



AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.

DEĞERLEME RAPORU

Aktay Otel İşletmeleri A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanlığı'na,

16.12.2011 tarih ve 2011/014/ ÖZAK/AKTAY OTEL sayılı şirket değerlendirme raporu çalışması tarafımızca yapılmıştır. Bu rapor, Müşteri'nin talebi üzerine, AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. ("Aktay Otel/Şirket")'nin Şirket (hisse senetleri ve iştirak payı) değerinin tespiti amacıyla yönelik olarak hazırlanmış olup değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışma, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı ilke kararları doğrultusunda gerçekleştirilen değerlendirme çalışması ile ilgili olarak şirketimizin,

- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip olduğunu;
- Değerleme çalışması sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgeleri, el kitabı veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu;
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri ve benzeri dokümanlara sahip olduğunu;
- Değerleme çalışmasının teknik alt yapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunduğunu;
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu;
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmet sözleşmesi bulunduğunu;
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003/34 sayılı haftalık bülteninin "E-Duyurular" bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabileme niteliklerine sahip olduğumuzu ilgili duyuru gereği beyan ederiz.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri, herhangi bir baskı altında olmaksızın ve piyasa gerçeklerinden haberdar olan, istekli bir alıcı ve istekli bir satıcı arasında el değiştirdiği bir ortamda oluşur. Ancak bir şirketin değerinin, en son istekli bir alıcı ve satıcı ile tarafımızdan hesaba katılmayan diğer etkenlerin ayrı ayrı ve/veya birlikte dikkate alınarak belirleneceği de açıktır.

Değerleme danışmanlık çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre birdenetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme danışmanlık çalışması değerlemeye söz konusu şirket yönetimleri tarafından sağlanan denetimden geçmiş mali tablolar, finansal ve diğer bilgiler ile şirket yönetimleri ile şirketlerin mevcut operasyonel performansının ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır. Şirketler tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, şirket yönetimlerinin sorumluluğundadır.

DT Bağımsız Denetim A.Ş.

Tayfun ŞENOL

Sorumlu Ortak Denetçi

16.12.2011

Merkez

EGS Blokları B-2 K:12 Havalimanı Kavşağı
Yeşilköy - İstanbul
Tel: (212) 465 88 33 Faks: (212) 465 88 38
l.ofis@denetimturkeybd.com

İzmir Ofis

Ankara Cad. No:22/1 K:4
Bornova - İzmir
Tel: (232) 486 59 00 Faks: (232) 486 95 55
iz.ofis@denetimturkeybd.com

Kahramanmaraş Ofis

Öğretmenler Cad. Parlakhan No:3
Kahramanmaraş
Tel: (344) 221 30 36 Faks: (344) 2213025
k.ofis@denetimturkeybd.com

www.denetimturkeybd.com - info@denetimturkeybd.com

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	2
1.1. DEĞERLEME TARİHİ	2
1.2. RAPOR TARİHİ VE NUMARASI	2
1.3. RAPOR TÜRÜ.....	2
1.4. RAPORU HAZIRLAYANLAR	2
2. ŞİRKET VE MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER	2
2.1. DEĞERLEMİYİ YAPAN ŞİRKET UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ	2
2.2. DEĞERLEME TALEBİNDE BULUNAN MÜŞTERİ UNVANI VE İLETİŞİM BİLGİLERİ	2
2.3. DEĞERLEME KONUSU ŞİRKET.....	2
3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM VE İLKELERİ	3
3.1. RAPORUN AMACI.....	3
3.2. SINIRLAYICI KOŞULLAR.....	3
3.3. ETİK İLKELER.....	4
3.4. RAPOR'DA KULLANILAN KISALTMALAR	4
3.5. ŞİRKET DEĞERLEMESİ YÖNTEMLERİ	5
3.5.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı	5
3.5.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri)	6
3.5.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	6
4. TURİZM SEKTÖRÜ ANALİZİ	9
4.1. DÜNYADA VE AB ÜLKELERİNDE GENEL DURUM VE EĞİLİMLER	9
4.2. TÜRKİYE'DE TURİZM GENEL DURUMU	11
4.2.1. Turizm Gerçekleşmeleri.....	13
5. AKTAY OTEL İŞLETME A.Ş.'NİN ŞİRKET VE FAALİYET BİLGİLERİ	17
5.1. GENEL BİLGİLER	17
5.1.1. Şirket Ortaklık Yapısı.....	17
5.1.2. Kiralama Sözleşmesi Bilgileri.....	17
5.2. KIRALAMA KONUSU OTEL VE PERSONEL LOJMANLARI HAKKINDA BİLGİLER	18
5.2.1. ELA QUALITY RESORT HOTEL PAZAR BİLGİLERİ.....	19
5.2.2. ELA QUALITY RESORT HOTEL'in Rekabet Ettiği Diğer Oteller	19
5.2.3. ELA QUALITY RESORT HOTEL Satış Stratejileri	19
5.2.4. Kiralama Dönemine İlişkin "Net Satış Gelirleri"	20
5.2.1. Kiralama Dönemine İlişkin "Maliyet ve Faaliyet Giderleri"	21
6. AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. MALİ TABLOLARI	22
6.1. ŞİRKET BİLANÇOLARI	22
6.2. ŞİRKET GELİR TABLOLARI	24
7. ŞİRKET DEĞERLEME ÇALIŞMALARI	25
7.1. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ	25
7.2. ÖZ VARLIK YÖNTEMİ	25
7.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (DCF-İNA) ANALİZİ	26
7.3.1. Varsayımlar	26
8. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	34

1. DEĞERLEME RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

1.1. Değerleme Tarihi

06.12.2011

1.2. Rapor Tarihi ve Numarası

16.12.2011 - 2011/014/ ÖZAK/AKTAY OTEL

1.3. Rapor Türü

Şirket Değerleme Raporu

1.4. Raporu Hazırlayanlar

DT Bağımsız Denetim A.Ş.
Tayfun ŞENOL
Sorumlu Ortak Başdenetçi

2. ŞİRKET ve MÜŞTERİYİ TANITICI BİLGİLER

2.1. Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri

Denetim Turkey - Nexia DT Bağımsız Denetim A.Ş.
EGS Blokları B2 Kat 12 Yeşilköy - İstanbul
Tel : + 90 212 465 88 33
Fax : + 90 212 465 88 38

2.2. Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Göztepe Mahallesi Namık Kemal Caddesi Karanfil Sokak No: 68 Kat: 5 / 3 Bağcılar - İstanbul
Tel: 0212-446 01 00 (pbx) Faks: 0212- 446 01 09

2.3. Değerleme Konusu Şirket

Aktay Otel İşletmeleri A.Ş.

Atatürk Bulvarı 13. Cadde 34 Portal Plaza 3. Asma Kat No.:1
Başakşehir - İstanbul



3. DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

3.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Müşteri'nin talebi üzerine, AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. ("Aktay Otel/Şirket")'nin Şirket (hisse senetleri ve iştirak payı) değerinin tespiti amacıyla yönelik olarak hazırlanmış olup değerlendirme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışma, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Rapor'un izleyen bölümlerinde **Müşteri** Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş., birlikte "**Şirketler**" olarak anılacaktır.

Şu bilinen bir gerçektir ki, adil piyasa fiyatı (fair market value), herhangi bir etki altında olmaksızın ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, değişime esas olarak kabul edilen değerdir. Bu raporda bulunan değer(ler) ise, şirket hisselerinin değerinin tespiti amacıyla hesaplanmıştır.

3.2. Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme Raporu ("**Rapor**") Denetim Turkey – DT Bağımsız Denetim A.Ş. ("**DENETİM**") tarafından münhasıran **Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.** yönetimi için, İşletme değerinin belirlenmesine yönelik olarak hazırlanmıştır.

