verir bunlar üzerinde ayni ve şahsi her türlü hakları tesis edebilir ipotek alabilir ipotek verebilir ve ipotekleri fek edebilir şirket gayrimenkulleri üzerinde irtifak intifa sükna gayrimenkul mükellefiyeti kat irtifakı kat mülkiyeti tesis edebilir her türlü gayrimenkullerle ilgili olarak tapu daireleri nezdinde cins tashihi ifraz tevhid taksim parselasyon ile ilgili her nevi muamele ve tasarrufları gerçekleştirebilir ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işler.” şeklinde yer almaktadır.

Şirketin başkaca bir faaliyeti bulunmamaktadır.

1.6. Değerlemeyi yapanın değerlemeye konu varlık ve müşteri ile olan ilişkisi

Yeditepe'nin, değerlendirme çalışmasını talep eden Özak GYO ile veya değerlemesi yapılan şirket Aktay Otel ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Yeditepe tarafından yapılan Aktay Otel'e ait 29 Aralık 2015, 28 Şubat 2018 ve 2 Mart 2020 tarihli değerlendirme raporları bulunmaktadır.

1.7. Değerleme tarihi

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

1.8. Dayanak sözleşmenin tarih ve numarası

11 Şubat 2022 tarihli sözleşme.

2. RAPOR ÖZETİ

2.1. Değerleme Çalışmasının Tarafları, Amacı, Konusu ve Dayanağı

Sözleşme imzalanan şirket: Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

Değerlemesi yapılan şirket: Aktay Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

Değerlemeyi Yapan Şirket: Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi

Bu raporun amacı, Aktay Otel'in makul Pazar Değerinin belirlenmesinde Özak GYO Yönetim Kurulu'na yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, Yönetim Kurulunun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Özak GYO, Yeditepe'den, TFRS'ye uygun hazırlanacak olan kendi finansal tablolarının hazırlanmasında kullanılmak üzere Aktay Otel'in değerinin tespit edilmesini istemiştir.

Bu raporun konusu Özak GYO'nun bağlı ortaklığı olan Aktay Otel'in pazar değerinin tespitinin yapılmasıdır.

Aktay Otel'in pazar değerinin tespitinin yapılması amacıyla Özak GYO ile 11 Şubat 2022 tarihli “Finansal Danışmanlık Hizmetlerine İlişkin Sözleşme” yapılmıştır.

2.2. Müşteri taleplerinin kapsamı ve varsa getirilen sınırlamalar

Özak GYO tarafından, Yeditepe'den iştiraki olan Aktay Otel'in Pazar Değerinin tespiti talep edilmiştir. Değerleme çalışması ile ilgili olarak Özak GYO tarafından getirilmiş bir sınırlama yoktur.

2.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

Şirket değerlemesinde, Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) çerçevesinde hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerleme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiçbir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır. Raporda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur.

Bir şirketin hisselerinin Pazar Değeri, değerlendirme tarihi itibarıyla, herhangi bir etki (baskı) altında olmayan ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirmeye esas değerdir. Bu raporun amacı, Özak GYO'nun TFRS'ye uygun hazırlanacak olan kendi finansal tablolarının hazırlanmasında kullanılmak üzere Aktay Otel'in Pazar Değeri'nin tespit edilmesidir.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği"nin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

2.4. Değerleme raporunun kullanım, dağıtım veya yayınlanmasına ilişkin herhangi bir sakınca varsa buna ilişkin açıklama

Bu rapor, sadece yukarıda (2.1.) maddesinde belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Yeditepe'nin yazılı onayı olmaksızın herhangi bir şekilde bu rapor tamamen veya kısmen yayınlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerlendirme rakamlarının veya Değerleme Uzmanlarının adları ya da mesleki nitelikleri referans olarak verilemez. Raporun başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda Yeditepe hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2.5. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgiler dayanak olarak kullanıldıysa, söz konusu bilgilerin güvenilirliğine ilişkin değerlendirme

Değerleme raporumuzda üçüncü bir tarafça sağlanan bilgi olarak Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından Aktay Otel'e ait gayrimenkuller için hazırlanmış olan 24 Aralık 2021 tarih ve 2021/0636 sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporu kullanılmıştır.

Raporu hazırlayan değerlendirme firmasının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen gayrimenkul değerlendirme şirketleri arasında yer alması (Kaynak: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Sirketiletisim/List/gds>), değerlemeyi yapan değerlendirme uzmanlarının SPL tarafından verilmiş olan lisans belgelerine sahip olmaları ve raporumuzun (4.1.1.) maddesinde belirtilen sebepler nedeniyle söz konusu raporun güvenilirliği yönünde kanaat oluşmuştur.

2.6. Değer esası, kullanılan yaklaşım ve yöntemler ile değerlemenin amacına uygunluğuna ilişkin Şirketimizin beyanı

Aktay Otel'in değerlendirme çalışmasında Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır.

Aktay Otel için yapılan değerleme çalışmasında Aktay Otel'in faaliyet halinde olması nedeniyle iki yöntem kullanılmıştır.

Değerleme işlemi, elde ettiğimiz finansal ve diğer bilgilerin gözden geçirilip, yönetimin beklentileriyle ilgili düşüncelerinin ve değerleme tarihi itibarıyla hâkim olan ekonomik ve finansal şartların analizinden oluşmaktadır. Değerleme çalışmalarımızın dayanağını oluşturan ve raporda sunulan nakit akış projeksiyonlarının gerçekleştirilebilirliği yine raporda açıklanan varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, kullanılan yaklaşım ve yöntemlerin değerlemenin amacına uygun olduğunu beyan ederiz.

2.7. Değerleme sonucu bulunan değere ulaşılması sırasında kullanılan yöntemler, bu yöntemlerin sonuçları ve değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda bunlara ilişkin ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

Aktay Otel için yapılan değerleme çalışmasında iki yöntem kullanılmıştır. Aktay Otel'in değerlemesinde Toplama Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmıştır.

Her iki yöntem ile elde edilen değerler ve ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	242.380.795 TL	100%	242.380.795 TL
Toplama Yöntemi	-6.382.304 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			242.380.795 TL

2.8. Kullanılan verilerin güvenilir, adil ve makul olduğuna ilişkin beyan

Aktay Otel'in Pazar Değerinin tespiti sırasında tarafımıza sunulan, tarafımızca hazırlanan verilerin adil, güvenilir ve makul olduğunu beyan ederiz.

3. DEĞERLEME KONUSU VARLIK HAKKINDA BİLGİLER

3.1. Varlığa ilişkin teknik, hukuki ve mali tanıtıcı bilgiler

3.1.1. Aktay Otel

Aktay Otel, 22 Şubat 2011 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup kuruluş amacı turizm işletmeciliğidir.

Özak GYO, Aktay Otel'e kuruluştan itibaren %95 oranında iştirak etmektedir. Aktay Otel'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortak Adı, Unvanı	Sermaye Tutarı	Hisse Oranı
Özak GYO A.Ş.	8.550.000 TL	%95,00
Özak Global Holding A.Ş.	138.000 TL	%1,53
Ahmet Akbalık	233.000 TL	%2,58
Ürfi Akbalık	79.000 TL	%0,87
Toplam	9.000.000 TL	%100,00

Aktay Otel'in genel merkez adresi Kazlıçeşme Mah., Kennedy Cad., No:52C/4, Zeytinburnu, İstanbul'dur.

Aktay Otel'in, Belek Mah., İskele Cad., No:4/A, Serik, Antalya adresinde bir şubesi bulunmakta olup, bu adreste Ela Excellence Hotel isimli bir otelin işletmesini yapmaktadır.

Aktay Otel'in 14 Haziran 2019 tarihinde yapılan genel kurul toplantısında seçilen ve halen görev yapmakta olan Yönetim Kurulu aşağıdaki gibidir.

Yönetim Kurulu Üyesi Adı, Soyadı	Görevi	Görev Süresi
Ahmet Akbalık	Yönetim Kurulu Başkanı	12 Haziran 2022
Ürfi Akbalık	Yönetim Kurulu Başkanı	12 Haziran 2022
Kübra Akbalık	Yönetim Kurulu Üyesi	12 Haziran 2022

Ela Excellence Hotel (“Ela Belek”)

Aktay Otel, Özak GYO’nun sahibi olduğu, Belek Mah., İskele Cad., No:4/A, Serik, Antalya adresinde bulunan Ela Excellence Hotel isimli bir otelin işletmesini yapmaktadır. Ela Excellence Hotel, 2007 yılında Ela Quality Resort markası ile faaliyete başlamış olup, 2021 ve 2022 yıllarında yapılmakta olan konsept değişikliği ile Ela Excellence Hotel markası ile hizmet vermeye başlamıştır. Otel, 18 Mart 2005 tarihli ve 9886 sayılı Turizm İşletme Belgesi’nde yer alan bilgilere göre aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır.

Mal Sahibi	: Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ.
Otelin Bulunduğu Arsa Alanı	: 90.068,13 m ²
Tesisin Durumu	: Otel tüm yıl açık olup, ultra her şey dahil şeklinde hizmet vermektedir.
Toplam Oda Sayısı	: 583 adet (388 adet 2 yataklı Standart Oda, 5 adet 2 yataklı Bedensel Engelli Odası, 2 adet 2 yataklı Aile Odası, 1 adet 4 yataklı Suit Oda, 179 adet 2 yataklı Suit Oda, 1 adet 4 yataklı Apart Ünite, 5 adet 4 yataklı Villa Apart Ünite, 2 adet 10 yataklı Villa Apart Ünite)
Oda Özellikleri	: Merkezi iklimlendirme, uydu yayın sistemi, direkt ve dahili telefon, minibar, saç kurutma makinası, dijital kasa,
Aktiviteler	: Açık ve kapalı yüzme havuzu, fitness, SPA (hamam, sauna, buhar odası, masaj odaları), aqua park, sinema salonu, diskotek, bowling salonu, oyun salonu, çocuk kulübü, amfityatro, tenis kortları, mini golf, su sporları, yoga alanı,
Kafe ve Restoranlar	: Lobby Bar, Ab-ı Hayat, Men’s Club, Teensbar, Game Zone, Pool Bar, Beach Bar, Lake Bar, Enderun Restoran, Ab-ı Lal, Teppenyaki Hida, La Perla, La Salsa, Alarga, Kalamata, Sofa, Passion
Toplantı Salonları	: Ottoman Salonu, Çırağan Salonu, Dolmabahçe Salonu, Yıldız Salonu, Beylerbeyi Salonu, Topkapı Salonu
Spor Turizmi	: Özellikle kış aylarında futbol kulüpleri için tahsis edilen 2 adet çim saha

Aktay Otel, Özak GYO’nun sahibi olduğu Ela Excellence Hotel isimli otelin işletmesini 2011 yılından bu yana yapmaktadır. Aktay Otel, 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren, Özak GYO ile 4 Ekim 2019 tarihinde imzalanmış olan ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe giren “İşletme Sözleşmesi” çerçevesinde işletmecilik faaliyetlerini yürütecektir. Bu sözleşmeye göre;

-Otel, işletmeci (Aktay Otel) tarafından kendi nam ve hesabına işletilecektir.

-Aktay Otel, bu işletme karşılığında elde edilen gelirin belli bir kısmını işletmecilik bedeli olarak alacak, geri kalan tüm bedeli mal sahibine (Özak GYO) ödeyecektir.

-Aktay Otel tarafından mal sahibine ödenecek olan tutar hiçbir zaman 7.500.000 Avro’nun altında olamayacaktır.

-Aktay Otel’in alacağı işletmecilik bedeli sabit ve değişken olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır.

Otele ait hasılatın %5’lik kısmı sabit bedel olarak Aktay Otel tarafından alınacaktır. Ayrıca, oluşacak FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar) tutarı üzerinden %1,20’lik kısım da değişken İşletmecilik Bedeli olarak Aktay Otel tarafından alınacaktır. Bu tutarlar alındıktan sonra kalan tüm bedel mal sahibine gönderilecektir.

Aktay Otel, Ela Excellence Hotel’i ultra her şey dahil sistemine göre işletmektedir. Her yıl sezon başlamadan, çeşitli ülkelerden turist getiren tur operatörleri ile sözleşmeler yapılmakta ve otel kapasitesinin büyük bir kısmı bu operatörler tarafından rezerve edilmektedir.

Geçmiş yıllar verilerine göre otel müşterilerinin pazarlara göre dağılımı aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir. Konaklayan müşterilerin %92’lik kısmı bir tur operatörü vasıtasıyla gelirken %8’lik kısım ise internet, call center vasıtasıyla veya münferit müşteri olarak gelmektedir.

Dönem	2021	2020	2019
Rusya-BDT Pazarı	45,56	61,66	44,00
Merkez Avrupa Pazarı	24,21	11,49	17,36
İngiltere Pazarı	2,43	9,47	11,03
Belçika-Hollanda Pazarı	1,10	0,11	2,80
Doğu Avrupa-Balkanlar Pazarı	9,72	4,10	6,36
Ortadoğu Pazarı	1,68	0,19	2,72
Türkiye Pazarı	10,64	10,33	6,98
Toplantı Grupları	4,62	2,61	8,15
Golf ve Futbol	0,04	0,04	0,60

Konaklayan müşteriler otelin tüm hizmetlerinden 24 saat süresince ücretsiz olarak faydalanabilmektedir ancak otelin içerisinde yer alan bölümlerde bazı yiyecek ve içecekler ile SPA, çamaşırhane, oyun salonu gibi bölümlerden ekstra gelir elde edilmektedir.

Otel içerisinde, müşterilere hizmet vermek üzere 17 adet dükkân bulunmakta olup, bu bölümler çeşitli aktivitelere (fotoğraf, market, kuyumcu, halıcı, ayakkabı-çanta, saatçi vb.) kiralanmıştır ve bu alanlardan kira geliri elde edilmektedir.

2021 yılı Kasım ayında başlayıp 2022 yılı Nisan ayında bitirilecek olan tadilat çalışmaları sonucunda 2022 yılı yaz sezonundan itibaren yeni bir konseptle hizmet vermeye başlayacak olan Ela Excellence Hotel’de çocuk ve aile kavramı ön plana çıkarılmıştır. Bu amaçla özellikle çocuklu ailelerin daha rahat tatil yapabilmeleri için gerekli düzenlemeler yapılmıştır.

Lüks kavramını şık bir sadelikle tanımlayan Ela Excellence Hotel, müstakil tatil anlayışıyla kişiye özel bir tatil deneyimi sunarken çocuklu ailelerin de ilk tercihi olmayı hedeflemektedir. Misafirlerinin her türlü ihtiyacını özel asistan hizmeti ile karşılayacak, ‘mutlu misafir felsefesi’ için yeni ve güçlü bir çözüm merkezi oluşturulmuştur.

Son teknolojik gelişmeleri tüm tesise uyarlamaya özen göstererek mobil uygulaması ve yenilenen akıllı odalarını entegre ederek misafirlerine sunmaktadır. Böylece misafirler odalarının bütün kontrollerini bir dokunuşla gerçekleştirebileceklerdir.

Ela Excellence Hotel’in dünya ve Türk mutfağının en iyi örneklerinin servis edildiği yedi a la carte restoranı bulunmaktadır. Gastronomiyi bir sanat formu olarak yorumlayarak, Anadolu, Akdeniz, İtalyan, Uzak Doğu, Meksika mutfağının yanı sıra vejetaryen ve vegan seçenekleriyle de müşterilerini memnun etmektedir.