İşbu Rapor, **Şirketler** tarafından **DENETİM**'e verilen ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler tarafımızdan kullanılarak hazırlanmıştır. Verilen ve kamuya mal olmuş bilgilerin doğruluğu, **DENETİM** tarafından özel / bağımsız olarak teyit edilmemiş / araştırılmamıştır. Ayrıca, **AKTAY Otel'den** bu bilgilerin doğruluğunun teyit edilmesi talep edilmemiştir. Dolayısıyla, bu Rapor'un hazırlanmasında, özel / bağımsız doğrulamaya başvurulmadan, **Şirketler** tarafından verilen tüm finansal ve diğer bilgilerin veya - tüm tahminler dahil olmak üzere - kamuya mal olmuş tüm bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü esas alınarak görüş bildirilmiştir.

Bu sebeple, bu Rapor'un hazırlanmasında **DENETİM** verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan herhangi bir yazılı veya sözlü iletişime veya ürünler / hizmetler ile ilgili olarak **Şirketler** tarafından yapılmış olan herhangi bir araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez, ayrıca bu çalışmanın yapılmış olması **Aktay Otel** mali tablolarının bağımsız denetimden geçirildiği anlamına gelmez.

Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. **Şirketler** tarafından bize sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu halde **DENETİM** hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir. Rapor, hâlihazırda mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibari ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu Rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

Bu Rapor, **DENETİM** tarafından hazırlanmıştır ve **AKTAY Otel**'in söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor, **Şirketler**'in münhasır ve münferit kullanımı için hazırlanmıştır. Rapor'un teslimi ile **Şirketler**, Rapor içerisinde verilen bilgilerin gizli tutulacağını **DENETİM** taahhüt eder. Rapor, hiçbir zaman **DENETİM**'in yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılmaz veya kopya edilemez.



3.3. Etik İlkeler

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun Değerleme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

3.4. Rapor'da Kullanılan Kısaltmalar

%	Yüzde
000	Bin
ABD\$	Amerikan Doları
€	Avro
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	Anonim Şirketi
B	Finansal Borcun Değeri
CF	Serbest Nakit Akımı
G	Büyüme Oranı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
FVÖKM	Faiz ve Vergi Öncesi Kar Marjı
F / NA	Fiyat / Nakit Akımı Oranı
F / K	Fiyat / Kazanç Oranı
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
Kd	Borçlanma Maliyeti
ke	Sermaye Maliyeti
Km	Kilometre
KDV	Katma Değer Vergisi
NOPLAT	Net Faaliyet Karı
Mn	Milyon
m(b)	Borç Maliyeti
m(ö)	Öz sermaye Maliyeti
MTV	Motorlu Taşıtlar Vergisi
Ö	Öz sermaye
PD / DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
R	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
R(f)	Risksiz Sermaye Maliyeti
R(m)	Sermaye Piyasası Getirisi
Rm-Rf	Risk Primi
SMM	Satılan Mal Maliyeti
S	Sermayenin Piyasa Değeri



SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
t	Efektif Vergi Oranı
TCMB	Türkiye Merkez Bankası
TSKB	Türkiye Sanayi ve Kalkınma Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
V	Vergi
Ykr	Yeni Kuruş
YMM	Yeminli Mali Müşavirlik
TL	Türk Lirası
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

3.5. Şirket Değerlemesi Yöntemleri

Şirket değerlemesi (Şirket'in olması gereken değerinin tespiti çalışmaları), genelde üç ana yöntem altında toplanabilecek tekniklerle yapılmaktadır.

- i. **Piyasa Çarpanları Yöntemi**
- ii. **Öz varlık Yöntemi**
- iii. **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

3.5.1. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Bu yöntemle Şirket değerleme veya başka bir deyişle hisse senedi fiyatlamasında genel olarak, değerlemeye konu Şirket'in, başta gerçekleşmiş / kamuya açıklanmış ekonomik finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkarak, benzer sektörlerde veya işlem göreceği / satışa sunulacağı piyasalarda yer alan ve fiyatı oluşmuş hisse senetlerine göre "**beklenen hisse senedi fiyatı**" tahmin edilmektedir. Bu belirlemede, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamalar kullanılmakta veya veri azlığı, piyasa sığılı v.b. sebeplerde genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır.

Belli bir anda birden çok şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu şirketlere ait veriler arasında ilişki kurarak oluşturulan modeller, genel olarak piyasa çarpanları yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan piyasa çarpanlarına,

- i. **Fiyat / Kazanç Oranı,**
- ii. **Piyasa Fiyatı / Defter Değeri,**
- iii. **Fiyat / Nakit Akımları**

yöntemleri örnek gösterilebilir.

Ayrıca, yine piyasa verilerinden yola çıkarak değişkenlerin tek başına fiyatı belirleyemeyeceği düşüncesiyle, birden fazla değişkenin aynı anda fiyat üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik olarak kurulan ekonometrik modeller de mevcuttur. (Yatay kesit regresyon analizleri gibi)

Ancak, genel olarak bu yaklaşımlar, Şirket'in mevcut durumunu göz önüne almakta, beklenen gelişmeleri fiyatlamalara yansıtılmamaktadır.

Bu sebeplerle, Şirket değerlemesinde kullanılan ikinci ana yöntem, **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizidir.**

3.5.2. Öz varlık Yöntemi (Tasfiye Değeri)

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul eder. Öz varlık Değeri en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları ve borçların ödenmesi durumunda elde edilebilecek net nakit miktarı olarak tanımlanabilmekte diğer bir deyişle şirket'in tasfiye değerini içermektedir.

Tasfiye değeri, bir işletmenin işleyen teşebbüs değeri kavramından farklı bir değer kavramıdır. Sürekli büyüyen ve karlı bir sektörde **tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha küçük olmaktadır**. Çünkü işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değerinden farklı olarak işletmedeki entelektüel sermaye, şirket imajı, marka değeri gibi maddi olmayan unsurların değerini de içermektedir. Tasfiye değeri, şirketin bir bütün olarak işleyişinin içinde anlamı olan, para ile ifade edilemeyen organizasyon sermayesinin değerini ihmal eder. Çünkü Tasfiye Değeri, şirketi işleyen bir teşebbüs olarak değerlendirmekten ziyade parça parça satılacak varlıklar toplamı olarak değerlendirmektedir.

Yöntemin Uluslar arası değerlendirme standartlarına daha uygun olan bir uygulaması da, "**düzeltilmiş öz varlık Değeri**" yöntemidir. Bu yöntemde, Şirket mali tabloları Uluslararası Finansal Raporlama Standartları" (UFRS) na uygun olarak rayiç değerlerle ifade edilir ve öz varlıklar bu düzeltilmiş mali tablolar esas alınmak suretiyle hesaplanır. Bu yöntemin uygulamasında, özellikle Şirket aktifinde yer alan ve tarihi değerlerle ifade edilmiş varlıkların Uluslar arası standartlara uygun olarak, yetkili kuruluşlarca değerlemeye tabi tutulması önem arz etmektedir.

3.5.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş nakit akımları analizi, özü itibarıyla, **Şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının iskonto edilerek net bugünkü değeriyle ifadesidir**. Şirketin gelişme trendini fiyatlara yansıtıyor olması sebebiyle, diğer yaklaşımlara göre üstünlükleri bulunmakta olup, tüm dünyada genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir analiz yöntemidir.

Bu analiz yöntemleri kullanılarak şirket değerlemesi gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalarda, üç temel girdi (veya bağımsız değişken) kullanılmaktadır.

Bunlar;

- 1-Şirket'in gelecek yıllarda gerçekleştireceği nakit akımları,
- 2-İndirgeme oranı,
- 3-Devam Eden Değer(DED veya Terminal Değer)'dir.

Devam eden değer, Şirket'in nakit akımlarının tahmin edildiği dönem (genellikle 5 yıl) den sonra, sonsuza kadar alacağı değerdir.

Her türlü Şirket yatırımının Şirket'e nakit olarak dönüşünün uzun yıllara yayılması, Devam eden değer Şirket değeri içerisinde (çoğu analizlerde %50'lere varan) yüksek değerlere ulaşması sonucunu doğurmakta, bu husus ise analizlerde DED'in tahminini en az iskonto oranı kadar önemli kılmaktadır. Bu sebeple, teoride DED'in hesaplanmasında, "*Sürekli ve Sabit Büyüme Modeli*", "*Değer Sürücüsü Modeli*" ve "*Ekonomik Kar Yöntemi*" gibi ayrı modeller geliştirilmiş, hatta, DED'i dikkate almayan bazı İNA yaklaşımları da (Tasfiye Değeri Yöntemi ve Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemi gibi) geliştirilmiştir.

DED'in hesaplanmasında sürekli ve sabit büyümeyi esas alan İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre, bir şirketin değeri, o şirketin gelecek yıllardaki faaliyetleri sonucunda yaratacağı serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşit olup aşağıda sunulan denklem, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^N \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{CF * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

CF (Cash Flow)	=	Serbest Nakit Akımı
r (AOSM)	=	İskonto Oranı (enflasyon + risk seviyesini yansıtan reel getiri)
g (Büyüme)	=	Nakit Akımlarının (n + 1) yılından itibaren büyüme hızı

Şirket'in gelecekte yaratması beklenen değer in belirlenmesi için yapılan uzun dönemli projeksiyonlar sonunda, şirketin **devam eden değeri** hesaplanarak nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilmekte ve Şirket'in bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

Şirketin, gelecekte yaratması beklenen **Serbest nakit akımlarının** belirlenebilmesi için beş yada on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılmakta ve elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine göre belirli bir iskonto oranı ile indirgenerek, şirketin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Nakit Akımı Modelinde, iskonto edilen **nakit akımı** aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Faaliyet	=	+ Faaliyet Karı
Nakit Akımı	=	+ (Earning Before Interest and Taxes - EBIT)
		+ Cari Yıl Amortisman Masrafı
		- Nakit Akımlarının Ait Olduğu Dönemde Ödenen Vergi
		+ Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
		- Sabit Kıymet Yatırımları
		- / + Net İşletme Sermayesindeki Artış ya da Azalış

İskonto Oranı, girişimcilerin yaptıkları yatırım karşılığında talep ettikleri reel getiri oranı ile enflasyon oranının bileşik toplamını temsil etmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca yaratılacak nakit akımlarının günümüz değerine getirilmesinde kullanılan iskonto oranı, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) esas alınarak hesaplanmakta ve AOSM aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = \text{AOSM} = \frac{K_e * S}{(B+S)} + \frac{K_d * (1-t) * B}{(B+S)}$$

K_e	Sermaye Maliyeti
K_d	Borçlanma Maliyeti
B	Finansal Borcun Piyasa Değeri
S	Sermayenin Piyasa Değeri
t	Efektif Vergi Oranı

Yukarıda yer alan ifadede de anlaşılacağı gibi AOSM, sermaye maliyeti ile borç maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu ifade de yer alan borçlanma maliyeti, şirketin mevcut borçlanma maliyeti olabileceği gibi, eğer gelecek yıllarda şirketin tahmini borçlanma maliyetinin mevcut borçlanma maliyetinden farklı olacağı düşünülüyorsa, tahmini borçlanma maliyeti ile de ifade edilebilir.

Sermaye maliyeti ise şirketin içerisinde bulunduğu ülkenin, sektörün ve şirketin risk seviyesine göre aşağıda sunulan tanım esas alınarak hesaplanan maliyettir.

$$\text{Sermaye Maliyeti (K}_e\text{)} = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

β	Beta Katsayısı
R_f	Risksiz Getiri Oranı
$R_m - R_f$	Risk Primi

İNA uygulamasında Ekonomik Kar Yöntemi(EVA) , gerek tahmin dönemine ilişkin nakit akımlarının, gerekse DED'in hesaplanmasında **yatırılan sermayenin Şirket değerine katkısını** esas almaktadır. Yöntem, en basit ifade ile şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akımı ile firmada kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farkı, diğer bir deyişle **yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın, yatırılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değeri hesaplamaktadır.**

EVA = NOPLAT - (Yatırılan Sermaye x AOSM) ya da EVA = (ROIC - AOSM) x Yatırılan Sermaye

NOPLAT	= Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonraki Net Faaliyet Karı
ROIC	= Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri
AOSM	= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Günümüz koşullarında TL esas alınarak yapılacak İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde, ülkemizdeki enflasyon ve reel getiri oranları göz önüne alındığında geleceğe (sonsuz kadar) yönelik olarak iskonto ve büyüme oranının tespiti açısından önemli riskler içermektedir. Bu sebeple, TL olarak hesaplamalardan kaynaklanan sapmaların önlenmesi amacıyla, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nin uluslar arası kabul gördüğü üzere, ABD Doları bazlı yapılması yaygın uygulamadır.

ABD Doları bazlı hesaplanan Şirket değerinin işleme konu olacağı tarih itibari ile geçerli olan kurla TL 'ye dönülmesi gerekmektedir.

Ülkemizde yabancı para cinsinden Risksiz getiri oranının belirlenmesinde, Türkiye Cumhuriyeti'nin döviz cinsinden uzun vadeli (genellikle 30 yıllık) ortalama Eurobond getiri oranları esas alınmaktadır.

Risk primi ise piyasada elde edilen ortalama getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki fark ile ifade edilmektedir.

4. TURİZM SEKTÖRÜ ANALİZİ

4.1. Dünyada ve AB Ülkelerinde Genel Durum ve Eğilimler

Dünyadaki gelişme ve değişmelere paralel olarak turizmde de yeni bir dünya düzeni kurulması yönünde yeni bir sürece girildiğine ilişkin saptama, son dönemde daha yüksek sesle dile getirilmektedir.

Uluslararası seyahat endüstrisi bugün itibarıyla Avrupa merkezli olup Dünya turizm pazarı da Almanya ve İngiltere olmak üzere başını iki Avrupa ülkesinin çektiği Akdeniz bölgesi odaklı bir pazardır. Bu tablo aynı zamanda günümüzde dünya turizm hareketi ve düzeninin ifadesidir. Ancak bu düzen hızla değişmektedir. Son 2 yılda, özellikle turist girişlerinde, Avrupa merkezli dünya seyahat endüstrisi pazarında görülen yavaşlama ve gerilemenin karşısında Çin, Hindistan ve Rusya pazarlarından dışarı yönelen talebin güçlü artış kaydetmesi dikkatlerin buralara yöneltilmesini gerektirmektedir.

Dünya Turizm Örgütü (UNWTO)'nün hazırladığı raporlarda, dünya turizm hareketinin merkezinin Avrupa'dan Asya'ya kayma sürecinin hızla devam ettiğini açıklamaktadır.

Günümüz dünya turizminin merkezi olan Avrupa'da önemli gelişmeler yaşanmakta olup Yunanistan başta olmak üzere bazı Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan ekonomik sıkıntıların neden olduğu protestolar, siyasal gelişmeleri de etkileyen sosyal patlama düzeyine ulaşmıştır. AB'nin lokomotifi Almanya'nın bütün çabalarına karşın, Avrupa Para biriminin içine girdiği belirsizlik süreci denetim altına alınmamaktadır. Avro'nun geleceği tartışılmaktadır. Avrupa, hatta dünyanın yurtdışına en çok turist gönderen iki ülkesi İngiltere ve Almanya'nın yurtdışı çıkış vergileri ile ilgili yaptıkları düzenlemeler tüketicilere ek maliyetler getirmektedir.

Dünya, bölgeler ve tek tek ülkelerdeki durum incelendiğinde, turizmde yeni bir dünya düzeni kurulma sürecine girildiği ve yeni bir dönemin başladığı açıkça görülmektedir. Aşağıdaki tabloda dünya turizmi büyüklüğünü gösteren özet tablo yer almaktadır.

	2010	2011
Turist Sayısı (milyon)	925	966
Turist sayısında büyüme ve beklentiler (%)	4 - 6	4 - 5
Turizm Harcamaları (milyar ABD \$)	880	909
Turizm harcamasında büyüme ve beklentiler (%)	3 - 4	3 - 4

Dünya Turizminin Üçte Biri Akdeniz'de

Dünya turizm hareketinin merkezi Akdeniz bölgesi hem ziyaretçi hem de turizm gelirinden en büyük payı almaktadır. Dünya Turizm Örgütü (UNWTO) verileri baz alınarak yapılan araştırma sonuçlarına göre, Akdeniz bölgesinde yer alan 21 ülke 1990'lı yılların başında dünya turist sayısının % 20- 22'sini çekerken, aradan geçen 10 yıl içinde bu pay yüzde 31'e yükselmiştir.