Everland Kids World ile her yaştan çocuğun eğlenerek öğrendiği, meslekleri deneyimlediği dev bir eğlence ve oyun alanına sahip Ela Excellence Hotel, miniklerin ve gençlerin en güzel anılarına ev sahipliği yapmayı hedeflemektedir. 0-4 yaş bebek, 04-07 yaş mini, 08-11 yaş midi yaş grubu ve 12-17 yaş arasındaki gençler güvenli ve hijyenik ortamda deneyimli eğitmenler eşliğinde hem eğlenmekte hem de öğrenmektedirler.

Ela Excellence Hotel’de dünyanın geleceğine yönelik adımlar da atılmış olup bu kapsamda karbon ayak izini azaltmak için dijital menüler tasarlamıştır. Odalarda kullanılan buklet malzemeler, hayvanlar üzerinde deney

yapmayan üst segment markalardan seçilmektedir. Ayrıca ‘doğaya saygı’ ilkesi gereği tesis içerisinde kullanılan ambalajlarda dönüştürülebilir malzemeler tercih edilmektedir. Bu kapsamda Antalya ve çevresindeki yerel üreticileri de destekleyen Ela Excellence Hotel, servis edilen ürünleri bölgedeki üreticilerden tedarik edilmektedir.

Yeniden tasarlanan Aqua Park’ta sınırsız eğlence misafirleri beklemektedir. Ayrıca Ela Excellence Hotel, tüm yaz boyunca dünya çapında ses getirmiş sanatçıların konserlerine, sahne şovlarına ve festivallere ev sahipliği yapmaktadır.

Ela Excellence Hotel’de tüm detayları düşünülmüş SPA, masaj, cilt bakım, vücut bakımı, hamam ve sauna gibi uygulamaların yanı sıra, yüzme, açık ve kapalı fitness salonu imkanlarıyla ElaZen SPA & Wellness’da hizmet vermektedir.

Ela Excellence Resort Belek , Belek-İskele Mevkii’nde yaklaşık 100.000 m² alan üzerine kurulmuş olup tesiste toplam 583 oda ve 1200 yatak kapasitesi ile iki bloktan oluşan ana binası, villaları, bağımsız iki katlı bloklarda ortak havuz kıyısında yer alan aile odaları ve suitleri ile yaz tatiline yeni bir anlayış getiren tesis Antalya Havalimanı’na 35 km. Antalya şehir merkezine 45 km., en yakın yerleşim birimi Belek’ e 2 km. mesafede bulunmaktadır. Denize sıfırdır.

Aktay Otel’in 31 Aralık 2021 Tarihli Finansal Tablolarının Değerlendirilmesi:

Aktay Otel’in varlıklar toplamı 280.343.387 Türk Lirası olup, bunun 227.245.884 Türk Liralık kısmı Dönen Varlıklar, 53.097.504 Türk Liralık kısmı Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Toplam Varlıklar içerisinde Dönen Varlıklar %81,06 olarak, Duran Varlıklar ise %18,94 olarak yer almaktadır.

Dönen Varlıklar içerisinde Hazır Değerlerin tutarı 119.350.981 Türk Lirası olup bu tutar şirketin banka hesaplarında yer alan nakit değerler ile alınan çeklerden oluşmaktadır.

Şirketin Ticari Alacakları 16.068.474 Türk Lirası olup büyük kısmı şirket faaliyeti olan otel işletmeciliğinden kaynaklanan ticari alacaklardır.

Şirketin stokları toplamı 56.097.083 Türk Lirası olup bu tutarın 50.508.970 Türk Liralık kısmı devam etmekte olan tadilatlar nedeniyle verilen sipariş avanslarından, yaklaşık 3.000.000 TL’lik kısmı ise inşaat malzemesi stoklarından oluşmaktadır.

Şirketin gelecek aylara ait giderleri 17.141.974 Türk Lirası olup bu tutar şirketin kullanmış olduğu kredilere ait faiz giderleridir.

Şirketin Duran Varlıklarının net değeri 53.097.504 Türk Lirası olup bu tutar işletmeciliğini yaptığı otel için yapılan demirbaş alımlarından, özel maliyetlerden ve kredilere ait faiz giderlerinden oluşmaktadır.

Aktay Otel’in Kaynaklar Toplamı 280.343.387 Türk Lirasıdır. Kısa Vadeli Kaynakları 146.834.469 Türk Lirası, Uzun Vadeli kaynakları ise 146.923.287 Türk Lirası olup şirketin özkaynakları 2021 yılı zararları nedeniyle - 13.414.369 Türk Lirasıdır.

Şirketin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları içerisinde Banka kredileri 35.857.475 Türk Lirası olarak, Ticari Borçlar 36.169.786 Türk Lirası olarak, Diğer Borçlar 51.485.718 Türk Lirası olarak, Alınan Avanslar 19.918.539 Türk Lirası olarak, Ödenecek Yasal Yükümlülükler 2.073.928 Türk Lirası olarak yer almaktadır.

Ticari Borçların büyük kısmı devam eden inşaat-tadilat işlemleriyle ilgili olup, diğer Borçlar ise Ortaklara Borçlardan oluşmaktadır. Alınan Avanslar ise 2021 yılı turizm faaliyetleri nedeniyle alınmış olan çeklerden kaynaklanmaktadır.

Şirketin Uzun Vadeli Borçları 146.923.287 Türk Lirası olup bu tutarın 146.887.288 Türk Liralık kısmı Banka Kredilerinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin Özkaynakları - 13.414.369 Türk Lirasıdır. Ödenmiş sermayesi 9.000.000 Türk Lirası, Kar Yedekleri 3.179.636 Türk Lirası, Dönem Net zararı ise 25.682.746 Türk Lirasıdır.

Şirketin 2021 yılı faaliyetleri incelendiğinde ise Net Satış Hasılatının 159.512.512 Türk Lirası olarak gerçekleştiği görülmektedir. Satışların Maliyeti 168.229.438 Türk Lirası olarak, faaliyet Giderleri ise 17.438.469 Türk Lirası olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2021 yılı faaliyetleri ve kredileri nedeniyle 53.325.089 Türk Liralık Kambiyo Karı, 49.274.942 Türk Liralık Kambiyo Zararı gerçekleşmiştir. Şirketin 2021 yılında gerçekleşen Finansman Giderleri ise 7.613.551 Türk Lirasıdır.

Şirket bu faaliyetleri sonucunda 2021 yılını 25.682.746 Türk Liralık zarar ile tamamlamıştır.

Aktay Otel Solo Bilanço (Türk Lirası)

VARLIKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
Dönen Varlıklar	127.879.155	144.217.884	227.245.884
Hazır Değerler	30.206.817	76.261.318	119.350.981
Kasa	61.067	34.200	56.354
Alınan Çekler	4.994.804	8.015.952	10.366.610
Bankalar	22.129.839	67.442.333	110.395.698
Verilen Çek Ve Ödeme Emirleri	(86.260)	0	(2.376.779)
Diğer Hazır Değerler	3.107.367	768.834	909.097
Ticari Alacaklar	4.468.726	13.104.847	16.068.474
Alıcılar	3.343.813	11.989.798	14.610.779
Alacak Senetleri	500.025	491.397	836.399
Verilen Depozito Ve Teminatlar	621.982	620.746	618.391
Şüpheli Ticari Alacaklar	354.992	354.992	400.857
Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı	(352.087)	(352.087)	(397.952)
Diğer Alacaklar	23.376.159	834.501	1.277.212
Diğer Çeşitli Alacaklar	23.376.159	834.501	1.277.212
Stoklar	53.751.492	43.070.210	56.097.083
İlk Madde Ve Malzeme	2.106.014	2.201.689	5.576.932
Ticari Mallar	19.923	14.230	11.182
Diğer Stoklar	8.675	8.673	0
Verilen Sipariş Avansları	51.616.880	40.845.618	50.508.970
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tah.	10.200.554	5.371.166	17.141.974
Gelecek Aylara Ait Giderler	412.831	5.371.166	17.141.974
Gelir Tahakkukları	9.787.723	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	5.875.407	5.575.842	17.310.160
Devreden KDV	5.750.717	5.564.471	17.124.888
İndirilecek KDV	0	1.136	0
Peşin Ödenen Vergi Ve Fonlar	117.862	0	162.789
İş Avansları	3.820	8.114	21.923
Personel Avansları	2.000	0	0
Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	1.008	2.120	560
Duran Varlıklar	12.314.525	19.123.169	53.097.504
Maddi Duran Varlıklar	10.644.854	10.886.161	28.916.036
Binalar	7.498.973	7.498.973	7.498.973
Tesis, Makina Ve Cihazlar	570.698	1.194.820	1.194.820
Taşıtlar	1.358.639	1.366.901	1.441.257
Demirbaşlar	11.074.847	12.827.569	17.386.535
Birikmiş Amortismanlar	(9.858.303)	(12.102.837)	(15.165.667)
Yapılmakta Olan Yatırımlar		100.735	16.560.119
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.669.671	1.481.784	9.342.729
Haklar	812.548	234.692	205.391
Kuruluş Ve Örgütlenme Giderleri	138.160	138.160	138.160
Özel Maliyetler	6.186.673	6.905.893	17.217.474
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	238.177	319.850	406.721
Birikmiş Amortismanlar	(5.705.886)	(6.116.811)	(8.625.017)
Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	0	6.755.224	14.838.739
Gelecek Yıllara Ait Giderler	0	6.755.224	14.838.739
Toplam Varlıklar	140.193.681	163.341.054	280.343.387

KAYNAKLAR	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	112.334.916	95.155.202	146.834.469
Mali Borçlar	56.665.341	37.509.316	35.952.717
Banka Kredileri	56.530.100	37.474.948	35.857.475
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	88.451	0	0
Ertelenmiş Fin.Kiralama Borçlanma Maliyetleri	(941)	0	0
Diğer Mali Borçlar	47.731	34.367	95.242
Ticari Borçlar	17.501.379	7.716.514	36.765.219
Satıcılar	17.390.911	7.594.093	36.169.786
Alınan Depozito Ve Teminatlar	110.468	122.421	595.433
Diğer Borçlar	21.730.165	28.804.236	51.485.718
Ortaklara Borçlar	20.489.982	28.320.485	49.831.152
Personele Borçlar	1.240.183	472.228	1.654.566
Diğer Çeşitli Borçlar	0	11.523	0
Alınan Avanslar	13.153.788	10.864.403	19.918.539
Alınan Sipariş Avansları	13.153.788	10.864.403	19.918.539
Ödenecek Vergi Ve Diğer Yükümlülükler	927.879	308.098	2.073.928
Ödenecek Vergi Ve Fonlar	415.202	149.388	1.424.704
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	512.677	158.710	649.223
Borç Ve Gider Karşılıkları	0	312.724	0
Dönem Karı Vergi Karşılığı	3.295.202	365.858	0
Dönem Karı Peşin Ödenen Vergi Ve Diğer Yük.	(3.295.202)	(53.134)	0
Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	2.356.364	9.639.911	638.349
Gelecek Aylara Ait Gelirler	22.611	498.658	37.731
Gider Tahakkukları	2.333.752	9.141.253	600.618
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	16.626.500	55.917.475	146.923.287
Mali Borçlar	16.626.500	55.865.476	146.887.288
Banka Kredileri	16.626.500	55.865.476	146.887.288
Gelecek Yıllara Ait Gelirler Ve Gider Tah.	0	51.999	35.999
Gelecek Yıllara Ait Gelirler	0	51.999	35.999
Öz Kaynaklar	11.232.265	12.268.377	(13.414.369)
Ödenmiş Sermaye	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Sermaye	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Kar Yedekleri	3.179.636	3.179.636	3.179.636
Yasal Yedekler	3.179.636	3.179.636	3.179.636
Geçmiş Yıllar Karları	0	0	88.741
Geçmiş Yıllar Zararları	(10.275.337)	(782.611)	0
Dönem Net Karı (Zararı)	9.327.965	871.352	(25.682.746)
Toplam Kaynaklar	140.193.681	163.341.054	280.343.387

Aktay Otel Solo Gelir Tablosu (Türk Lirası)

	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512
Satışların Maliyeti	(159.751.698)	(83.358.716)	(168.229.438)
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	(69.992)	(10.970)	(90.182)
Satılan Hizmet Maliyeti	(159.681.706)	(83.347.746)	(168.139.256)
Brüt Satış Karı Veya Zararı	23.795.376	5.476.038	(8.716.926)
Faaliyet Giderleri	(18.178.897)	(11.185.343)	(17.438.469)
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri	(14.951.444)	(7.534.960)	(12.460.516)
Genel Yönetim Giderleri	(3.227.453)	(3.650.383)	(4.977.954)
Faaliyet Karı Veya Zararı	5.616.480	(5.709.305)	(26.155.396)
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir Ve Karlar	43.866.859	54.612.546	54.911.801
Faiz Geliri	890.156	336.893	1.586.712
Komisyon Gelirleri	145.634	0	0
Kambiyo Karları	42.831.069	54.275.653	53.325.089
Diğer Faal. Olağan Gider Ve Zararları	(40.755.656)	(45.645.604)	(49.320.807)
Karşılık Giderleri	0	0	(45.865)
Kambiyo Zararları	(40.755.656)	(45.645.604)	(49.274.942)
Finansman Giderleri	(1.829.105)	(4.143.403)	(7.613.551)
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	(1.802.922)	(561.005)	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	(26.183)	(3.582.399)	(7.613.551)
Olağan Kar Veya Zarar	6.898.578	(885.766)	(28.177.952)
Olağandışı Gelir Ve Karlar	8.079.615	2.548.758	4.316.706
Diğer Olağandışı Gelir Ve Karlar	8.079.615	2.548.758	4.316.706
Olağan Dışı Gider Ve Zararlar	(2.355.025)	(425.782)	(1.821.500)
Diğer Olağandışı Gider Ve Zararlar	(2.355.025)	(425.782)	(1.821.500)
Dönem Karı Veya Zararı	12.623.168	1.237.210	(25.682.746)
Dönem Karı Vergi Ve Diğer Yasal Yük. Krş.	(3.295.202)	(365.858)	0
Dönem Net Karı Veya Zararı	9.327.965	871.352	(25.682.746)

3.2.Değerlemesi yapılan varlık ile ilgili herhangi bir devir/pazarlama vb. konularda sınırlama, takyidat vb. koşul bulunup bulunmadığı hakkında bilgi

Şirketin, İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğünde yapılan sorgulama sonucu herhangi bir sınırlamaya tabi olmadığı görülmüştür. (Kaynak: <https://bilgibankasi.ito.org.tr/tr/bilgi-bankasi/firma-bilgileri>)

Şirket esas sözleşmesinin 5. Maddesine göre şirketin faaliyetleri herhangi bir süre ile sınırlandırılmamıştır. Bu nedenle şirketin sonsuza kadar yaşayacağı varsayımı ile sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır.