1991 yılından bu yana bölgeye gelen turist sayısı, yüzde 15 artışla, 149 milyondan 250 milyonu aşan bir seviyeye ulaşmış olup bu sayı dünya genelinde turist sayısının yüzde 31'i, turizm gelirlerinin yüzde 26'sı, yatak arzının ise yüzde 25'ine eşit gelmektedir.

Ülke	Gelen Ziyaretçi Sayısı		Değişim %
	2000	2009	
Fransa	75.121.000	78.500.000	4,50%
İspanya	53.600.000	52.231.099	-2,50%
İtalya	35.000.000	42.000.000	20,00%
Türkiye	17.517.610	27.077.114	54,50%
Yunanistan	15.000.000	16.151.336	7,70%
Mısır	8.103.610	12.800.000	57,60%
Hırvatistan	7.912.000	9.320.000	17,80%
Tunus	5.998.449	6.901.406	15,00%
Fas	4.293.240	8.341.000	94,30%
G. Kıbrıs	2.349.012	2.141.187	-8,80%
İsrail	1.505.000	2.670.216	77,40%

Akdeniz bölgesi, ayrıca toplam turist akınının yüzde 50'sinden fazlasını alan Avrupa'dan sonra en çok turist çeken ikinci büyük bölge konumundadır. Öte yandan Akdeniz bölgesi, yüzde 25'lik payı ile Avrupa ve Amerika'dan sonra dünyada en fazla yatak kapasitesine sahip olup bir başka deyişle, Avrupa'daki toplam yatak kapasitesinin yarısı Akdeniz'de bulunmaktadır.

Ülkeler	Yatak Sayısı (bin)		Bölgedeki Payı (%)	
	1995	1999	1995	2009
İtalya	1.739	2.087	29,50%	24,50%
Fransa	1.190	1.256	20,20%	14,70%
Yunanistan	537	716	9,10%	8,40%
İspanya	1.032	1.685	17,50%	19,80%
Türkiye	336	610	5,70%	7,10%
Mısır	120	361	2,00%	4,20%
Tunus	163	275	2,70%	3,20%

Turizm, birçok ülkede ekonomik, sosyal ve çevresel gelişmenin önemli bir nedeni olmakla birlikte temel amaç, gelişmenin sürdürülebilir olması, kaynakların doğru kullanımı ile bugünkü ve gelecekteki toplumların yaşam kalitesinin iyileştirilmesidir. Mevcut durum, sürdürülebilir kalkınmaya ilişkin belirlenmiş gelişmişlik göstergelerine göre analiz edilerek eylem kararlarının alınması önem taşımaktadır.

Gelecek yılların eğilimleri ve tüketici profiline ilişkin olarak Dünya Turizm Örgütü tarafından hazırlanan "Tourism 2020 Vision" araştırmasından elde edilen bulgulara göre:

- Bireylerin eğitim ve refah düzeyindeki yükselme artarak devam edecek ve deneyimli gezgin grubu büyüyecektir,
- Varış noktaları seçimi ve rezervasyon süreçlerinde, elektronik teknoloji bir önem kazanacaktır,
- Ortalama insan ömrünün artmasına paralel olarak emeklilik süresi uzayacak ve tatile daha çok zaman ile daha fazla kaynak ayrılacak, 65 ve üstü yaş grubundakilerin toplam turizm aktiviteleri içerisindeki yeri artacaktır,
- Bekar ve çocuksuz çiftler seyahate ve eğlenceye daha fazla zaman ve kaynak ayıracaklardır,
- Ortalama çalışma süreleri kısalarak, tatile ayrılan süreler artacaktır,
- Tüketicinin bilgilendirilmesi ve korunması evrensel sistemlere bağlanacak, kalıcı ve dengeli bir turizm gelişimi için sürdürülen kampanyaların etkisi artacaktır,
- Uluslararası turizm talebindeki büyüme devam edecektir,
- Turist hareketlerinde kutuplaşma olacak, turistlerin bazılar rahatlık ve konfor ararken bazıları da macera arayacaktır,
- Varış noktaları birer moda unsuru gibi algılanacaktır,
- Hedeflenen turistik ürün, eğlendirici, çevreyi koruyan ve eğitici unsurlardan birine veya tümüne dayalı olarak geliştirilecektir,
- Turistik ürün çeşitlendirilmesi ve güçlendirilmesi için imaj oluşturma pek çok varış noktası için önde gelen koşul olacaktır,
- Asyalı turistler turizm işletmecilerinin gözdesi haline gelecektir,
- Turizm sektöründe temiz ticaret ve sürdürülebilir turizm gelişimine yönelik tüketici kampanyaları artacaktır,
- Yıl içerisinde seyahat sayısı ve uzun mesafeli seyahatler artış gösterecektir,
- Doğu Avrupa'da son yıllarda ortaya çıkan ekonomik, siyasal ve sosyal gelişmeler uluslararası turizm hareketlerinde değişime ve çeşitliliğe yol açacaktır,
- Avrupa Birliği'ndeki oluşumlar ve Birliğe katılan ülke sayısındaki artış, uluslararası turizm hareketlerine etki edecektir,
- Diğer sektörlerde olduğu gibi turizmde de artan rekabet, teknolojik yenilik, hizmet kalitesi, tüketici bilinci ve tatmini gibi kavramları da beraberinde getirerek turizm sektörünün kendini yenilemesine neden olacaktır,
- Çevreye duyarlı turizm etkinliklerinin geliştirilmesi ve sürdürülebilir turizm kavramının daha sık olarak gündeme gelmesi söz konusu olacaktır.

4.2. Türkiye'de Turizm Genel Durumu

Dünyada değişen turist talebine uygun büyük bir potansiyele sahip bulunan Türkiye, artık sıradan bir turistik varış noktası olmaktan çıkıp, bütün varlık ve kurumlarıyla Akdeniz ve Avrasya'nın en önemli bir turizm ülkelerinden biri olmuştur.

Deniz, güneş, kum gibi geleneksel turizm denince akla ilk gelen üç unsur açısından bakıldığında, Akdeniz'de sıradan bir ülke konumunda olan Türkiye, tarih, kültür, sanat, doğal, güzellikler, gastronomi, folklor, sıcak ve sevecen insanları söz konusu olduğunda, aynı coğrafyada eşsiz bir üstünlüğe sahiptir.

Diğer bir deyişle Türkiye 21.inci yüzyılın farklı renk ve tadlar arayan, değişen turist profilinin talep ettiği tüm özellikleri barındırmaktadır. Ülkemizin bu eşsiz potansiyelini, sürdürülebilirlik özelliğini gözardı etmeden, turizmin hizmetine taşıyabilmek, ciddi, bilinçli ve bilimsel çalışma ve planlamayı gerekli kılmaktadır. Ekonomik, sosyal, kültürel, çevresel gelişmelerin izlenmesi, dış dünya ile verimli ilişkiler, turizm varlıklarının rasyonel kullanımı ve turizm gelirlerinin maksimizasyonu ancak turizmde etkin bir planlama ile sağlanabilmektedir.

Tarih ve kültür mirası ile birlikte doğal değerleri de büyük bir zenginlik ve çeşitlilik gösteren Türkiye'nin, turizm potansiyelinin değerlendirilebilmesi amacı ile turizm yatırım ve girişimlerine sağlanan destekler ve tanıtım çabaları sonucunda turizm sektörü, ekonomik ve sosyal yaşamda ağırlıklı olarak yer almaya başlamıştır.

Türkiye'de turizm endüstrisinin gelişimi, planlı dönem öncesi (1923-1963) ve 1963'ten günümüze planlı dönem olmak üzere iki ana kategoride değerlendirilebilir. Planlı dönem öncesinde turizm sektörü ile ilgili gelişme son derece sınırlı olmakla birlikte, turizmin devletin gündeminde yer aldığı görülmektedir.

1963-1983 döneminde turizm politikasının temel hedefi, turizm gelirleriyle ödemeler dengesine katkıda bulunmak; döviz gelirlerini arttırmak; yeni iş alanları yaratmak ve Türk vatandaşlarına tatil olanakları sağlamaktır. Söz konusu hedefleri gerçekleştirebilmek için organizasyonlar, yasal ve finansal düzenlemeler, özel projeler olmak üzere birçok araç kullanılmıştır. Turizm Bakanlığı bu dönemin en önemli organizasyonel kuruluşudur.

1980-1990 dönemi, ülkemizde turizm sektörünün en hızlı gelişme gösterdiği yıllardır. 1982 yılında sektördeki darboğazı gidermek ve gerekli yasal düzenlemeleri yapmak için çıkarılan 2634 sayılı "Turizmi Teşvik Yasası"na bağlı kamu arazilerinin, turizm yatırımları için yatırımcılara tahsisi, turizmi geliştirme fonundan yararlanma, düşük faizli ve uzun dönemli turizm kredileri, yabancı personel ve sanatkar çalıştırabilme, gümrük muafiyeti, yatırım indirimi, teşvik kredileri, vergi indirimi, finansman fonu, teşvik primleri sektöre sağlanan teşviklerin başlıcalarıdır. Turizmin geliştirilmesi için alınan tedbirlerin, daha çok "özel sektörün teşvik edilmesi" gibi ülkenin liberal ekonomik tercihlerini yansıtan veya alt ve üst yapının oluşturulmasına ilişkin konularda yoğunlaştığı ve bütün planlarda yer aldığı görülmektedir.

Ayrıca, söz konusu dönemde yatak sayısı 56.000'den 173.000'e ulaşmış, ülkeye gelen turist sayısı ise 1,2 milyondan 5,3 milyona yükselmiştir. Aynı şekilde, turizm sektörünün diğer alt sektörlerinde de önemli gelişmeler olmuş, Türkiye'nin Batı Avrupa ülkelerinde "moda ülke" olması ve arz-talep dengesinin arz lehine oluşması ile Türkiye turizmi gelişme göstererek, turizmin ülke ekonomisine olan katkısı artmış ve turizm önemli bir istihdam alanı haline gelmiştir.

Türkiye'de turizm sektörü 1991 yılından itibaren iki dönem halinde incelenebilir:

- a) **1991-1997 dönemi:** Birinci Körfez Savaşı ile birlikte başlayan fiyat düşürme ile ilgili gelişmeler, turizm işletmelerinin, rakip ülkeler düzeyindeki fiyatları genel kabul olarak benimsemeleri sonucunu doğurmuştur. Bu dönemin ikinci belirgin gelişimi, 1990 yılı öncesinde gündemde olmayan iç turizmin, ciddi bir pazar olarak ortaya çıkması ve turizm işletmeleri tarafından kabul görmesidir. Söz konusu yıllarda, iç turizm etkinliklerine katılanların sayısı milyonlarla ifade edilmeye başlamıştır.
- b) **1998 ve sonrası:** Türkiye'de turizm sektöründe işletme anlayışı, çevre ile ilgili konulara gösterilen duyarlılık ve yatırımların yönlendirilmesinde farklılıklar görülmektedir. Başlangıçta, genellikle inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmaların yatırımcı olarak turizme girmesine tanık olunurken, son yıllarda bu eğilimlerde azalma gözlenmektedir. 1998 yılını izleyen dönemin bir başka özelliği de, "her şeyi devletten bekleme" döneminin turizm sektörü için ortadan kalkmaya başlamasıdır. Ancak, devlet ile özel sektör arasındaki rol paylaşımının detaylı olarak tespit edilmemiş olması, sektördeki verimliliğin düşmesine yol açmaktadır.

4.2.1. Turizm Gerçekleşmeleri

Turizm Tesisleri

“Turizm Yatırım Belgesi” tesis sayısının değişimi 2010 yılı itibari ile - % 2 olup Akdeniz bölgesinde bulunan “Turizm Yatırım Belgesi” tesis sayısı toplam tesisin yaklaşık % 51 üne ve Antalya bölgesinde yer alan tesis sayısı ise toplamın % 23 üne denk gelmektedir.

Yıllara Göre Turizm Belgesi Konaklama Tesislerinin Sayısı (1970 - 2010)

Yıllar	Turizm Yatırımı Belgesi				Turizm İşletmesi Belgesi			
	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	YoY (5 Yıl)	Tesis Sayısı	Oda Sayısı	Yatak Sayısı	YoY (5 Yıl)
2000	1.300	113.452	243.794		1.824	156.367	325.168	
2001	1.237	106.683	229.047		1.998	177.371	368.819	
2002	1.138	102.972	222.876		2.124	190.327	396.148	
2003	1.130	111.894	242.603		2.240	202.339	420.697	
2004	1.151	118.883	259.424		2.357	217.664	454.290	
2005	1.039	128.005	278.255	3%	2.412	231.123	483.330	8%
2006	869	123.326	274.687	4%	2.475	241.702	508.632	7%
2007	776	112.541	254.191	3%	2.514	251.987	532.262	6%
2008	772	113.487	258.287	1%	2.566	268.633	567.470	6%
2009	754	103.119	231.456	-2%	2.625	289.383	608.765	6%
2010	877	114.771	252.984	-2%	2.647	299.621	629.465	5%

Akdeniz	205	37.640	82.703		794	150.132	319.630
Antalya	129	25.942	57.365		686	143.784	306.535

“Turizm İşletmesi Belgesi” tesis sayısının değişimi, 2010 yılı itibari ile % 5 olup Akdeniz bölgesinde bulunan “Turizm İşletmesi Belgesi” tesis sayısı toplam tesisin yaklaşık % 51 ine ve Antalya bölgesinde yer alan tesis sayısı ise toplamın % 49 üne denk gelmektedir.

Gelen Ziyaretçiler Sayısı :

2011 yılı Ekim ayında itibari ile yabancı sayısı geçen yılın aynı ayına göre %7,03 artış göstermiş olup yabancı ziyaretçi sayısı ise 3.039.754 kişi olmuştur. Gelen ziyaretçilerin % 9,97 diğer bir deyişle 303.189 kişi gününbirliğidir.

Türkiye'ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Yıllara Ve Aylara Göre Dağılımı

Aylar	Yıllar			% Değişim Oranı	
	2009	2010	2011*	2010/2009	2011/2010
Ocak	751.817	809.974	975.723	7,74	20,46
Şubat	898.927	953.848	1.079.505	6,11	13,17
Mart	1.207.729	1.414.616	1.617.782	17,13	14,36
Nisan	1.750.281	1.744.628	2.290.722	-0,32	31,3
Mayıs	2.718.788	3.148.337	3.283.125	15,8	4,28
Haziran	3.263.089	3.500.024	3.780.637	7,26	8,02
Temmuz	4.343.025	4.358.275	4.597.475	0,35	5,49
Ağustos	3.760.372	3.719.180	4.076.783	-1,1	9,62
Eylül	3.136.010	3.486.319	3.923.546	11,17	12,54
Ekim	2.617.193	2.840.095	3.039.754	8,52	7,03
Kasım	1.403.740	1.491.005		6,22	
Aralık	1.226.143	1.165.903		-4,91	
Toplam	27.077.114	28.632.204		5,74	
10 Aylık Toplam	24.447.231	25.975.296	28.665.052	6,25	10,36

(*): Veriler geçicidir.

Ekim ayı itibari ile yabancı ziyaretçilerin en çok giriş yaptıkları sınır kapılarının bağlı olduğu iller sıralamasında ilk 5 il aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

1- ANTALYA	%34,18	(1.039.042)
2- İSTANBUL	%27,42	(833.551)
3- MUĞLA	% 9,27	(281.785)
4- EDİRNE	% 6,44	(195.710)
5- İZMİR	% 4,52	(137.538)

2011 yılı Ocak-Ekim döneminde Ülkemizi ziyaret eden yabancı sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %10,36 artarak 28.665.052 kişi olmuştur.