4. DEĞERLEMESİ YAPILAN VARLIĞA İLİŞKİN ANALİZ VE ÇALIŞMALAR

4.1.Girdi ve Varsayımlar

4.1.1. Değerleme çalışmasında dayanak olarak kullanılacak önemli bilgilerin nitelikleri ve kaynakları ile bu bilgilerin doğrulanmasına ilişkin yapılan çalışmaların kapsamı

-Aktay Otel'in değerleme çalışması sırasında kullanılan finansal veriler, şirket tarafından vergi dairesine sunulan onaylı mali tablolardan alınmıştır. Değerleme çalışması 31 Aralık 2021 tarihli yapılmış olup değerlemenin yapıldığı tarihte şirketin 31 Aralık 2021 tarihli kurumlar beyannameleri açıklanmamıştır. Bu çerçevede değerleme çalışması şirketin sunmuş olduğu mali tablolara göre yapılmıştır. Bu bilgiler şirketin 31 Aralık 2020 ve 30 Eylül 2021 tarihli beyannameleri ile karşılaştırılmış ve doğruluğu yönünde kanaat oluşmuştur.

-Aktay Otel'in indirgenmiş nakit akışları yöntemi ile yapılan değerleme çalışmasında, nakit akışlarının tespiti için Aktay Otel'in Özak GYO ile yapmış olduğu ve 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren uygulanmakta olan işletme sözleşmesi, tur operatörleri ile yapmış olduğu kontenjan sözleşmeleri, kiracılarıyla yapmış olduğu güncel kira sözleşmeleri incelenmiştir. İncelenmiş olan sözleşmelerden bazı örnekler Eklerde gösterilmiştir. Bu sözleşmeler kapsamında oluşan yeni koşullar çerçevesinde indirgenmiş nakit akışları projeksiyonu şekillendirilmiştir. Gelirlerin yaklaşık %90'lık kısmının yabancı para ve ağırlıklı olarak da ABD Doları olması nedeniyle projeksiyon ABD Doları olarak hazırlanmış ve TCMB enflasyon beklentilerine göre hesaplanan kurlarla Türk Lirasına dönüştürülmüştür.

-Aktay Otel'in personel lojmanı olarak kullanmakta olduğu kendi gayrimenkulünün değeri Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 24 Aralık 2021 tarih ve 2021/0636 sayılı Gayrimenkul Değerleme Raporu ile tespit edilmiş olup değerleme çalışmamızda bu rapor dayanak olarak kullanılmıştır. İlgili şirketin lisansları gözden geçirilmiş olup gayrimenkul değerleme raporunun makuliyeti test edilmiştir.

Gayrimenkul Değerleme Raporuna göre gayrimenkul;

-6.620,18 m² yüz ölçümlü 276 ada 3 parsel üzerinde yer almakta olup, 14.09.2007 tarih 122/3471 sayılı ruhsatına esas mimari projesine göre 3-B yapı sınıfında, B+Z+1NK+ÇK olarak ve toplamda 3.554,00 m² kapalı alanlı olarak projelendirilmiş ancak mahallinde çatı kat ilavesi, bahçede depo, trafo ve kazan dairesi ilaveleri yapılmak suretiyle 5.971 m² üzerinden Yapı Kayıt Belgesi alınmıştır.

-İlgili gayrimenkulün değeri, arsa için piyasa değeri yaklaşımı, bina için maliyet oluşumları yaklaşımına göre tespit edilmiştir. Bu yöntemle göre arsanın ve binanın değerleri ayrı hesaplanmış ve daha sonra toplanmıştır.

Arsa için emsal değerler alınmış ve KDV hariç 1.450 TL/m² üzerinden değer atanmıştır. Arsanın toplam yüzölçümü 6.620,18 m² olup bu çerçevede arsanın Pazar Değeri 9.600.000 TL olarak hesaplanmıştır.

Binanın değeri ise inşaat yatırımının maliyeti üzerinden hesaplanmıştır. Bina 3-B yapı sınıfı kapsamına girmesi ve toplam alanının 5.971 m² olması nedeniyle birim maliyet üzerinden yapılan değerleme çalışmasında "Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2021 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ" dikkate alınarak birim maliyet (Tebliğde 1.800 Türk Lirası olan birim maliyet gerçekleşen enflasyona göre endeksenerek) 2.512 Türk Lirası üzerinden toplam değer 10.900.528 Türk Lirası olarak hesaplanmıştır. Bina %20 oranında amortismanı da düşüldükten sonra bu değer 8.720.000 Türk Lirası olarak hesaplanmış ve diğer donatılar için de %5 oranında ilave yapılarak yapı değeri 9.155.000 Türk Lirası olarak belirlenmiştir.

Böylece gayrimenkulün toplam değeri 9.600.000 Türk Lirası arsa değeri ve 9.155.000 Türk Lirası yapı değeri olmak üzere toplam 18.755.000 Türk Lirası olarak tespit edilmiştir.

24 Aralık 2021 tarih ve 2021/0636 sayılı gayrimenkul değerleme raporunda yer alan veriler ilgili kurumların web siteleri üzerinden test edilmiştir. "Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2019 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ" ile ilgili olarak <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/03/20210324-3.htm> web adresinden ilgili tutarlar teyit edilmiştir. Yine raporda maliyet yaklaşımının benimsenmiş olması ve gayrimenkulün gelir üretmiyor olması nedeniyle diğer yöntemlerin benimsenmemiş olması tarafımızdan makul karşılanmış ve ilgili değerleme raporu makul bulunmuştur.

4.1.2. Değerleme çalışmasında dikkate alınan tüm önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımların veya sınırlandırıcı koşulların tam, eksiksiz ve gerekçeli olarak açıklanması

Aktay Otel'in değerleme çalışmasında aşağıdaki yöntemler ve varsayımlar kullanılmıştır:

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi: Aktay Otel'in gelirleri; konaklama, ekstra yiyecek ve içecek, SPA, dükkân kira ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Mevcut kira ve işletme sözleşmeleri, 2021 yılının gerçekleşmeleri ve şirketin gelecek varsayımları doğrultusunda indirgenmiş nakit akış tablosu oluşturulmuştur.

Bu nakit akışları şirketin varsayımları yanında piyasa koşulları da dikkate alınarak yeniden yorumlanmıştır. Bu kapsamda Pazar Değeri hesaplanırken;

1. İndirgeme Oranı hesaplanırken, Türkiye'nin 31 Aralık 2021 tarihli ülke risk primi, risksiz faiz oranı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve Aktay Otel ile benzer faaliyetler gösteren halka açık emsal firmaların Beta Katsayıları dikkate alınmıştır. Risksiz getiri oranı olarak, 10 yıl vadeli Hazine Tahvili faiz oranı (%24,32; TRT131130T14) kullanılmıştır.
2. Nakit Akışları hesaplanırken mevcut ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe giren olan işletme sözleşmeleri, mevcut kontenjan sözleşmeleri, mevcut kira sözleşmeleri, mevcut satın alma sözleşmeleri ve şirketin gelecek varsayımları ile ilgili doluluk oranları, birim fiyatlar, gider tahminleri, esas alınmıştır.
3. Doluluk oranının 2022 yılında şirket tahminleri doğrultusunda %45,8 olacağı ve sonraki yıllarda ise pandemi öncesi dönem 2019 yılı seviyesi olan %58,5 olacağı varsayılmıştır.
4. Otelde konaklayan müşterilerden elde edilen kişi başına ortalama günlük gelir 2022 yılında 211,0 USD olacağı ve sonraki dönemlerde ise ABD enflasyon oranı olan %7 oranında artış olacağı varsayılmıştır.
5. Kur tahminleri yapılırken TCMB tarafından yayımlanan enflasyon beklentisi baz alınmıştır. (Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405/BA-Rapor-Int.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405-mVKQYIU>) Raporumuz hazırlandığı esnada TCMB tarafından yayımlanmış olan son rapor olması nedeniyle bu rapor kullanılmıştır.
6. Operasyonel giderlerin ve faaliyet giderlerinin gelecek dönemlerde ciro ile aynı oranda artacağı varsayılmıştır.
7. Kurumlar vergisinin 2022 yılında %23 ve sonraki yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır.
8. Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2027 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %3 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5 olup, devam eden değer büyüme oranı şirket ve sektör riskleri dikkate alınarak %3 olarak varsayılmıştır.
9. İşletme sermayesi hesaplanırken 2022 yılı ve sonrasında pandemi öncesi seviyeye geri döneceği varsayılmıştır.

Toplama Yöntemi: Aktay Otel'in 31 Aralık 2021 tarihli mali tabloları VUK'a göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmemiştir. Bu nedenle Toplama Yöntemi'ne göre değerlendirme yapılırken şirketin varlıkları ve yükümlülükleri reeskonta tabi tutulmuştur.

Şirketin işletmekte olduğu Ela Excellence Resort Hotel isimli otelin mülkiyeti kendisine ait olmayıp buna karşın bu otelin yakınında yer almakta olan lojman binası Aktay Otel'e aittir. Bu binanın değeri için ise Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 24.12.2021 2021/0636 no.lu gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değer dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışması aşağıdaki sınırlamalara tabidir:

1. Aktay Otel'in, değerlendirme çalışmasında kullanılan 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli mali tabloları ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmemiştir.
2. Türkiye'deki ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.
3. Türkiye'deki cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
4. Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükümeti'nin kararlı politikalar izleyeceği varsayılmıştır.
5. Aktay Otel'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
6. Değerlemede yer alan internet sitesi kaynakları, değerlemenin gerçekleştirildiği döneme ait veriler itibarıyla dikkate alınmış olup ilerleyen dönemlerde bu internet sitelerinin değişmesi, verilerin güncellenmesi veya bu internet sitelerinin tamamen kaldırılması gibi durumlardan kurumumuz sorumlu tutulamaz.

4.1.3. Üçüncü bir tarafça sağlanan bilgilerin dayanak olarak kullanılması durumunda, bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkilemediği hakkında açıklama; sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliğinin teyidi doğrultusunda yapılan çalışmaların kapsamı

Değerleme raporumuzda üçüncü bir tarafça sağlanan bilgi olarak Atak Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 24.12.2021 2021/0636 no.lu gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan değer dikkate alınmıştır.

Raporu hazırlayan değerlendirme firmasının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen gayrimenkul değerlendirme şirketleri arasında yer alması (Kaynak: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Sirketiletisim/List/gds>) ve değerlemeyi yapan değerlendirme uzmanlarının SPL tarafından verilmiş olan lisans belgelerine sahip olmaları nedeniyle söz konusu raporun güvenilirliği yönünde kanaat oluşmuştur.

Gayrimenkul Değerleme Raporuna göre gayrimenkul;

-6.620,18 m² yüz ölçümlü 276 ada 3 parsel üzerinde yer almakta olup, 14.09.2007 tarih 122/3471 sayılı ruhsatına esas mimari projesine göre 3-B yapı sınıfında, B+Z+1NK+ÇK olarak ve toplamda 3.554,00 m² kapalı alanlı olarak projelendirilmiş ancak mahallinde çatı kat ilavesi, bahçede depo, trafo ve kazan dairesi ilaveleri yapılmak suretiyle 5.971 m² üzerinden Yapı Kayıt Belgesi alınmıştır.

-İlgili gayrimenkulün değeri, arsa için piyasa değeri yaklaşımı, bina için maliyet oluşumları yaklaşımına göre tespit edilmiştir. Bu yöntemle göre arsanın ve binanın değerleri ayrı hesaplanmış ve daha sonra toplanmıştır.

Arsa için emsal değerler alınmış ve KDV hariç 1.450 TL/m² üzerinden değer atanmıştır. Arsanın toplam yüzölçümü 6.620,18 m² olup bu çerçevede arsanın Pazar Değeri 9.600.000 TL olarak hesaplanmıştır.

Binanın değeri ise inşaat yatırımının maliyeti üzerinden hesaplanmıştır. Bina 3-B yapı sınıfı kapsamına girmesi ve toplam alanının 5.971 m² olması nedeniyle birim maliyet üzerinden yapılan değerlendirme çalışmasında “Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2021 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ” dikkate alınarak birim maliyet (Tebliğde 1.800 Türk Lirası olan birim maliyet gerçekleşen enflasyona göre endekslenerek) 2.512 Türk Lirası üzerinden toplam değer 10.900.528 Türk Lirası olarak hesaplanmıştır. Bina %20 oranında amortismanı da düşüldükten sonra bu değer 8.720.000 Türk Lirası olarak hesaplanmış ve diğer donatılar için de %5 oranında ilave yapılarak yapı değeri 9.155.000 Türk Lirası olarak belirlenmiştir.

Böylece gayrimenkulün toplam değeri 9.600.000 Türk Lirası arsa değeri ve 9.155.000 Türk Lirası yapı değeri olmak üzere toplam 18.755.000 Türk Lirası olarak tespit edilmiştir. 24 Aralık 2021 tarih ve 2021/0636 sayılı gayrimenkul değerlendirme raporunda yer alan veriler ilgili kurumların web siteleri üzerinden test edilmiştir. “Mimarlık ve Mühendislik Hizmet Bedellerinin Hesabında Kullanılacak 2019 Yılı Yapı Yaklaşık Birim Maliyetleri Hakkında Tebliğ” ile ilgili olarak <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/03/20210324-3.htm> web adresinden ilgili tutarlar teyit edilmiştir. Yine raporda maliyet yaklaşımının benimsenmiş olması ve gayrimenkulün gelir üretmiyor olması nedeniyle diğer yöntemlerin benimsenmemiş olması tarafımızdan makul karşılanmış ve ilgili değerlendirme raporu makul bulunmuştur.

4.1.4. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi

Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi Türk Lirası’dır.

4.1.5. Değerleme çalışmasında kullanılan para birimi dışında farklı bir para biriminin kullanıldığı girdi ve varsayımlar için hangi kur değerinin kullanıldığının ilgili tarih ve kaynakları

Aktay Otel’in İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemine göre değerlemesi yapılırken, gelirlerinin büyük çoğunluğunun döviz ve büyük oranda da ABD Doları olması nedeniyle, projeksiyon ABD Doları olarak hazırlanmıştır. Şirket tarafından sunulan bazı verilerin Avro cinsi olması sebebi Avro/Dolar kuru da kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında detayları belirtildiği gibi 31 Aralık 2021 tarihli Dolar/TL kuru 13,44

ve Avro/Dolar kuru 1,1265 alınmıştır (Kaynak: Finnet). Projeksiyon yapılırken Dolar kuru TCMB enflasyon beklentileri doğrultusunda artırılarak gelecek yılların ortalama ABD Dolar kuru tahmin edilmiştir.

4.1.6. Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususların değerlendirme kapsamında belirtilmesi

Değerlemeye konu varlığın tabi olduğu mevzuatın öngördüğü teşvik, yükümlülük ve benzeri hususlar bulunmamaktadır.

4.1.7. Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu olması halinde bu farklılıklara ilişkin açıklama

Değerleme çalışmasında dikkate alınan girdilerde ülkeler arası farklılıkların söz konusu değildir.

4.1.8. Değerleme konusu varlığın aynı kişi veya kuruluş tarafından daha önceki tarihlerde de değerlendirilmesi yapılmışsa, son üç değerlemeye ilişkin bilgiler

Değerleme konusu varlığın değerlendirme işlemleri 29 Aralık 2015, 28 Şubat 2018 ve 2 Mart 2020 tarihli raporlar ile Yeditepe tarafından yapılmıştır. Raporlara ilişkin bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

Rapor Tarihi	Rapor Dönemi	Değerleme Uzmanı	Bulunan Değer	Para Birimi
29 Aralık 2015	31 Aralık 2015	Hüseyin Çetin	27.496.113,00	ABD Doları
28 Şubat 2018	31 Aralık 2017	Hüseyin Çetin	42.611.866,00	ABD Doları
2 Mart 2020	31 Aralık 2019	Hüseyin Çetin	167.917.391,00	Türk Lirası

4.2. Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri

4.2.1. Değerlenen varlığın niteliği, buna ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının güçlü ve zayıf yönleri, kullanılacak yaklaşımın değerlemenin kapsamına ve amacına uygunluğu ve bu yaklaşımların uygulanabilmesi için gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti değerlendirilerek, hangi değerlendirme yaklaşımı veya yaklaşımlarının kullanıldığının belirlenmesine ilişkin açıklama

4.2.1.1. Şirket Değerine Etki Eden Faktörler:

Olumlu Faktörler:

- Aktay Otel'in bağlı olduğu Özak GYO ve Özak Global Holding A.Ş.'nin finansal gücü,
- Otelde yapılan yenileme çalışmaları ile konseptin değiştirilmesi,
- Turizm sektöründe son iki yılda pandemi etkisiyle yaşanan talep ertelemelerinin bu yıldan itibaren gerçekleşeceğinin beklentisi,
- Otele ilgili pandemi öncesi yıllarda yakalanmış olan doluluk oranları ve birim satış fiyatları,
- Antalya Belek bölgesinin tüm dünyada bilinen ve tercih edilen bir destinasyon olması,
- Otelin müşteriler nezdindeki bilinirliği ve tekrar müşteri sayısının yüksekliği,
- Müşteri dağılımının ülkeler bazında dengeli dağılıyor olması,
- Gelirlerin büyük kısmının döviz cinsinden ve giderlerin tamamına yakınının Türk Lirası olarak gerçekleşiyor olması.

Olumsuz Faktörler:

- Turizm sektörünün krizlerden çok hızlı etkileniyor olması,
- Yurt içi pazar payının düşük olması,
- Kış aylarındaki otel doluluk oranlarının düşük olması,
- Pandemi etkisi ile ilgili belirsizlikler.

4.2.1.2. Değerlemede Kullanılacak Yöntemlerin Belirlenmesi:**Değerleme Yaklaşımları:**

Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Aşağıda tanımlanan ve açıklanan üç yaklaşım değerlendirilmede kullanılan temel yaklaşımlardır. Bunların tümü, fiyat dengesi, fayda beklentisi veya ikame ekonomi ilkelerine dayanmaktadır. Temel değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibidir.

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Pazar Yaklaşımı:

Pazar yaklaşımı; varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Aşağıda yer verilen durumlarda, pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığın değer esasına uygun bir bedel ile son dönemde satılmış olması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi,
- Önemli ölçüde benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve/veya güncel gözlemlenebilir işlemlerin söz konusu olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda pazar yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda Pazar yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Pazar yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve Pazar yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığa veya buna önemli ölçüde benzer varlıklara ilişkin işlemlere pazardaki oynaklık ve hareketlilik dikkate almak adına yeteri kadar güncel olmaması,
- Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olmamakla birlikte işlem görmesi,
- Pazar işlemlerine ilişkin bilgi edilebilir olmakla birlikte karşılaştırılabilir varlıkların değerlendirme konusu varlıkla önemli ve /veya anlamlı farklılıklarının dolayısıyla da subjektif düzeltmeler gerektirme potansiyelinin bulunması,
- Güncel işlemlere yönelik bilgilerin güvenilir olmaması,

-Varlığın değerini etkileyen önemli unsurun varlığın yeniden üretim maliyeti veya gelir yaratma kabiliyetinden ziyade pazarda işlem görebileceği fiyat olması,

Gelir Yaklaşımı:

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer gelecekteki nakış akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Aşağıda yer verilen durumlarda, gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

-Varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması,

-Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olmakla birlikte ilgili pazar emsallerinin varsa bile az sayıda olması,

Yukarıda yer verilen durumlarda gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşımın önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte, söz konusu kriterlerin karşılanmadığı aşağıdaki ilave durumlarda, gelir yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir.

Gelir yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve gelir yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

- Değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen birçok faktörden yalnızca biri olması,

- Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması,

- Değerleme konusu varlıkla ilgili bilgiye erişimsizliğin bulunması,

- Değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamaya planlanmış olması.

Gelir yaklaşımının temelini, yatırımcının yatırımlarından getiri elde etmeyi beklmeleri ve bu getirinin yatırıma ilişkin algılanan risk seviyesini yansıtmasının gerekli görülmesi teşkil eder.

Genel olarak yatırımcıların sadece sistematik risk için ek getiri elde etmeleri beklenir.

Maliyet Yaklaşımı:

Maliyet Yaklaşımı, bir alıcının gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça belli bir varlık için ister satın alma isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Aşağıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların değerlendirme konusu varlıkla önemli ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığı yasal kısıtlamalar olmaksızın yeniden oluşturabilmesi ve varlığın katılımcıların değerlendirme konusu varlığı bir an evvel kullanabilmeleri için önemli bir prim ödemeye razı olmak durumunda kalmayacakları kadar kısa bir sürede yeniden oluşturulabilmesi,

-Varlığın doğrudan gelir yaratmaması ve varlığın kendine özgü niteliğinin gelir yaklaşımını veya Pazar yaklaşımını olanaksız kılması,

-Kullanılan değer esasının temel olarak ikame değeri örneğinde olduğu gibi ikame maliyetine dayanması,

Yukarıda yer verilen durumlarda maliyet yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmekle birlikte söz konusu kriterlerin karşılanamadığı aşağıdaki ilave durumlarda maliyet yaklaşımı uygulanabilir ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebilir. Maliyet yaklaşımının aşağıdaki durumlarda uygulanması halinde değerlemeyi gerçekleştirenin diğer yaklaşımların uygulanıp uygulanmayacağını ve maliyet yaklaşımı ile belirlenen gösterge niteliğindeki değeri pekiştirmek amacıyla ağırlıklandırılıp ağırlıklandırılmayacağını dikkate alması gerekli görülmektedir:

-Katılımcıların aynı faydaya sahip bir varlığı yeniden oluşturmayı düşündükleri ancak varlığın yeniden oluşturulmasının önünde potansiyel yasal engellerin veya önemli ve/veya anlamlı bir zaman ihtiyacının bulunması,

-Maliyet yaklaşımının diğer yaklaşımlara bir çapraz kontrol aracı olarak kullanılması,

-Varlığın, maliyet yaklaşımında kullanılan varsayımları son derece güvenilir kılacak kadar yeni oluşturulmuş olması.

Kısmen tamamlanmış bir varlığın değeri genellikle varlığın oluşturulmasında geçen süreye kadar katılan maliyetleri ve katılımcıların varlığın tamamlandığındaki değerinden varlığı tamamlamak için gereken maliyetler ile kar ve riske göre yapılan uygun düzeltmeler dikkate alındıktan sonraki değerine ilişkin beklentileri yansıtacaktır.

Yapılan değerlendirme çalışmasında Aktay Otel için iki değerlendirme yöntemi (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Toplama Yöntemi) kullanılmıştır. Bu yöntemler ile bulunan değerler çeşitli oranlarda ağırlıklandırılarak Aktay Otel'in Pazar Değeri'ne ulaşılmıştır.

4.2.1.3. Değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğüne ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğuna ilişkin beyan

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz. Yine değerlendirme çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği"nin 3'üncü maddesi çerçevesinde; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu beyan ederiz.

4.3. Varsayımlar ve Değerleme Yaklaşımları

Yapılan değerlendirme çalışmasında Aktay Otel için iki değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı) kullanılmıştır.

4.3.1. Pazar Yaklaşımı

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi:

Borsadaki kılavuz emsaller yönteminde gösterge niteliğindeki değer belirlenebilmesi için değerlendirme konusu varlığın aynısı veya benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin bilgilerden istifade edilir.

Bu yöntemle göre bir şirketin Pazar Değeri tespit edilirken şirketin mali tabloları üzerinden belli unsurlar incelenir ve bu unsurların benzer firmalar ile kıyaslanması ile bir fiyata ulaşılır. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nin dayandığı mantık bu olup burada kullanılan ana unsurlar değerlendirme çalışmamızda "çarpan" olarak tanımlanmıştır. Bu değerlendirme çalışmasında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde kullanılan başlıca çarpanlar şu şekildedir:

1. Piyasa Değeri / Defter Değeri Çarpanı (PD/DD),
2. Piyasa Değeri / Net Kar Çarpanı (F/K),
3. Firma Değeri / Net Satışlar Çarpanı (FD/Satışlar),
4. Firma Değeri / Faiz; Amortisman, Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK)

Aktay Otel için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminin kullanılması mümkün olmamıştır. Bu nedenle bu yöntem devre dışı bırakılmıştır. Kullanılmama sebepleri aşağıdaki gibidir:

1. Aktay Otel'in ilgili döneme ait özkaynak, FAVÖK ve net kar değerlerinin negatif olması.
2. Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan emsal firmaların verilerinin anlamlı sonuçlar üretmemesi. Bu kapsamda emsal olarak baz alınan BİST Turizm Sektörü firmaları dört tane olup bunların dört çarpan değerinin bazı firmalarda negatif olması, bazılarının çok düşük olması ve bazılarının ise çok yüksek olması sebebi ile kullanılabilir değildir.
3. 2021 yılında devam eden pandemi sebebi ile oluşan çarpanlar istisnai bir döneme aittir.
4. Aktay Otel'in işletmekte olduğu otelin kendi mülkiyetinde olmaması ve bunun yanında kira sözleşmesindeki gelir paylaşım maddelerinin emsal firmalardan çok farklı olması gibi sebeplerle emsal firmaların gelir üretme şekilleri ile Aktay Otel'in gelir üretme şekli farklılık göstermektedir.

Yukarıda sayılan sebeplerden ötürü Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

4.3.2. Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

İNA yönteminde, tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

İNA yönteminin temel adımları:

- (a) değerlendirme konusu varlığın ve değerlendirme görevinin niteliğine en uygun nakit akışı türünün seçilmesi (örneğin, vergi öncesi veya vergi sonrası nakit akışları, toplam nakit akışları veya özsermayeye ait nakit akışları, reel veya nominal nakit akışları vb.),
- (b) nakit akışlarının tahmin edileceği en uygun kesin sürenin varsa belirlenmesi,
- (c) söz konusu süre için nakit akış tahminlerinin hazırlanması,
- (d) (varsa) kesin tahmin süresinin sonundaki devam eden değer değerlendirme konusu varlık için uygun olup olmadığının; daha sonra da varlığın niteliğine uygun devam eden değer belirlenmesi,
- (e) uygun indirgeme oranının belirlenmesi, ve
- (f) indirgeme oranının varsa devam eden değer de dâhil olmak üzere, tahmini nakit akışlarına uygulanması şeklindedir.

Varsayımlar ve Tahminler:

Aktay Otel için İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında Aktay Otel yönetimi tarafından sunulan projeksiyonlar yorumlanarak aşağıdaki varsayımlar ve tahminler oluşturulmuştur.

Aktay Otel'in işletmekte olduğu Ela Excellence Resort Hotel'in 2019-2021 yılları arasında toplam yatak kapasitesi, satılan yatak sayısı ve doluluk oranları aşağıdaki gibi gösterilmiştir:

Dönem	2019	2020	2021
Satılan Yatak Sayısı	256.383	79.520	103.519
Toplam Yatak Kapasitesi	438.000	438.000	438.000
Doluluk Oranı	58,5%	18,2%	23,6%

Satılan yatak sayısı üzerinden kişi başına konaklama gelirleri ise aynı süreçte aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir (Burada yer alan kişi başına gelir, sadece konaklama gelirlerini içermekte olup yiyecek, içecek, SPA vb. gelirleri içermemektedir):

Dönem	Kişi başına Konaklama Gelir (\$)
2019	118,9
2020	128,9
2021	166,9

Şirketin geçmiş 3 yıllık verileri incelendiğinde pandemi nedeniyle 2020 yılı ve sonrasında doluluk oranının sert şekilde gerilediği görülmektedir. Bu kapsamda 2019 yılında %58,5 olan doluluk oranı 2020 ve 2021 yıllarında bu oranın çok altında kalmıştır. Buna karşın kişi başına gelir USD bazında 2020 yılında %8,4 ve 2021 yılında %29,5 artmıştır.

Şirketin konaklama gelirleri yanında “Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri”, “SPA Gelirleri”, “Dükkan Kira Gelirleri” ve “Diğer Gelirleri” vardır. Ana gruplar bazında şirketin gelirleri TL kuru üzerinden aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Dönem	2019	2020	2021
Net Satışlar	183.547.074	88.834.754	159.512.512
Konaklama Gelirleri	174.614.811	76.940.939	147.672.610
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	2.681.588	1.686.156	2.146.734
SPA Gelirleri	3.575.843	1.470.495	2.942.446
Dükkan Kira Gelirleri	3.425.075	2.652.043	5.479.272
İade ve İskontolar	-4.764.126	-4.352.912	-4.764.126
Diğer Gelirler	4.013.884	10.438.032	6.035.575

Gelecek dönemler için yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin tahminleri incelenmiş ve piyasa koşulları çerçevesinde gözden geçirilmiştir. Bu kapsamda 2022 yılında kişi başına konaklama gelirlerinin 187,3 Avro olacağı şirket tarafından tahmin edilmiştir. Bu tutar 31 Aralık 2021 tarihli Avro/USD kuru olan 1,1265 üzerinden 211,0 USD olmaktadır. Bu tutar, bir önceki yıla göre kişi başına konaklama gelirlerinin %26,4 artışı anlamına gelmektedir. Şirketin önceki dönemlerdeki kişi başına konaklama gelirlerindeki artış ve ilgili otelin yeni konsepti dikkate alındığında bu tutar makul bulunmuştur (Yeni konseptin detayları “[3.1.1. Aktay Otel](#)” başlığı altında gösterilmiştir.). Bu kapsamda 2022 yılı kişi başına konaklama gelirleri 211,0 USD olarak dikkate alınmıştır. Sonraki yıllarda ise kişi başına konaklama gelirlerinin Aralık 2021 dönemi ABD yıllık enflasyon oranı olan %7,0 üzerinden artacağı varsayılmıştır (Kaynak: U.S. Bureau of Labor Statistics, Web: <https://www.bls.gov>).

Satılan yatak sayısı 2022 yılı için şirket tahmini olan 200.561 kişi olarak alınmıştır. Bu, yıllık %45,8 oranında bir yatak doluluk oranına tekabül etmekte olup 2019 yılı pandemi öncesi seviye olan %58,5 seviyesinin altında bir doluluk olacağı beklentisi olup bu çerçevede makul bulunmuştur. 2023 yılı ve sonrasında ise doluluk oranının pandemi öncesi seviye olan %58,5 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

Dönem	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T
Satılan Yatak Sayısı	200.561	256.383	256.383	256.383	256.383
Toplam Yatak Kapasitesi	560.275	560.275	560.275	560.275	560.275
Doluluk Oranı	45,8 %	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%

Konaklama gelirleri USD bazında tahmin edilmiş olup daha sonra TL’ye çevrilmiştir. USD/TL kuru tahmin edilirken TCMB beklenti anketi baz alınmıştır. TCMB tarafından açıklanan Şubat 2022 beklenti anketinde 12

ay sonrası için enflasyon beklentisi %24,83, 24 ay sonrası için %15,42 ve 5 yıl sonrası için %9,05 olup üçüncü ve dördüncü yıllar ise korelasyon yapılarak tahmin edilmiştir (Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405/PKA_Rapor.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-085d78c0-9809-4b33-a6b6-21e0a22a6405-nDVTJN9).