Ocak-Ekim döneminde Ülkemize gelen yabancı ziyaretçilerin en çok giriş yaptıkları sınır kapılarının bağlı olduğu iller sıralamasında ilk 5 il aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

1- ANTALYA	%35,06	(10.051.043)
2- İSTANBUL	%24,11	(6.911.746)
3- MUĞLA	%10,65	(3.053.299)
4- EDİRNE	% 8,18	(2.344.070)
5- İZMİR	% 4,44	(1.272.580)

Gelen Ziyaretçilerin Milliyetlerine Göre Dağılımları :

2011 yılı Ocak-Ekim döneminde Ülkemize en çok ziyaretçi gönderen ülkeler sıralamasında Almanya % 15,35 (4.400.064) ile birinci, Rusya Fed. % 11,74 (3.364.387) ile ikinci, İngiltere % 8,67 (2.484.618) ile üçüncü sırada bulunmakta ve İngiltere'yi İran, Bulgaristan, Hollanda, Fransa, Gürcistan, Suriye ve A.B.D. izlemektedir.

**2009-2011(*) Yılları Ocak-Ekim Döneminde Ülkemize Gelen
Yabancıların Milliyetlere Göre Dağılımı - İlk10 Ülke**

Ülkeler	2011*	Mil.Pay%	2010	Mil.Pay%	2009	Mil.Pay%
Almanya	4.400.064	15,35	3.987.136	15,35	4.038.566	16,52
Rusya Fed.	3.364.387	11,74	2.996.560	11,54	2.581.244	10,56
İngiltere	2.484.618	8,67	2.592.658	9,98	2.337.902	9,56
İran	1.662.481	5,80	1.649.148	6,35	1.150.771	4,71
Bulgaristan	1.246.806	4,35	1.191.479	4,59	1.176.046	4,81
Hollanda	1.161.591	4,05	1.014.736	3,91	1.057.054	4,32
Fransa	1.044.123	3,64	850.393	3,27	852.048	3,49
Gürcistan	963.865	3,36	918.218	3,53	877.151	3,59
Suriye	828.456	2,89	748.035	2,88	390.666	1,60
A.B.D.	675.070	2,36	574.741	2,21	584.670	2,39
Diğer	10.833.591	37,79	9.452.192	36,39	9.401.113	38,45
Genel Toplam	28.665.052	100	25.975.296	100	24.447.231	100

(*): Veriler geçicidir.

Gelen Ziyaretçi Profili :

Turizmde 3. atılım dönemi sürecine giren Türkiye’de çok hızlı bir değişim ve önemli gelişmeler yaşamakta olup bu kapsamda müşteri kitlesi, talep yapısı, pazar dağılımı, yatırımlar gibi ana konularda önemli değişim süreçlerinden geçmektedir. Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin gelir durumuna göre dağılımı incelendiğinde, son 10 yılda orta gelire mensup grubun toplam girişlerdeki payı gerilerken yüksek gelir grubuna mensup kişilerin oranı artmaktadır.

2001 yılında Türkiye’ye gelen yabancı ziyaretçilerin yüzde 13.39’unu düşük gelirli kesim oluştururken, bu oran 2009’da yüzde 12.27’ye düşmüştür. Buna karşılık aynı dönemde yüksek gelir grubuna mensup kişilerin toplam içindeki oranı yüzde 13.63’ten yüzde 18.17’ye yükselmiştir.

Türkiye’ye Gelen Yabancı Ziyaretçilerin Gelir Grubuna Göre Dağılımı (Yüzde)

Gelir Grubu	2001 payı (%)	2009 payı (%)	Artış (milyon kişi)
Düşük	13,39%	12,27%	1,2
Orta	72,98%	69,55%	7,2
Yüksek	13,63%	18,17%	2,5

Türkiye’ye gelenlerin en büyük bölümünü oluşturan orta gelirli olanların toplam içindeki oranı ise yüzde 72.98’den yüzde 65.55’e düşmüştür. Bu arada Türkiye’ye gelenlerin meslek gruplarına göre dağılımı incelendiğinde de yabancı ziyaretçilerde ilk sırayı yüzde 48 ile ücretli çalışanların aldığı, bu grubu yüzde 19 ile kendi hesabına çalışanlar ve işverenlerin izlediği görülmektedir. Gelenlerin yüzde 11’i emekli iken, yüzde 5’i de işsiz konumundaki kişilerden oluşmaktadır.

Kişi Başı Turizm Geliri :

Son 10 yıllık süreç içinde turizm sektöründe gözlenen bir diğer eğilim de kişi başına harcamaların azalmasıdır. 2001-2010 döneminde yabancı ziyaretçiden elde ettiği geliri 7-8 milyar dolardan 15-16 milyar dolara çıkararak Türkiye, kişi başı gelirlerde ise 700 dolardan 512 dolara kadar düşen bir dönem geçirmiştir. 2010 yılının sonlarına gelirken de bu rakamın 520 dolara indiği gözlenmektedir.

Yıllar	TOPLAM			Yabancı			Vatandaş		
	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama	Turizm Geliri (1000 \$)	Ziyaretçi Sayısı	Ort. Harcama
2001	10.067.155	13.450.121	748	7.386.246	11.276.532	655	2.680.908	2 173 589	1.233
2002	11.900.925	15.214.516	782	9.009.677	12.921.981	697	2.891.247	2 292 535	1.261
2003	13.203.144	16.302.050	810	9.676.623	13.701.418	706	3.526.520	2 600 632	1.356
2004	15.887.699	20.262.640	784	12.124.059	17.202.996	705	3.763.639	3 059 644	1.230
2005	18.153.504	24.124.501	752	13.929.300	20.522.621	679	4.224.203	3 601 880	1.173
2006	16.850.947	23.148.669	728	12.556.829	19.275.948	651	4.294.117	3 872 721	1.109
2007	18.487.008	27.214.988	679	13.989.952	23.017.081	608	4.497.055	4 197 907	1.071
2008	21.950.807	30.979.979	709	16.801.618	26.431.124	636	5.149.189	4 548 855	1.132
2009	21.249.334	32.006.149	664	15.853.074	27.347.977	580	5.396.260	4 658 172	1.158
2010	20.806.708	33.027.943	630	15.577.357	28.510.852	546	5.229.352	4 517 091	1.158
2011	17.811.488	28.727.581	620	14.009.448	24.922.819	562	3.802.040	3 804 762	999

Not : Dokuz aylık geçici veriler. (Ocak - Eylül)

Turizm Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı :

Turizm gelirleri GSYH içindeki pay yıllar itibari ile azalmakta olup turizm gelirlerinin GSYH içindeki payı 2000 yılında % 5,1 iken 2010 yılında % 2,80 olmuştur.

Turizm Gelirlerinin GSYH İçindeki Payı			
Yıllar	GSYH	Gelir	Pay
2001	196.736	10.067	5,10%
2002	230.494	11.901	5,20%
2003	304.901	13.203	4,30%
2004	390.387	15.888	4,10%
2005	481.497	18.154	3,80%
2006	526.429	16.851	3,20%
2007	648.754	18.487	2,80%
2008	742.094	21.951	3,00%
2009	616.703	21.249	3,40%
2010	735.828	20.807	2,80%

5. AKTAY OTEL İŞLETME A.Ş.'NİN ŞİRKET VE FAALİYET BİLGİLERİ

5.1. Genel Bilgiler

5.1.1. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket, sermaye ve sermaye dağılımını gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Hissedarlar	Sermaye	Ödenmiş Sermaye
Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8.550.000	2.137.500
Ahmet Akbalık	232.000	230.000
Urfi Akbalık	79.000	0
Okay Ayrar	1.000	0
İnt-Er Yapı İnşaat Turizm San.Tic.A.Ş.	138.000	0
TOPLAM	9.000.000	2.367.500

5.1.2. Kiralama Sözleşmesi Bilgileri

Aktay Otel İşletmeciliği A.Ş. ile Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. arasında imzalanan sözleşmeye ilişkin özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

Sözleşme Tarihi : 28 Şubat 2011

Sözleşme Tarafları : Aktay Otel İşletmeleri A.Ş. (**Kiracı**) ve Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. (**Kiralayan**)

Sözleşme Konusu : "Kamu Arazilerinin Turizm Yatırımlarına Tahsisi Hakkında Yönetmeliğin 16'nci maddesi gereğince Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş. lehine irtifak hakkı tesisi yoluyla kesin tahsis yapılan 480 numaralı parselde bağlı üst hakkı ve bu parsel üzerinde konumlandırılan ELA QUALITY RESORT HOTEL binaları ile 5 numaralı parsel üzerinde konumlandırılan personel lojmanı olarak kullanılan tesislerin ve her iki Tesise ait tüm ünitelerin, Makine, Tesisat ve Teçhizatı, Mobilya, Mefruşat ve Teçhizatı, İşletme Teçhizatı, tüm demirbaşlar ve teçhizatları ile birlikte 5 yıldızlı otel olarak işletmek üzere kiralanmasıdır.

Süre : Sözleşme otelin kiracıya fiilen teslimi ile başlayacak olup 2 yıl süreli olarak akdedilmiştir.
Kiracı sözleşmeyi hitam tarihinden evvel (90) gün içinde yenilemeyeceğini bildirmediği takdirde sözleşme yukarıda yazılı süre kadar uzatılır.

Kira Bedeli : İlk yıl için kira bedeli 6.000.000,-ABD \$
İkinci yıl için asgari kira bedeli 7.000.000,-ABD \$

Kira Ödemesi : Her yıl Haziran – Eylül – Aralık aylarının en geç son günü olmak üzere üç eşit taksitte ödenecektir.

5.2. Kiralama Konusu Otel ve Personel Lojmanları Hakkında Bilgiler

“Aktay Turizm Yatırımları ve İşletmeleri A.Ş.” mülkiyetinde ve Antalya - Belek'te bulunan “Ela Quality Resort Hotel” ile yine aynı bölgede yer alan ve personel lojmanı amaçlı kullanılan yapılara ait özet bilgiler aşağıda sunulmuştur.

- Antalya - Belek bölgesindeki **Ela Quality Resort Hotel**, “Kamu Arazisinin Turizm Yatırımlarına Tahsis Hakkında Yönetmeliğin 16'ncı Maddesi” ne göre Şirket lehine irtifak hakkı tesisi yolu ile kesin tahsis yapılmış olan yaklaşık 90.000,-m² yüzölçümlü arazi üzerinde konumlandırılmış olup yaklaşık 110.000,-m²lik kullanım alanına sahiptir.

Ela Quality Resort Hotel Toplam Kullanım Alanları (m²)	
Mahal Adı	Alan (m²)
İdari Kısımlar	7.893,00
Diğer Alanlar	4.000,00
Teknik Kısımlar	12.893,00
Spa + Wellness	4.856,00
Toplantı Alanları	3.722,00
Yeme İçme Bölümü	10.852,00
Oda	32.109,00
Diğer Alanlar (Balkon ve Teras)	9.162,00
KAPALI ALANLAR TOPLAMI	85.487,00
Havuz Alanı	12.907,00
Diğer Açık Alanlar	4.240,00
Peyzaj Alanı (Yürüyüş Yolları + Meydanlar Çevre Düzenlemesi)	7.453,00
AÇIK ALANLAR TOPLAMI	24.600,00
GENEL TOPLAM	110.087,00

- Aynı bölgede 8.562,-m² yüzölçümlü arsa üzerinde konumlandırılan, 10.250,-m² kapalı alana sahip personel lojmanı olarak kullanılan bina bulunmaktadır.

Açıklama	Alan (m²)
Ana Bina	4.870
Teras	910
Dinlenme Alanları	410
Makine Dairesi	150
Gün Isı Sistemleri	1.050
TOPLAM (I)	7.390

- Söz konusu parsel üzerinde yer alan diğer kullanım alanlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Açıklama	Alan (m²)
Havuz	120
Sportif Alanlar	1.500
Jen , Trafo ,Kazan	115
Sera	310
Güvenlik	15
Otopark	800
TOPLAM (II)	2.860

EK HİZMET BİNASI OLARAK ANILAN YAPILARIN TOPLAM ALANI (I + II)

10.250

5.2.1. ELA QUALITY RESORT HOTEL Pazar Bilgileri

Şirket kayıtlarının incelenmesi ve tarafımıza sunulan bilgilerin incelenmesiyle, Otel müşterilerinin yaklaşık % 15 'ini yerli turistlerin ve % 85 'ini ise yabancı turistlerin oluşturduğu anlaşılmaktadır. Yabancı turistlerin ülke bazında dağılımlarına bakıldığında aşağıdaki ülkeler ön plan çıkmaktadır.

- BDT Ülkeleri
- Almanya
- Belçika
- Hollanda
- İngiltere
- Balkan Pazarı
- Ortadoğu Pazarı
- İskandinav Pazarı

5.2.2. ELA QUALITY RESORT HOTEL'in Rekabet Ettiği Diğer Oteller

Ela Quality Resort Hotel konaklama fiyatları, Antalya bölgesi benzer otellerinin en üst fiyat aralıklarında bulunmakta olup tesis bölgede en yüksek fiyatlanan 3-4 tesisten birisi konumundadır. Aynı bölgede bulunan Rixos Premium, Gloria, Cornelia, Calista oteller ile rekabet edilmektedir.

Ela Quality Resort Hotel'in bölgede yer alan diğer oteller ile rekabette avantaj olarak kabul ettiği üstün özellikler;

- Mimari konsept
- İşletme konsepti
- Çocuk ve aile konseptinin ön plana çıkarılması ve
- Mimari yapının işletme verimliliğine uygun olarak yapılması

olarak sıralanmaktadır.

5.2.3. ELA QUALITY RESORT HOTEL Satış Stratejileri

Pazarlama faaliyetleri, ağırlıklı olarak tur operatörleri vasıtasıyla yapılmakta olup kapıdan satış ve call center vasıtasıyla yapılan pazarlama faaliyetleri de vardır.

Şirket, farklı Pazar bölgeleri için farklı tur operatörleri ile anlaşmalar yapmıştır.

Avrupa Pazarı	:	TUI
BDT Pazarı	:	Teztur, Odeon, Pegas, Anex
Türkiye Pazarı	:	Setur, Jolly Tur

Özellikle, 2011 yılı başında TUI ile yapılan anlaşma ile TUI'nin Türkiye'de ilk olarak uygulayacağı "Puravida" konsepti Ela Quality Resort Hotel'de uygulanacaktır.

"Pruvida" konsepti ile dinlenme ve eğlence bir arada bulunmakta olup Göl Evleri bölgesi bu tarz tatili sevenler için düzenlenmiştir. Kalabalık, eğlence ve hareketi sevenler ise tesisin ana bina ve ana havuz bölgesi ise için düzenlenmiştir.

Bu sözleşme ile tesis kapasitesinin önemli bir kısmı TUI müşterilerine ayrılmış olup Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül ve Ekim ayları dışında kalan dönemlerle ilgili yaşadığı doluluk problemi çözülebilecektir. Özellikle kış aylarında TUI tarafından Avrupa'dan getirilecek misafirlerle otelin doluluk artışı sağlanacak ve bu dönemlerle ilgili karlılık hedefi artırılacaktır.

5.2.4. Kiralama Dönemine İlişkin "Net Satış Gelirleri"

Sözleşme konusu tesisin, Aktay Otel İşletmeleri A.Ş. 'nin 30.09.2011 tarihli dönemine ilişkin "**Konaklama1**"

- satışa hazır yatak sayısı
- satılan yatak sayısı ve doluluk oranları
- yatak ortalama satış bedeli

ve "**Diğer Gelir2**" bilgilerinden oluşan "**TOPLAM NET SATIŞLAR**"a ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

KONAKLAMA NET GELİRİ , TL	2011/09
Konaklama Geliri	47.607.971
Ortalama Yatak Satış Geliri	217
Büyüme %	0,8%
Satılabilir Yatak Kapasitesi	499.573
Satılan Yatak / Toplam Yatak	89,2%
Toplam Yatak Kapasitesi	560.275

Toplam Yatak Kapasitesi: Tesislerin yatak sayısı 1.535 adet olup yatak sayısının 365 gün satılabileceği varsayılarak 560.275 olarak hesaplanmıştır.