Dönem	Enflasyon Beklentisi
2022T	24,83%
2023T	15,42%
2024T	13,30%
2025T	11,17%
2026T	9,05%

Gelecek dönemlerin USD/TL kuru hesaplanırken enflasyon beklentisi doğrultusunda artış olacağı varsayılmıştır. 2022 yılı ortalama kuru tahmin edilirken 31 Aralık 2021 tarihli USD/TL kapanış kuru olan 13,44 ilgili dönemin enflasyon beklentisi olan %24,83 üzerinden artırılarak yılsonu USD/TL kuru tahmin edilmiştir. Daha sonra her ikisinin ortalaması alınarak yıl ortalama kuru tahmin edilmiştir. Sonraki yılların ortalama kuru tahmin edilirken her yıl enflasyon beklentisi kadar artırılmıştır.

Dönem	USD/TL Beklentisi
2022T	15,11
2023T	17,44
2024T	19,76
2025T	21,96
2026T	23,95

Gelecek dönemlerin USD/TL kuru beklentisi ile ilgili dönemlerin satılan yatak sayısı ve ortalama kişi başına konaklama gelirleri bir araya getirilerek TL bazında konaklama gelirleri tahmin edilmiştir:

Dönem	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T
Kişi başına Konaklama Gelirleri	211,0 USD/kişi	225,8 USD/kişi	241,6 USD/kişi	258,5 USD/kişi	276,6 USD/kişi
Satılan Yatak Sayısı	200.561 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi	256.383 kişi
Konaklama Gelirleri (\$)	42.316.770 USD	57.881.409 USD	61.933.108 USD	66.268.425 USD	70.907.215 USD
Ortalama Dolar Kuru Tahmini	15,1086	17,4383	19,7570	21,9646	23,9523
Konaklama Gelirleri (TL)	639.346.140 TL	1.009.354.443 TL	1.223.614.484 TL	1.455.556.320 TL	1.698.394.058 TL

Şirketin oda gelirleri dışında kalan gelirleri 2022 yılı için aşağıdaki gibi tahmin edilmiştir:

Gelir Çeşidi	Tutar
Ekstra Yiyecek Gelirleri	516.905 Avro
Ekstra İçecek Gelirleri	180.329 Avro
SPA Gelirleri	744.272 Avro
Dükkan Kira Gelirleri	797.027 Avro
Diğer İşletme Gelirleri ve Teşvikler	858.916 Avro

Bu gelirlerin oda gelirlerine oranı incelendiğinde önceki yıllar ile paralellik gösterdiği görülmüş olup bu çerçevede değerlendirilmesinde baz alınmıştır. Bu gelirler 2022 yılı USD/TL kur beklentisi ve 31 Aralık 2021 tarihli EUR/USD kuru üzerinden Türk Lirasına çevrilerek 2022 yılı gelirleri tahmin edilmiştir.

Gelir Çeşidi	Tutar
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	11.866.665 TL
SPA Gelirleri	12.667.235 TL
Dükkan Kira Gelirleri	13.565.105 TL
Diğer Gelirler	14.618.433 TL

Geleceğe dönük gelirler tahmin edilirken bu gelirlerin 2022 yılında konaklama gelirlerine oranı tespit edilmiş ve bu oranların gelecek dönemlerde sabit kalacağı varsayılarak gelecek dönemlerin gelirleri tahmin edilmiştir.

Dönem	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	692.063.579	1.092.581.005	1.324.507.909	1.575.574.565	1.838.435.547
Konaklama Gelirleri	639.346.140	1.009.354.443	1.223.614.484	1.455.556.320	1.698.394.058
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	11.866.665	18.734.252	22.711.052	27.016.038	31.523.259
SPA Gelirleri	12.667.235	19.998.134	24.243.224	28.838.641	33.649.935
Dükkan Kira Gelirleri	13.565.105	21.415.629	25.961.617	30.882.762	36.035.088
Diğer Gelirler	14.618.433	23.078.548	27.977.532	33.280.803	38.833.206

Şirketin amortisman ve kira hariç giderleri 2022 yılı için aşağıdaki tahmin edilmiştir:

	2022 Bütçe
Personel Sayısı	8.422 kişi/ay
Personel Ücretleri	91.185.047 TL
Enerji Giderleri	18.185.613 TL
Yiyecek İçecek Giderleri	95.050.439 TL
İlk Madde ve Malzeme Gideri	7.523.259 TL
Dışarıdan Sağlanan Fayda Hizmetler	2.024.162 TL
Satış ve Pazarlama Giderleri	44.296.530 TL
Bakım Onarım Giderleri	4.161.064 TL
Sabit Giderler	11.057.843 TL
Vergi Resim ve Harç Giderleri	14.390.820 TL
Eğlence Giderleri	11.770.201 TL
TOPLAM GİDERLER	299.644.978 TL

Buradaki personel sayısı aylara göre hesaplanmış ve daha sonra toplam alınmıştır. 8.422 kişi/ay hesaplanırken her ay kullanılacak personeller dönem yoğunluğuna göre tahmin edilmiş ve daha sonra 12 aylık toplam alınmıştır. Bu kapsamda aylık ortalama 702 personel çalışacak olup en yoğun dönemde personel sayısı 910 kişi ve en düşük dönemde ise 307 kişi olarak tahmin edilmiştir.

Burada aylık ortalama brüt personel ücretleri 2021 yılında 9.086,33 TL olurken 2022 yılında ise 10.826,62 TL olarak bütçelenmiştir. Bu tutar, brüt asgari ücretin yaklaşık 2 katı seviyesinde olup makul bulunmuştur. Diğer gider kalemleri incelendiğinde satılan yatak sayısı başına düşen ortalama giderler 2021 yılı ve 2022 yılı tahminleri doğrultusunda aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Dönem	2021 G	2022 T	Tutar	Satılan
Gider Çeşidi	Tutar	Satılan Yatak Sayısı Başına Tutar	Tutar	Satılan Yatak Sayısı Başına Tutar
Enerji Giderleri	47.974.005 TL	463 TL/yatak	91.185.047 TL	455 TL/yatak
Yiyecek İçecek Giderleri	7.028.399 TL	68 TL/yatak	18.185.613 TL	91 TL/yatak
İlk Madde ve Malzeme Gideri	20.765.429 TL	201 TL/yatak	95.050.439 TL	474 TL/yatak
Dışarıdan Sağlanan Fayda Hizmetler	2.326.341 TL	22 TL/yatak	7.523.259 TL	38 TL/yatak
Satış ve Pazarlama Giderleri	932.155 TL	9 TL/yatak	2.024.162 TL	10 TL/yatak
Bakım Onarım Giderleri	9.468.753 TL	91 TL/yatak	44.296.530 TL	221 TL/yatak
Sabit Giderler	7.605.197 TL	73 TL/yatak	4.161.064 TL	21 TL/yatak
Vergi Resim ve Harç Giderleri	5.786.755 TL	56 TL/yatak	11.057.843 TL	55 TL/yatak
Eğlence Giderleri	5.189.436 TL	50 TL/yatak	14.390.820 TL	72 TL/yatak

Tabloda görüldüğü gibi satılan yatak başına “İlk Madde ve Malzeme Gideri”, “Dışarıdan Sağlanan Fayda Hizmetler”, “Bakım Onarım Giderleri” ve “Eğlence Giderleri” enflasyonun üzerinde artmıştır. Tutar bazında

ise “Yiyecek İçecek Giderleri”, “Enerji Giderleri”, “Satış ve Pazarlama Giderleri” ve “Vergi Resim ve Harç Giderleri” %90’ın üzerinde artmıştır. Artış oranları dikkate alındığı 2022 yılı bütçesi makul bulunmuş ve değerlendirme çalışmasında baz alınmıştır. Bu tutarlar amortisman hariçtir. Bu tutarlar toplam olup değerlendirme çalışmasında operasyonel giderler ve faaliyet giderleri olarak ayrılmıştır. 2022 yılı verileri baz alınarak sonraki dönemlerin giderleri ise net satışlar ile aynı oranda artırılmıştır.

Değerleme çalışması amortisman hariç hesaplanmış olup amortisman giderleri ise sadece gelecek dönemlerin vergi giderlerini tahmin etmek için kullanılmıştır. Şirketin amortisman itfa tabloları alınmış olup 2022 yılı ve sonrasına ait amortisman tutarları hesaplanmıştır. Bu çerçevede gelecek dönemlerin amortisman giderleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Dönem	Amortisman Giderleri
2022T	5.615.755 TL
2023T	4.882.189 TL
2024T	3.834.614 TL
2025T	3.380.824 TL
2026T	2.978.089 TL

Buradaki amortisman giderleri sadece 31 Aralık 2021 tarihinde var olan maddi ve maddi olmayan duran varlıkların amortismanından oluşmakta olup gelecekte yapılacak yatırımların amortismanlarını içermemektedir.

Aktay Otel, 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren, Özak GYO ile 4 Ekim 2019 tarihinde imzalanmış olan ve 1 Ocak 2020 tarihinde yürürlüğe girecek olan “İşletme Sözleşmesi” çerçevesinde işletmecilik faaliyetlerini yürütecektir. Bu sözleşmeye göre;

-Otel, işletmeci (Aktay Otel) tarafından kendi nam ve hesabına işletilecektir.

-Aktay Otel, bu işletme karşılığında elde edilen gelirin belli bir kısmını işletmecilik bedeli olarak alacak, geri kalan tüm bedeli mal sahibine (Özak GYO) ödeyecektir.

-Aktay Otel tarafından mal sahibine ödenecek olan tutar hiçbir zaman 7.500.000 Avronun altında olamayacaktır.

-Aktay Otel’in alacağı işletmecilik bedeli sabit ve değişken olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır.

Otele ait hasılatın %5’lik kısmı sabit bedel olarak Aktay Otel tarafından alınacaktır. Ayrıca, oluşacak FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar) tutarı üzerinden %1,20’lik kısım da değişken İşletmecilik Bedeli olarak Aktay Otel tarafından alınacaktır. Bu tutarlar alındıktan sonra kalan tüm bedel mal sahibine gönderilecektir.

Aktay Otel’in Özak GYO ile yaptığı sözleşme çerçevesinde şirketin 2022 yılı ve sonrası için kira giderleri hesaplanmıştır. Buna göre yıllık cironun %5’i “Cirodan Alınan Pay” olarak Aktay Otel’in payı, bunun yanında amortisman hariç operasyonel karın da %1,2’si yine Aktay Otel’in payı olarak alınmıştır. Böylece Aktay Otel’in toplam payı hesaplanmıştır. Amortisman hariç operasyonel kardan Aktay Otel’in payı düşüldükten sonra ise kalan tutar kira gideri olarak alınmıştır.

Yapılan hesaplamalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Yıllar	Net Satışlar	Amortisman Hariç Faaliyet Karı	Cirodan Alınan Pay	Kardan Alınan Pay	Toplam Pay	Kira Giderleri
2022	692.063.579	392.418.601	34.603.179	4.709.023	39.312.202	353.106.399
2023	1.092.581.005	619.522.718	54.629.050	7.434.273	62.063.323	557.459.395
2024	1.324.507.909	751.031.490	66.225.395	9.012.378	75.237.773	675.793.716
2025	1.575.574.565	893.393.013	78.778.728	10.720.716	89.499.444	803.893.569
2026	1.838.435.547	1.042.442.237	91.921.777	12.509.307	104.431.084	938.011.152

Şirketin kira giderleri düşüldükten sonra amortisman hariç faaliyet karına ulaşılmıştır.

Vergi matrahı hesaplanırken amortisman hariç faaliyet karından amortisman tutarları ve finansal borçların faiz ödeme tutarları düşülmüştür. Böylece her yılın vergi matrahı tahmin edilmiş olup ilgili yılın vergi oranı ile çarpılarak kurumlar vergisi tahmin edilmiştir. Kurumlar vergisi oranı 2022 yılı için %23 ve sonraki yıllar için ise %20 olarak alınmıştır.

Net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken öncelikle ortalama alacak tahsil süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç ödeme süresi tahmin edilmiştir. Bu kapsamda, şirketin muhasebe sisteminin VUK esaslı olması ve bu hesapların bazılarında inşaat faaliyetlerinden kaynaklanan bazı tutarların olması sebebi ile öncelikle şirketin ticari alacakları, stokları ve ticari borçları yeniden derlenmiştir. Hesaplamalar sırasıyla şu adımlara uyularak yapılmıştır:

1. Aktay Otel'in kısa vadeli ticari alacakları içerisinde yer alan "Alıcılar" hesabı ticari faaliyetler ile ilişkili olup bu kalem ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
2. "Alacak Senetleri" protestolu ve davalık alacaklardan oluşmakta olup bu nedenle ticari alacak olarak dikkate alınmamıştır.
3. Kısa vadeli ticari alacaklar içerisinde yer alan "Verilen Depozito ve Teminatlar" ticari alacak olarak sınıflandırılmamıştır. Bu tutarlar, şirketin net satışlarını oluşturan ticari alacaklar ile ilişkili değildir.
4. Şüpheli ticari alacaklar ve bunlar için ayrılan karşılıklar ticari alacakların dışında bırakılmıştır. Bu tutarların geçmişten kalmış olması ve tahsilinin mümkün görünmüyor olması gibi sebepler ile böyle bir yol tercih edilmiştir.
5. "Alınan Çekler"nin tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu nedenle bu tutarlar ticari alacaklara eklenmiştir.
6. Hazır Değerler içerisinde yer alan "Diğer Hazır Değerler" şirketin POS cihazı alacaklarından oluşmakta olup bu tutarlar da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
7. "Diğer Dönen Varlıklar" içerisinde yer alan "İş Avansları" da ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
8. Stoklar hesaplanırken şirketin "Verilen Sipariş Avansları"nın bir kısmı inşaat faaliyetleri ile alakalı olup inşaat faaliyetleri ile ilgili tutarlar hariç bırakılıp kalan kısım ise ticari alacak olarak dikkate alınmıştır.
9. Ticari borçlar hesaplanırken kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Satıcılar" ticari borç olarak dikkate alınmıştır. Satıcılar hesabının bir kısmı da inşaat faaliyetleri ile alakalı olup bu kısım düşüldükten sonra kalan kısım ticari borç olarak dikkate alınmıştır. 2021 yılında satıcılar hesabının 24.005.845,25 TL'lik kısmı inşaat faaliyetleri ile alakalıdır.
10. Kısa vadeli ticari borçlarda yer alan "Alınan Depozito ve Teminatlar" ticari borç dışında tutulmuştur.
11. "Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri"nin tamamı ticari faaliyetlerden kaynaklanmakta olup bu tutarlar ticari borçlara eklenmiştir.
12. Mali borçlarda yer alan "Diğer Mali Borçlar" kredi kartı kaynaklı işlemlerden kaynaklanmakta olup ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
13. Alınan sipariş avansları ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
14. Gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderler ticari borç olarak dikkate alınmıştır.
15. Stoklar hesaplanırken verilen sipariş avansları hariç tutulmuştur.
16. İlk madde ve malzeme içerisinde yer alan unsurların bir kısmı inşaat faaliyetleri ile alakalı olup bu tutarlar hariç bırakılmıştır. 2021 yılı ilk madde ve malzemeler içerisinde inşaat faaliyetleri ile alakalı kısım 3.416.675,90 TL'dir.

Yukarıda sayılan maddeler doğrultusunda şirketin ticari alacakları, stoklar ve ticari borçları yeniden sınıflandırılmış ve değerlendirilmesinde aşağıdaki gibi yeniden hesaplanmıştır:

Dönem	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Düzeltilmiş Ticari Alacaklar	17.741.403	11.949.829	23.254.662	28.489.990
Düzeltilmiş Stoklar	1.733.916	2.134.612	2.224.592	2.171.437
Düzeltilmiş Ticari Borçlar	14.363.781	30.848.790	19.043.520	34.628.231

Bu veriler doğrultusunda şirketin net işletme sermayesi ihtiyacında kullanılan ortalama ticari alacak devir süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Net İşletme Sermayesi	2019/12	2020/12	2021/12
Ortalama Ticari Alacaklar	14.845.616	17.602.246	25.872.326
KDV Oranı	8%	8%	8%
KDV Hariç Ortalama Ticari Alacaklar	13.745.941	16.298.376	23.955.858
Ticari Alacak Devir Hızı	13,4	5,5	6,7
Ticari Alacak Devir Süresi (gün)	27,3	67,0	54,8
Ortalama Stoklar	1.934.264	2.179.602	2.198.014
Stok Devir Hızı	82,6	38,2	76,5
Stok Devir Süresi (gün)	4,4	9,5	4,8
Ortalama Ticari Borçlar	22.606.286	24.946.155	26.835.875
KDV Oranı	8%	8%	8%
KDV Hariç Ortalama Ticari Borçlar	20.931.746	23.098.292	24.848.033
Ticari Borç Devir Hızı	11,3	5,5	10,0
Ticari Borç Devir Süresi (gün)	32,2	66,9	36,6

Tabloda da görüldüğü gibi şirketin 2019/12 dönemi ortalama ticari alacak devir süresi 27,3 gün, ortalama stok devir süresi 4,4 gün ve ortalama ticari borç devir süresi 32,0 gündür. Bu süreler 2021 yılında ise sırasıyla 54,8 gün, 4,8 gün ve 36,6 gün olmuştur. Şirketin gelecek 5 yıl için de ortalama ticari alacak devir süresi, stok devir süresi ve ortalama stok devir süresinin pandemi öncesi dönem olan 2019 yılı seviyelerine döneceği varsayılmıştır.

Ortalama ticari alacak ve ortalama stok tutarı toplamından ortalama ticari borç tutarı çıkarılarak şirketin net işletme sermayesi ihtiyaç tutarı tespit edilmiş ve iki dönem arasındaki net işletme sermayesi ihtiyacı farkı, “Net İşletme Sermayesi Değişimi” adı altında serbest nakit akışlarından mahsuplaştırılmıştır.

Dönem	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<i>Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>
<i>Ortalama Stok Devir Süresi</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>
<i>Ortalama Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>
Ortalama Ticari Alacaklar	51.829.020	81.823.989	99.193.122	117.995.641	137.681.444
Ortalama Stoklar	3.051.562	4.817.591	5.840.242	6.947.287	8.106.337
Ortalama Ticari Borçlar	57.592.228	90.922.535	110.223.055	131.116.350	152.991.146
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-2.711.646	-4.280.955	-5.189.692	-6.173.422	-7.203.365
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-4.017.485	-1.569.309	-908.737	-983.730	-1.029.943

Şirketin yatırım giderleri 2022 yılı için 61.422.794 TL olarak alınmıştır. Sonraki yıllarda ise yatırım gideri olmayacağı varsayılmıştır. Şirketin bakım, onarım vb. giderleri operasyonel giderlerde gösterilmiş olduğu için burada sıfır alınmıştır. 2022 yılı yatırım giderleri şirketin yeni konsepti ile alakalı yatırımlardan oluşmaktadır. Şirketin yatırım planları kapsamında yapacağı harcamalar aşağıdaki gibi gösterilmiştir:

Harcama Yeri	Tutar
Proje Hazırlama Tasarım ve Danışmanlık İşleri	2.659.840
Proje Uygulama ve Danışmanlık İşleri	541.030
Mobilizasyon ve Demobilizasyon İşleri	1.017.602
Yıkım ve Söküm İşleri	771.401
Kazı ve Dolgu İşleri	656.304
Kalıp İmalatı Yapılması	527.338
Demir Malzeme Temini	1.748.529
Demir İmalatı Yapılması (İşçilik)	749.370
Beton Malzeme Temini	1.022.762
Beton Dökülmesi (İşçilik)	377.104
Epoksi Filiz İşleri	127.726
Karot İşleri	255.000
Demir-Çelik İşleri	6.370.203
Duvar Yapım İşleri	4.001.051
İzolasyon İşleri	1.223.682
Duvar Kaplama İşleri	5.752.592
Tavan Kaplama İşleri	3.031.418
Zemin Kaplama İşleri	12.480.641
Kapı İşleri	7.190.798
Pencere İşleri	273.896
Dış Cephe İşleri	16.486.236
Çatı İşleri	2.240.374
Konut İç Dizayn ve Dekoratif İşleri	52.367.513
Altyapı İşleri	169.043
Çevre Düzenleme ve Dış Saha Peyzaj İşleri	7.536.264
Elektrik İşleri	27.924.906
Mekanik	13.242.963
Mefruşat, Aksesuar ve Tefrişat İşleri	3.764.794
Yevmiyeli İşler	622.728
Ekipman Kiralama İşleri	780.500
Genel Üretim Giderleri	550.000
Personel Ücret ve Giderleri	3.932.575
Merkez Yönetim Giderleri	3.190.194
Genel Yönetim Giderleri	682.005
TOPLAM	184.268.383

Buradaki harcamaların tamamı otel sahibi olan Özak GYO'ya ait olup daha önce de ifade edildiği gibi harcamalar Aktay Otel tarafından yapılmakta ve daha sonra Özak GYO'dan tahsil edilmektedir. Bu kapsamda yatırımların tahminen 1/3'ü kadarlık kısmı Aktay Otel üzerinden yapılacak olup yatırım gideri 61.422.794 TL olarak tahmin edilmiştir. Bu giderler ilerleyen dönemlerde Özak GYO'dan mahsuplaşma suretinde tahsil edilecektir.

Şirketin finansal borç anapara ve faiz ödemeleri de projeksiyonda hesaplanmıştır. Şirketin finansal borçları hesaplanırken şu adımlar izlenmiştir:

1. Şirketin Halkbank'tan iki kredisi vardır. Bunlardan ilki %9,5 ve diğeri ise %7,5 faiz oranı ile alınmıştır. %9,5 faiz oranlı kredi 6 ayda bir ödemeli olup yılda iki defa 3.888.888,88 TL'lik anapara ödemelidir. %7,5 faiz oranlı kredi ise aylık olup 2023 yılı Nisan ayında son bulacaktır.
2. Şirketin İş Bankası'ndan toplam 70.000.000 TL anapara tutarında kredisi vardır. Bu kredinin faiz oranı %18,5'tir. Krediler 6 ayda bir ödemeli olup 14.000.000 TL anapara ödemesi yapılmaktadır.
3. Şirketin Ziraat Bank International AG'den 2.500.000 Avro kredisi olup faiz oranı %2,5'tir. Bu kredinin tamamı 2023 yılında ödenecektir. Bu kredi TL'ye çevrilirken 31 Aralık 2021 tarihli Euro/TL kuru olan

15,14 üzerinden çevrilmiştir (Kaynak: Finnet). Böylece toplam anapara değeri 37.850.000,00 TL olarak dikkate alınmıştır.

4. Kredilerin faiz ödemeleri banka tarafından sunulan borç itfa tabloları baz alınarak oluşturulmuştur.

Yukarıdaki işlemler çerçevesinde şirketin toplam mali borçları 149.014.238 TL olarak hesaplanmıştır. Faiz tutarları ise toplam 39.335.423 TL hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda anapara ve faiz ödemeleri dönemlere göre gösterilmiştir.

Dönem	2022	2023	2024	2025
Halkbank Kredi (%9,5)	7.777.778 TL	7.777.778 TL	7.777.778 TL	3.888.889 TL
Halkbank Kredi (%7,5)	10.318.549 TL	3.623.467 TL	0 TL	0 TL
İşbank	14.000.000 TL	28.000.000 TL	28.000.000 TL	0 TL
Euro Kredi	0 TL	37.850.000 TL	0 TL	0 TL
Toplam Anapara	32.096.327 TL	77.251.244 TL	35.777.778 TL	3.888.889 TL
Faiz Ödemeleri	17.542.068 TL	16.669.924 TL	5.120.250 TL	195.035 TL

İNA Değerleme:

İNA, bir şirketin nakit akışı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ve mevcut nakit ile birlikte bazı diğer unsurların (projeksiyonda kullanılmayan bazı varlık ve yükümlülükler) mahsuplaştırılması ile oluşan değeri, şirketin Pazar Değeri olarak kabul eder.

Şirketin nakit akışlarının hesaplanmasında şu ana kategoriler baz alınır:

1. Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları
2. Varlık alımı ve yatırım faaliyetlerinden nakit akışı
3. Finansman giderleri kaynaklı nakit akışları
4. İşletme sermayesi değişimi
5. Vergi
6. Sermaye kaynaklı nakit akışları
7. Mevcut net nakit ve projeksiyonda kullanılmayan diğer varlık ve yükümlülükler

Yukarıda geçen her bir unsur için nakit girişi veya nakit çıkışı oluşur. Bu nakit giriş ve çıkışlarının mahsuplaştırılması sonrasında elde edilen nakit akışı tutarları belli bir oran üzerinden (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) bugüne indirgenmesi sonucunda şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirketin öngörülebilir geleceğindeki nakit akışları tahmin edildikten sonra, sonsuza kadar yaşayacağı varsayılan şirketin ilerleyen yıllarda ise belli bir oranda (“Devam Eden Değer Büyüme Oranı” olarak adlandırılmaktadır) sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılır. Tüm bu nakit akışları bugüne indirgendiikten sonra mevcut net nakit (veya net borç) ve diğer esas faaliyet dışı bazı unsurları da mahsuplaştırılarak şirketin Pazar Değerine ulaşılır.

Aktay Otel için oluşturulan indirgenmiş nakit akışları yönteminde Aktay Otel’in faaliyet alanlarına göre gruplandırma yapılmış ve her faaliyetten elde edilecek nakit akışları tespit edilmiştir. Bu nakit akışlarının yıllara göre tutarları hesaplanmış ve her yılın nakit akışı bugüne indirgenmiştir. Oluşan değerden ise Aktay Otel’in mevcut bazı varlık ve yükümlülükleri de mahsuplaştırılarak Pazar Değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışmasında Aktay Otel’in sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılmıştır.

Aktay Otel için yapılan değerlendirme çalışmasında projeksiyon oluşturulurken ortaklara ve kreditorlere nakit akışları yapılmamış olup bunun yerine projeksiyonda finansal borç anapara ödemeleri ve faiz ödemeleri de nakit akışlarından düşülmüştür. Bu nedenle nakit akışları hesaplanırken sadece ortaklara nakit akışları

hesaplanmıştır. Bu kapsamda indirgeme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine “**Özsermaye Maliyeti**” kullanılmıştır.

Özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$k_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

R_f : Risksiz Getiri Oranı

R_m : Sermaye Piyasası Getiri Beklentisi

$(R_m - R_f)$: Sermaye Piyasası Risk Primi

Beta: Hisse senedi piyasasındaki genel dalgalanmalara göre belirli bir hisse senedine ait fiyat dalgalanmalarının tarihi değişmesini temsil eden katsayıdır.

Değerleme çalışmasında Sermaye Piyasası Risk Primi %5 olarak alınmıştır.

Değerleme TL bazında yapıldığı için “Risksiz Faiz Oranı” olarak değerleme tarihindeki (31 Aralık 2021) 10 yıllık devlet tahvil faizi (Kod: TRT131130T14) baz alınmıştır (Kaynak: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/45/borclanma-aracлари-piyasasi-verileri>). Bu oran, 31 Aralık 2021 tarihinde %24,32 seviyesindedir.

Beta oranının hesaplanmasında Aktay Otel ile benzer faaliyetler sürdüren şirketlerin beta katsayıları kullanılmıştır. Aktay Otel Borsa’da işlem görmemekte olup Borsa’da faaliyet sürdüren benzer firmaların betaları ve daha sonra bunun üzerinden kaldıracağı beta hesaplanmıştır.

Şirketlerin betalarının hesaplanmasında değerleme tarihinden itibaren son 3 yıllık günlük bazdaki betalar dikkate alınmıştır. Bu çerçevede şirketlerin betaları aşağıdaki gibidir:

Şirket	Beta
MAALT	0,87
MARTI	1,01
METUR	0,72
NTHOL	1,04

Kaldıraçsız beta hesaplamasında bu şirketlerin son 3 yıl içerisinde üçer aylık dönemlerde açıklamış oldukları özsermaye ve finansal borç tutarları dikkate alınmıştır.

Özsermaye	MAALT	MARTI	METUR	NTHOL
2021/09	123.333.765	-295.105.329	45.853.354	3.521.065.321
2021/06	118.500.879	-199.480.546	43.588.766	3.726.214.591
2021/03	117.817.145	-119.028.889	8.462.198	3.885.178.658
2020/12	104.822.425	-110.724.346	12.038.540	4.041.110.361
2020/09	100.503.539	-151.960.172	441.110	4.080.628.493
2020/06	94.976.882	-165.841.922	1.536.333	4.281.918.067
2020/03	92.154.437	-150.137.121	65.561	4.386.075.561
2019/12	88.131.169	-126.919.782	4.532.732	4.489.385.708
2019/09	84.851.322	-107.937.275	4.339.703	3.885.818.062
2019/06	81.244.929	-86.070.000	3.809.543	3.874.406.071
2019/03	76.243.228	-71.744.533	2.617.418	3.868.741.464
2018/12	70.955.912	-68.902.938	4.535.779	3.941.253.288

Finansal Borç	MAALT	MARTI	METUR	NTHOL
2021/09	0	1.625.226.056	34.738.988	2.664.127.571
2021/06	0	1.188.669.069	35.434.957	2.704.575.279
2021/03	0	1.264.303.043	35.093.824	2.288.383.528
2020/12	0	1.189.196.370	32.014.377	2.075.885.890
2020/09	0	1.242.829.485	35.326.585	1.982.599.165
2020/06	0	1.265.461.134	32.299.128	1.750.378.792
2020/03	0	1.061.107.150	30.777.032	1.550.819.901
2019/12	0	984.995.553	29.403.340	1.489.480.283
2019/09	0	878.320.281	28.927.325	1.523.729.021
2019/06	0	810.839.596	29.422.823	1.378.188.523
2019/03	0	817.308.332	28.868.506	1.436.607.135
2018/12	0	788.233.392	27.624.760	1.098.834.191

Kaynak: Finnet

Kaldıraçsız beta aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraçsız Beta} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - \text{Kurumlar Vergisi Oranı}) * \frac{\text{Finansal Borç}}{\text{Özkaynak}}}$$

Şirketlerin son 3 yıla ait ortalama özsermaye ve ortalama finansal borçları üzerinden kaldıraçsız betaları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Şirket	Beta	Ortalama Özkaynaklar	Ortalama Finansal Borç	Finansal Borç/Özkaynak	Kaldıraçsız Beta
MAALT	0,87	96.127.969	0	0,0%	0,87
MARTI	1,01	-137.821.071	1.093.040.788	-793,1%	-0,20
METUR	0,72	10.985.086	31.660.970	288,2%	0,23
NTHOL	1,04	3.998.482.970	1.828.634.107	45,7%	0,77
Sektör	1,03	3.967.774.955	2.953.335.865	74,4%	0,66

Tabloda görüldüğü gibi sektörün kaldıraçsız betası 0,66 olarak tespit edilmiştir.

Aktay Otel'in değerlendirme çalışmasında kreditorlere nakit akışı hesaplanmayıp sadece özsermayeye nakit akışı hesaplandığı için kaldıraçlı beta hesaplamasında %100 özkaynak veya özkaynak benzeri varlık (ortaklara borç vb.) kullanılacağı varsayılmıştır.

Kaldıraçsız Beta	0,66
Şirketin Finansal Borcu	%0
Şirketin Özsermayesi	%100
Şirket Borç / Özkaynak	0
Kaldıraçlı Beta	0,66

Tabloda görüldüğü gibi kaldıraçlı beta 0,66 hesaplanmıştır.

Şirket betası olarak kaldıraçlı beta kullanılmış ve bu çerçevede şirketin özsermaye maliyeti aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi %27,63 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	24,32%
Beta	0,66
Piyasa Risk Primi	5,0%
Özsermaye Maliyeti (k_e)	27,63%

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde şirket tarafından hazırlanmış olan projeksiyondan yararlanılmıştır. Bu çerçevede Aktay Otel'in sunmuş olduğu bilgiler piyasa koşulları çerçevesinde yorumlanmış ve yeniden düzenlenmiştir.

Değerleme çalışmasında Aktay Otel'in 2026 yılına kadar elde edeceği nakit akışları tahmin edilmiştir. Sonraki dönemler için ise sabit bir getiri oranı üzerinden Aktay Otel'in sonsuza kadar nakit akışı üreteceği varsayılmıştır.

Aktay Otel'in 31 Aralık 2021 dönemi satış gelirleri 159.512.512 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Değerleme tarihi 31 Aralık 2021 olup bu tarihten sonra gerçekleşecek olan nakit akışları tahmin edilmiş ve projeksiyona eklenmiştir.

Operasyonel giderler (kira ve amortisman hariç) ve faaliyet giderleri (amortisman hariç) TL bazında gerçekleşmekte olup bu giderler şirketin satış gelirleri ile aynı oranda artırılmıştır.

Vergi hesaplamasında vergi oranı kurumlar vergi oranı olan %23 olarak alınmıştır. 2023 yılı ve sonrası için ise kurumlar vergisi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki işlemler sonucunda Aktay Otel'in 2026 yılına kadarki nakit akışları tahmin edilmiştir. Bu nakit akışları, Aktay Otel'in özsermaye maliyeti olan %27,63 üzerinden bugüne indirgenmiştir. İndirgenme tarihi 31 Aralık 2021 olarak dikkate alınmıştır. Böylece gelecek 5 yılın nakit akışlarının bugünkü değeri -17.642.697 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede 2026 yılından sonra ise her yıl belli bir büyüme oranı üzerinden sonsuza kadar faaliyetlerini sürdüreceği varsayılmıştır. Devam Eden Değer Büyüme oranı %3 olarak alınmıştır. Bu büyüme oranı üzerinden aşağıdaki formül kullanılarak şirketin Devam Eden Değeri hesaplanmıştır.

Devam Eden Değer Büyüme Oranı (2027 yılı ve sonrası yıllar için) ihtiyatlılık gereği %3 olarak varsayılmıştır. Bu yıllar için TCMB'nin hedef enflasyon oranı %5 olup, devam eden değer büyüme oranı şirket ve sektör riskleri dikkate alınarak %3 olarak varsayılmıştır.

$$Devam Eden Değer = \frac{NA * \frac{1+g}{i-g}}{(1+i)^5}$$

NA: Nakit akışı (2026 yılı)

g: Devam eden değer büyüme oranı (%3)

i: İndirgeme Oranı (Özsermaye Maliyeti)

$$Devam Eden Değer = \frac{85.170.428 * \frac{1+ \%3}{\%27,63 - \%3}}{(1 + \%27,63)^5} = 105.162.711 TL$$

Nakit akışlarının bugünkü değeri ve devam eden değer bulunduktan sonra Aktay Otel'in diğer bazı varlık ve yükümlülükleri ise Pazar Değerinden mahsuplaştırılmıştır.

Bu kapsamda:

1. Aktay Otel'in nakit ve nakit benzeri, Pazar Değerine eklenmiştir. Bunun toplam tutarı 110.452.052 TL seviyesindedir.

2. Finansal Borçlar projeksiyonda oluşma dönemine göre anapara ve faizi ile birlikte düşüldüğü için nihai Pazar Değerinden tekrar düşülmemiştir.
3. Ortaklara Borçlar Aktay Otel'in Pazar Değerinden düşülmüştür. 31 Aralık 2021 döneminde toplam büyüklüğü 49.831.152 TL seviyesindedir.
4. İnşaat harcamaları kaynaklı alacaklar Aktay Otel'in ana ortağı olan Özak GYO'dan tahsil edilecek olup bu tutarlar Pazar Değerine eklenmiştir. Net tutar 43.898.338 TL olup hesap kodlarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Hesap Adı ve Kodu	Tutar
İlk Madde ve Malzeme (150 hesap)	3.416.676
Verilen Sipariş Avansları (159)	47.927.388
Satıcılar (320)	-24.005.845
Yapılmakta Olan Yatırımlar (258)	16.560.119
Toplam	43.898.338

5. Daha önce de ifade edildiği gibi şirketin yatırım giderleri 61.422.794 TL olarak nakit akışlarından çıkarılmış olup bu giderler Aktay Otel'in işletmekte olduğu otelin mal sahibi olan Özak GYO'dan mahsup edilecektir. Bu kapsamda 2022 yılında yapılacak olan harcamanın bedeli 5 yıl içerisinde kira bedellerinden mahsup edileceği varsayılmıştır. 2022 yılında şirketten nakit çıkışı olacak ve geri tahsili ise 5 yıl süreceği için burada paranın zaman değeri açısından şirketin bir kaybı olacaktır. Geri tahsil işleminde bu yatırım bedelleri enflasyon üzerinden yeniden değerlemeye tabi edilmeyecektir. Bu nedenle ilgili tahsilat tutarları reeskonta tabi tutularak Pazar Değerine eklenmiştir. Tahsilat işlemi 5 yıla yayılacağı için ortalama 2,5 yıl üzerinden reeskont işlemi uygulanmış ve hesaplanan 33.376.347 TL'lik tutar "Kiraya Yansıtılacak Yatırım Bedeli" adı altında Pazar Değerine eklenmiştir.
6. Kısa Vadeli Diğer Çeşitli Alacaklar, şirketin vergi dairesi alacakları ve AGİ alacaklarından oluşmakta olup toplam 1.277.212 TL'lik bu tutar Pazar Değerine eklenmiştir.
7. Net KDV alacakları toplam 17.124.888 TL olup bu tutarın ortalama 6 ay içerisinde mahsuplaştırılacağı varsayımı ile 6 aylık iskonto tabi tutulup 15.158.268 TL olarak Pazar Değerine eklenmiştir.
8. "Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar" ve "Depozito ve Teminatlar" net işletme sermayesi ihtiyacının hesaplanmasında devre dışı bırakılmıştır. Bunların toplam tutarı sıfır varsayılarak Pazar Değerine eklenmiştir. Depozito ve teminatlar şirket faaliyette olduğu müddetçe tahsil edilemeyeceği için bunlar sıfır alınmıştır. Yine şüpheli ticari alacakların da tahsili mümkün görünmediği için bu tutarlar da sıfır alınmıştır.
9. "Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar" toplam 162.789 TL olup bu tutarlar da Pazar Değerine eklenmiştir.
10. "Personele Borçlar" ve "Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler" Pazar Değerinden düşülmüştür. Bu tutarlar, değerlendirme döneminden öncesi ait borçlardan oluşmaktadır ve değerleri sırasıyla 1.654.566 TL ve 2.073.928 TL'dir.
11. Şirket 2021 yılında zarar etmiş olup gelecek dönemler için vergiden mahsup edilebilir geçmiş yıl zararı 22.726.208 TL'dir. Bu tutar %23 kurumlar vergisi ile çarpıldıktan sonra 1 yıl üzerinden reeskont edilmiş ve 4.095.421 TL olarak Pazar Değerine eklenmiştir.

**Aşağıda yer aldığı gibi 31 Aralık 2021 tarihi baz alınarak oluşturulan İndirgenmiş Nakit Akışları
Yöntemine göre Aktay Otel'in Pazar Değeri 242.380.795 TL hesaplanmıştır.**

Dönem	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
TCMB Enflasyon Beklentisi		24,83%	15,42%	13,30%	11,17%	9,05%
Ortalama Dolar Kuru (Tahmini)	8,9098	15,1086	17,4383	19,7570	21,9646	23,9523
Net Satışlar	159.512.512	692.063.579	1.092.581.005	1.324.507.909	1.575.574.565	1.838.435.547
Konaklama Gelirleri	147.672.610	639.346.140	1.009.354.443	1.223.614.484	1.455.556.320	1.698.394.058
Ekstra Yiyecek ve İçecek Gelirleri	2.146.734	11.866.665	18.734.252	22.711.052	27.016.038	31.523.259
SPA Gelirleri	2.942.446	12.667.235	19.998.134	24.243.224	28.838.641	33.649.935
Dükkan Kira Gelirleri	5.479.272	13.565.105	21.415.629	25.961.617	30.882.762	36.035.088
İade ve İskontolar	-4.764.126	0	0	0	0	0
Diğer Gelirler	6.035.575	14.618.433	23.078.548	27.977.532	33.280.803	38.833.206
Operasyonel Giderler (Kira ve Amortisman Hariç SMM)	91.078.545	252.029.861	397.886.910	482.348.089	573.779.420	669.505.909
Faaliyet Giderleri (Amortisman Hariç)	17.207.150	47.615.117	75.171.377	91.128.331	108.402.132	126.487.401
Operasyonel Kar	51.226.817	392.418.601	619.522.718	751.031.490	893.393.013	1.042.442.237
Amortisman		5.615.755	4.882.189	3.834.614	3.380.824	2.978.089
Amortisman Hariç Operasyonel Kar	51.226.817	392.418.601	619.522.718	751.031.490	893.393.013	1.042.442.237
Kira Gideri (Yeni Sisteme Göre)	71.811.176	353.106.399	557.459.395	675.793.716	803.893.569	938.011.152
Amortisman Hariç Faaliyet Karı	-20.584.359	39.312.202	62.063.323	75.237.773	89.499.444	104.431.084
Vergi Matrahı	-20.584.359	16.155.289	40.702.155	66.282.909	85.923.585	101.452.995
Vergi	-4.116.872	3.715.717	8.140.431	13.256.582	17.184.717	20.290.599
Vergi Sonrası Faaliyet Karı (Amortisman Hariç)	-16.467.487	35.596.486	53.922.892	61.981.192	72.314.727	84.140.485
<i>Ortalama Ticari Alacak Devir Süresi</i>	<i>54,8 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>	<i>27,3 gün</i>
<i>Ortalama Stok Devir Süresi</i>	<i>4,8 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>	<i>4,4 gün</i>
<i>Ortalama Ticari Borç Devir Süresi</i>	<i>36,6 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>	<i>32,2 gün</i>
Ortalama Ticari Alacaklar	23.955.858	51.829.020	81.823.989	99.193.122	117.995.641	137.681.444
Ortalama Stoklar	2.198.014	3.051.562	4.817.591	5.840.242	6.947.287	8.106.337
Ortalama Ticari Borçlar	24.848.033	57.592.228	90.922.535	110.223.055	131.116.350	152.991.146
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	1.305.839	-2.711.646	-4.280.955	-5.189.692	-6.173.422	-7.203.365
Net İşletme Sermayesi Değişimi	625.969	-4.017.485	-1.569.309	-908.737	-983.730	-1.029.943
Yatırım Giderleri		61.422.794	0	0	0	0
Finansal Borç Anapara Ödemeleri		32.096.327	77.251.244	35.777.778	3.888.889	0
Finansal Borç Faiz Ödemeleri		17.541.158	16.478.980	5.120.250	195.035	0
Serbest Nakit Akışları	-17.093.457	-71.446.308	-38.238.023	21.991.901	69.214.533	85.170.428
Özkaynak Maliyeti		27,63%	27,63%	27,63%	27,63%	27,63%
İskonto Katsayısı	1,00	0,78	0,61	0,48	0,38	0,30
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları		-55.978.787	-23.473.768	10.577.763	26.083.872	25.148.222
İndirgenmiş Nakit Akışları Toplamı	-17.642.697					
Devam Eden Değer	105.162.711					
Nakit ve Nakit Benzeri	110.452.052					
Toplam Finansal Borç	0					
Ortaklara Borçlar	-49.831.152					
İnşaat Harcamaları Kaynaklı Net Alacaklar	43.898.338					
Kiraya Yansıtılacak Yatırım Bedeli	33.376.347					
Diğer Çeşitli Alacaklar	1.277.212					
Net KDV Alacakları	15.158.268					
Tahsili Mümkün Şüpheli Ticari Alacaklar	0					
Depozito ve Teminatlar	0					
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	162.789					
Personele Borçlar	-1.654.566					
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	-2.073.928					
Esas Faaliyet Dışı Varlıklar	0					
Geçmiş Yıl Zararlarının Vergi Avantajı	4.095.421					
Pazar Değeri	242.380.795					

4.3.3. Maliyet Yaklaşımı

Toplama Yöntemi:

Dayanak varlık yöntemi olarak da nitelendirilen toplama yöntemi, genellikle yatırım şirketleri veya değer in esasen sahip oldukları payların değer inin bir unsuru olduğu varlıklar veya işletmeler için kullanılır.

Toplama yönteminin temel adımları:

- değerleme konusu varlığın bileşeni olan her bir varlığın uygun değerleme yaklaşımları ve yöntemleri kullanarak değerlendirilmesi,
- değerleme konusu varlığın değerine ulaşılabilmesi amacıyla bileşen varlıkların değerlerinin toplanması şeklindedir.

Toplama yöntemine göre bir şirketin Pazar Değeri, o şirketin varlıklarının değeri ile yükümlülüklerinin değeri arasındaki farka eşittir. Bilançoda yer alan varlıklar ile yükümlülüklerin değerleri arasındaki fark, şirketin öz sermayesini verir. Buna karşın bu farkların değerleri ise öz sermayenin değerini, yani şirketin Pazar Değeri verir. Bu yöntemle göre şirketin gayrimenkulleri, iştirakleri, ticari alacakları vb. varlıkları değerlemeye tabi tutulur. Parasal tutarlar (alacaklar, borçlar vb.) bugünkü değerleri ile, gayrimenkuller ekspertiz değerleri ile ve diğer varlık ve yükümlülükler ise uygun yöntemler ile değerlemeye tabi tutulur. Böylece aradaki fark, şirketin Pazar Değeri olarak alınır.

Firmalar bilançolarını genellikle maliyet esaslı tutarlar. Örneğin satın alınan bir arsanın değeri yıllar geçse de bilançoda yine satın alma değeri ile görünür. Bunun sebebi, şirketlerin bu süreçte ilgili gayrimenkulü yeniden değerlemeye tabi tutmamasıdır. Bu gayrimenkul satışa çıkarıldığında bilançoda görünen değeri ile değil, güncel değeri ile satılacaktır. Şirketlerin bilançolarında buna benzer birçok varlık bulunmaktadır.

Toplama yöntemi her şirket için kullanılabilirken özellikle holdingler, GYO'lar, yatırım ortaklıkları vb. kurumlar için daha fazla kullanılır.

Aktay Otel için hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda Aktay Otel'in mali tablolarının TFRS esaslı tutulmamış olması ve gayrimenkullerinin ise ekspertiz değeri ile gösterilmemiş olması nedeniyle Toplama Yöntemi için bazı düzeltme işlemleri uygulanmıştır. Bu nedenle Aktay Otel'in Toplama yöntemi ile oluşan Pazar Değeri, özsermaye değerinden farklı çıkmıştır.

Aktay Otel için oluşturulan Toplam Yöntemi tablosu aşağıda olup tabloda yapılan düzeltme işlemleri aşağıdaki gibidir:

- Reeskont yapılan tüm kalemlerde reeskont oranı olarak TCMB'nin 31 Aralık 2021 tarihindeki reeskont oranı olan %14,75 oranı kullanılmıştır.
(Kaynak: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Reeskont+ve+Avans+Faiz+Oranlari>)
- Ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar reeskont edilirken 31 Aralık 2021 dönemi gerçekleşen ortalama ticari alacak devir süresi, ortalama stok devir süresi ve ortalama ticari borç devir süresi baz alınmıştır.
- Şirketin ticari alacak, stok ve ticari borçlarının bir kısmı esas faaliyetler ile alakalı olmayan inşaat faaliyetleri kapsamında olup reeskont işlemlerinde inşaat faaliyetleri ile alakalı kısımlar elimine edilmiştir.
- Ticari alacak olarak dikkate alınmış olan "Alınan Çekler", "Diğer Hazır Değerler", "Alıcılar", "Verilen Sipariş Avansları (inşaat ile alakalı olmayan kısım)" ve "İş Avansları" şirketin ortalama ticari alacak devir süresi olan 54,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
- Verilen sipariş avanslarının toplamı 50.508.970 TL olup bunun 47.927.388 TL'lik kısmı inşaat harcamaları ile alakalıdır. Kalan 2.581.581 TL'lik kısım ise ticari alacak devir süresi üzerinden reeskont edilmiştir.

6. Şirketin stokları incelendiğinde ilk madde ve malzeme toplam 5.576.932 TL olup mizan detayları incelendiğinde 3.416.676 TL'lik kısım inşaat ile ilgili kısım olup kalan 2.160.256 TL'lik kısım ise şirketin esas faaliyetleri ile ilgili stoklardır. Bu stoklar şirketin stok devir süresi olan 4,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir. Stoklardaki ticari malların tamamı esas faaliyetler ile alakalı olup 4,8 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
7. Ticari borç statüsünde olan “Verilen Çek ve Ödeme Emirleri”, “Diğer Mali Borçlar”, “Satıcılar (inşaat faaliyetleri hariç)”, “Alınan Sipariş Avansları”, “Gelecek Aylara Ait Gelirler” ve “Gelecek Yıllara Ait Gelirler” tutarları şirketin ortalama ticari borç devir süresi olan 36,6 gün üzerinden reeskont edilmiştir.
8. Ticari alacaklarda yer alan alacak senetlerinin tamamı davalık veya icralık olup toplam tutarı 836.399 TL'dir. Bu tutarlar değerlendirme çalışmasında sıfır olarak dikkate alınmıştır.
9. Şüpheli ticari alacaklar ve bunların karşılıkları sıfır olarak dikkate alınmıştır.
10. Şirketin binaları toplam 7.498.973 TL olarak kayıt altına alınmış olup binanın değeri için ekspertiz raporunda yer alan 18.755.000 TL'lik değer dikkate alınmıştır. Bu çerçevede binanın toplam 1.777.649 TL'lik amortisman bedeli de silinmiştir. Şirketin geçmiş yıl zararlarından ötürü binanın satılması durumunda vergi ödemeyeceği varsayılmıştır.
11. Maddi olmayan duran varlıklarda yer alan “Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri” sıfır olarak dikkate alınmıştır.
12. Şirketin gelecek aylara ait giderleri ve gelecek yıllara ait giderleri banka kredilerinden kaynaklanan faiz borçlarından kaynaklanmaktadır. Şirket mali borçlarını kayıt altına alırken faizleri ile birlikte mali tablolara yansıtmış olup bu nedenle aktif hesaplarda bu faizleri gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderler olarak yansıtmıştır. Değerleme çalışmasında bu tutarlar karşılıklı olarak elimine edilmiş ve mali borçlar ise ana para tutarları ile yeniden hesaplanmıştır. Bu çerçevede gelecek aylara ait giderler ve gelecek yıllara ait giderler sıfır alınırken kısa vadeli mali borçlar 32.096.327 TL ve uzun vadeli mali borçlar 116.917.911 TL olarak hesaplanmıştır.
13. Şirketin finansal borçları hesaplanırken şu adımlar izlenmiştir:
 - a. Şirketin Halkbank'tan iki kredisi vardır. Bunlardan ilki %9,5 ve diğeri ise %7,5 faiz oranı ile alınmıştır. %9,5 faiz oranlı kredi 6 ayda bir ödemeli olup yılda iki defa 3.888.888,88 TL'lik anapara ödemelidir. %7,5 faiz oranlı kredi ise aylık olup 2023 yılı Nisan ayında son bulacaktır.
 - b. Şirketin İş Bankası'ndan toplam 70.000.000 TL anapara tutarında kredisi vardır. Bu kredinin faiz oranı %18,5'tir. Krediler 6 ayda bir ödemeli olup 14.000.000 TL anapara ödemesi yapılmaktadır.
 - c. Şirketin Ziraat Bank International AG'den 2.500.000 Avro kredisi olup faiz oranı %2,5'tir. Bu kredinin tamamı 2023 yılında ödenecektir. Bu kredi TL'ye çevrilirken 31 Aralık 2021 tarihli Euro/TL kuru olan 15,14 üzerinden çevrilmiştir (Kaynak: Finnet). Böylece toplam anapara değeri 37.850.000,00 TL olarak dikkate alınmıştır.
 - d. Yukarıdaki işlemler çerçevesinde şirketin toplam mali borçları 149.014.238 TL olarak hesaplanmıştır.

Dönem	2022	2023	2024	2025
Halkbank Kredi (%9,5)	7.777.778 TL	7.777.778 TL	7.777.778 TL	3.888.889 TL
Halkbank Kredi (%7,5)	10.318.549 TL	3.623.467 TL	0 TL	0 TL
İşbank	14.000.000 TL	28.000.000 TL	28.000.000 TL	0 TL
Euro Kredi	0 TL	37.850.000 TL	0 TL	0 TL
Toplam Anapara	32.096.327 TL	77.251.244 TL	35.777.778 TL	3.888.889 TL
Faiz Ödemeleri	17.542.068 TL	16.669.924 TL	5.120.250 TL	195.035 TL

14. Şirketin kıdem tazminatı ve ihbar tazminatı yükü toplam 6.662.360 TL'dir.
15. Yukarıda sayılan maddeler dışında kalan kalemler ise resmi mali tablolardaki değerleri ile dikkate alınmıştır.

Tablodaki tüm değerler Türk Lirası para birimi ile gösterilmiştir.

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. DÖNEN VARLIKLAR	227.245.884	208.710.679
A. Hazır Değerler	119.350.981	119.152.980
1. Kasa	56.354	56.354
2. Alınan Çekler	10.366.610	10.154.604
3. Bankalar	110.395.698	110.395.698
4. Verilen Çek ve Ödeme Emirleri (-)	-2.376.779	-2.344.181
5. Diğer Hazır Değerler	909.097	890.506
C. Ticari Alacaklar	16.068.474	14.930.367
1. Alıcılar	14.610.779	14.311.976
2. Alacak Senetleri	836.399	0
5. Verilen Depozito ve Teminatlar	618.391	618.391
7. Şüpheli Ticari Alacaklar	400.857	0
8. Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı (-)	-397.952	0
D. Diğer Alacaklar	1.277.212	1.277.212
5. Diğer Çeşitli Alacaklar	1.277.212	1.277.212
E. Stoklar	56.097.083	56.040.407
1. İlk Madde ve Malzeme	5.576.932	5.573.052
<i>İnşaat ile Alakalı İlk Madde ve Malzeme</i>	3.416.676	3.416.676
<i>Diğer İlk Madde ve Malzeme</i>	2.160.256	2.156.376
4. Ticari Mallar	11.182	11.182
7. Verilen Sipariş Avansları	50.508.970	50.456.174
<i>İnşaat ile Alakalı Verilen Sipariş Avansları</i>	47.927.388	47.927.388
<i>Diğer Verilen Sipariş Avansları</i>	2.581.581	2.528.786
G. Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	17.141.974	0
1. Gelecek Aylara Ait Giderler	17.141.974	0
H. Diğer Dönen Varlıklar	17.310.160	17.309.712
1. Devreden KDV	17.124.888	17.124.888
4. Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	162.789	162.789
5. İş Avansları	21.923	21.475
8. Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar	560	560
II. DURAN VARLIKLAR	53.097.504	51.154.281
D. Maddi Duran Varlıklar	28.916.036	41.949.712
3. Binalar	7.498.973	18.755.000
4. Tesis, Makina ve Cihazlar	1.194.820	1.194.820
5. Taşıtlar	1.441.257	1.441.257
6. Demirbaşlar	17.386.535	17.386.535
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-15.165.667	-13.388.018
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	16.560.119	16.560.119
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.342.729	9.204.569
1. Haklar	205.391	205.391
3. Kuruluş ve Örgütlenme Giderleri	138.160	0
5. Özel Maliyetler	17.217.474	17.217.474
6. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	406.721	406.721
7. Birikmiş Amortismanlar (-)	-8.625.017	-8.625.017
G. Gelecek Yıllar Gider/Gelir Tahakkukları	14.838.739	0
1. Gelecek Yıllara Ait Giderler	14.838.739	0

	Kayıtlı Değer	Düzeltilmiş Değer
I. KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	146.834.469	142.631.488
A. Mali Borçlar	35.952.717	32.190.263
1. Banka Kredileri	35.857.475	32.096.327
9. Diğer Mali Borçlar	95.242	93.936
B. Ticari Borçlar	36.765.219	36.598.391
1. Satıcılar	36.169.786	36.002.958
<i>İnşaat ile Alakalı Satıcılar</i>	<i>24.005.845</i>	<i>24.005.845</i>
<i>Diğer Satıcılar</i>	<i>12.163.941</i>	<i>11.997.113</i>
4. Alınan Depozito ve Teminatlar	595.433	595.433
C. Diğer Borçlar	51.485.718	51.485.718
1. Ortaklara Borçlar	49.831.152	49.831.152
4. Personele Borçlar	1.654.566	1.654.566
D. Alınan Avanslar	19.918.539	19.645.357
1. Alınan Sipariş Avansları	19.918.539	19.645.357
F. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler	2.073.928	2.073.928
1. Ödenecek Vergi ve Fonlar	1.424.704	1.424.704
2. Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	649.223	649.223
H. Gelecek Aylar Gelir/Gider Tahakkukları	638.349	637.832
1. Gelecek Aylara Ait Gelirler	37.731	37.213
2. Gider Tahakkukları	600.618	600.618
II. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	146.923.287	116.953.416
A. Mali Borçlar	146.887.288	116.917.911
1. Banka Kredileri	146.887.288	116.917.911
F. Gelecek Yıllara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	35.999	35.505
1. Gelecek Yıllara Ait Gelirler	35.999	35.505
Kıdem ve İhbar Tazminatı Yükü		6.662.360
PAZAR DEĞERİ		-6.382.304

Yukarıdaki gibi hazırlanan Toplama Yöntemi tablosunda da görüldüğü gibi Aktay Otel'in Pazar Değeri - **6.382.304 TL** olarak tespit edilmiştir.

5. SONUÇ

5.1. Değerleme çalışmasında ulaşılan nihai sonuç, değerleme sonucu bulunurken birden fazla yöntemin kullanılması durumunda ağırlıklandırma oranlarını gösteren tablo

Aktay Otel Pazar Değeri

Aktay Otel için yapılan değerleme çalışmasında iki yöntem kullanılmıştır. Her iki yöntem ile elde edilen değerler ve ağırlıkları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	Hesaplanan Pazar Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Pazar Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	242.380.795 TL	100%	242.380.795 TL
Toplama Yöntemi	-6.382.304 TL	0%	0 TL
AKTAY OTEL PAZAR DEĞERİ			242.380.795 TL

Tabloda görüldüğü gibi İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi %100 ve Toplama Yöntemi ise %0 oranda ağırlıklandırılmıştır. Toplama Yöntemi şirketin faaliyetlerine son vermesi varsayımı ile oluşturulan bir yöntem

olup şirketin faaliyet halinde olması ve bu faaliyetlerden oluşan nakit akışlarıyla elde edilmiş olan Pazar Değerinin daha yüksek olması nedeniyle ağırlıklandırması %0 olarak dikkate alınmıştır.

Değerleme çalışmasında detayları raporumuzun ([4.3.1. Pazar Yaklaşımı](#)) bölümünde belirtildiği gibi Pazar Yaklaşımı kullanılmamıştır.

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda **Aktay Otel'in Pazar Değeri 242.380.795 TL olarak tespit edilmiştir.**

5.2. Kullanılan değer esası

Aktay Otel'in değerlemesinde Maliyet Yaklaşımı (Toplama Yöntemi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi) kullanılmıştır. Daha sonra bu yöntemler ile elde edilen değerler sırasıyla %0 ve %100 oranlarında ağırlıklandırılarak Aktay Otel'in Pazar Değerine ulaşılmıştır.

Aktay Otel'in faaliyet halinde olması nedeniyle bu iki yöntem kullanılmıştır.

5.3. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğuna ilişkin beyan

Görüşümüze göre Aktay Otel'in Pazar Değerinin tespiti için yapılan bu çalışmada kullanılan veriler ve yöntemler güvenilir, adil, uygun ve makul olup görüşümüzü oluşturmak için yeterli ve uygun bir dayanak oluşturmaktadır.

Hüseyin Çetin
Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM
23 Şubat 2022, İstanbul, Türkiye

Kenan Çılman
Kurumsal Finansman Müdürü

6. RAPOR EKLERİ

- Beyan
- Finansal Tablolar
- Gayrimenkul Değerleme Raporu
- Ela Belek İşletme Sözleşmesi
- Ela Belek Turizm İşletme Belgesi
- Ticaret Sicil Gazetesi ve Sicil Bilgileri
- Değerleme Sözleşmesi
- Lisans Belgeleri