Satılabilir Yatak Kapasitesi: Kış sezonunda kapalı olan bölümlere ait (villalar, göl evleri vs) yatak sayıları kapasiteye dahil edilmeden hesaplanmıştır.

DİĞER NET GELİRLER , TL	2011/09
Diğer Gelirler	5.354.575
Diğer Gelirler / Konaklama Gelirleri	11,2%
Sunulan Hizmet İle İlgili Diğer Gelirler	3.077.465
Ekstra Yiyecek Gelirleri	512.077
Ekstra İçecek Gelirleri	720.050
SPA Gelirleri	1.845.337
Diğer Gelirler	856.618
Diğer İşletme Gelirleri	777.255
Dükkan Gelirleri	79.363
Dükkan Kira Gelirleri	1.420.492

Net Satışlar , TL	52.962.546
Net Konaklama Gelirleri	47.607.971
Net Konaklama Dışı Gelirler	5.354.575

¹ **Konaklama Geliri** : 30.09.2011 tarihli mali tablolarda brut konaklama geliri olarak 50.676.000,-TL görülmektedir. Ancak, 30.09.2011 tarih ve saat 23:59 itibari ile otelde konaklamaya devam eden misafirlere ait gelirler faaliyet raporlarına yansıtılmaktadır. Faturalandırma müşteri otelden çıkış yaptıktan sonra gerçekleştirilmektedir. Diğer bir deyişle, gelir müşteri otelden çıkış yaptıktan sonra faturalandırılmakta ve 600 lü hesaplara gelir olarak kaydedilmektedir.

² Diğer gelir kalemlerinden, "**Sunulan Hizmetler ile İlgili Diğer Gelirler**" konaklama sayısı ve konaklayan müşteri profili ile ilişkilidir. "**Diğer Gelirler**" ve "**Dükkan Kira Geliri**" kalemleri ise dolulukla doğrudan doğruya ilgili değildir. Ancak, söz konusu gelirlerin artmasında otel doluluk oranı ve müşteri profili önemli rol oynamaktadır. Diğer bir deyişle, konaklama gelirlerindeki % lik artış bu gelir kalemlerinde aynı oranda yansımayaacaktır. Genel olarak ise konaklama gelirlerindeki artış söz konusu gelir kalemlerini de pozitif olarak etkileyecektir.

5.2.5. Kiralama Dönemine İlişkin "Maliyet ve Faaliyet Giderleri"

Satılan Hizmet Maliyeti, TL	2011/09
SHM (Amortisman Dahil)	22.265.266
SH (A. Dahil) / Net Satışlar	42,04%
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	42.842
Satılan Hizmet Maliyeti	22.222.424
Amortisman Gideri	0
SHM (Amortisman Hariç)	22.265.266
SHM (A. Hariç) / Net Satışlar	42,04%
Faaliyet Gideri , TL	2011/09
Faaliyet Gideri (Amortisman Dahil)	15.333.713
Faaliyet Gideri (Amortisman Dahil) / Net Satışlar	28,95%
Pazarlama ve Satış Gideri	6.316.311
Genel Yönetim Gideri	9.017.402
Kira Ödemeleri	8.758.266
Sabit Kira Ödemesi	
Ciro Payı Ödemesi	
Diğer Genel Yönetim Gideri	238.412
Amortisman Gideri	20.724
Faaliyet Gideri (Amortisman Hariç)	15.312.989
Faaliyet Gideri (A.Hariç) / Net Satışlar	28,91%

Sözleşme konusu tesislere yapılan "Bakım Onarım" ve "Malzeme Gideri" harcamalarının değerlendirme konusu Şirket tarafından gerçekleştirildiği ve bu tutarların sonradan kiralayan şirket'e fatura edildiği anlaşılmaktadır.

6. AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.MALİ TABLOLARI

6.1. Şirket Bilançoları

Şirket tarafından tarafımıza sunulan bilanço formatındaki mali tablolar aşağıda verilmiştir.

AKTİF (VARLIKLAR)	30.06.2011	31.09.2011
I- DÖNEN VARLIKLAR	35.234.707	47.925.055
HAZIR DEĞERLER	26.870.921	36.398.729
Kasa	579.273	385.097
Alınan Çekler	10.622.542	2.809.568
Bankalar	15.328.382	32.565.978
Verilen Çekler ve Ö.E.(-)	-491.105	0
Diğer Hazır Değerler	831.829	638.086
TİCARİ ALACAKLAR	5.737.371	9.397.554
Alıcılar	5.712.421	7.474.654
Alacak Senetleri	24.950	1.907.500
Verilen Depozito ve Teminatlar	0	15.400
STOKLAR	2.461.991	1.306.002
İlk Madde ve Malzeme	2.452.982	1.296.127
Ticari Mallar	9.009	5.710
Verilen Sipariş Avansları	0	4.165
GELECEK AYLARA AİT GİD.ve G.TAH.	25.906	120.480
Gelecek Aylara Ait Giderler	25906,22	31.708
Gelir Tahakkukları		88.771
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	138.518	702.291
Devreden K.D.V.	0	0
Diğer K.D.V.	127.576	59.693
İş Avansları	6.652	635.872
Peşin Ödenen Vergi ve Fonlar	535	5.229
Personel Avansı	3.755	1.486
Sayım ve Tesellüm Noksanları	0	10
II- DURAN VARLIKLAR	132.947	1.039.887
MADDİ DURAN VARLIKLAR	0	900.000
Arazi ve Arsalar	0	0
Binalar	0	0
Tesis,Makine ve Cihazlar	0	0
Taşıtlar	0	0
Demirbaşlar	0	0
Birikmiş Amortismanlar(-)	0	0
Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
Verilen Avanslar	0	900.000
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	124.344	117.436
Haklar	0	0
Kuruluş ve Örgütlenme giderleri	138.160	138.160
M.O.D.V Fin.Kir.Konusu Kıymetler	0	0
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
Birikmiş Amortismanlar (-)	-13.816	-20.724
GELECEK YILLARA AİT GİD.ve G. TAH.	8.604	22.451
Gelecek Yıllara Ait Giderler	8.604	22.451
DİĞER DURAN VARLIKLAR	0	0
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI	35.367.655	48.964.942



P A S İ F (KAYNAKLAR)	30.06.2011	31.09.2011
I-KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	32.140.019	32.399.105
MALİ BORÇLAR	297.746	338.042
Banka Kredileri	297.746	338.042
TİCARİ BORÇLAR	8.965.364	15.493.811
Satıcılar	8.965.364	15.493.811
DİĞER BORÇLAR	759.741	808.344
Personele Borçlar	759.741	808.344
ALINAN AVANSLAR	20.615.270	5.911.681
Alınan Sipariş Avansları	20.615.270	5.911.681
ÖDENECEK VERGİ ve DİĞER YÜK.	467.985	827.077
Ödenecek Vergi ve Fonlar	171.389	497.418
Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri	296.596	329.659
BORÇ ve GİDER KARŞILIKLARI (-)	756.041	8.236.183
Maliyet Giderleri Karşılıkları (-)	756.041	8.236.183
GELECEK AYLARA AİT GELİRLER ve GİDER TAHAKKUKLARI	277.873	783.903
Gelecek Aylara Ait Gelirler	277.873	55.244
Gider Tahakkukları	0	728.659
DİĞER KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	63
Sayım ve Tesellüm Fazlaları	0	63
II- UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	28.639
GELECEK YILLARA AİT GELİRLER VE GİDER TAHAKKUKLARI	0	28.639
Gelecek Yıllara Ait Gelirler	0	0
Gider Tahakkukları	0	28.639
DİĞER UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR	0	0
III- ÖZ KAYNAKLAR	3.227.635	16.537.197
ÖDENMİŞ SERMAYE	230000	2.137.500
Sermaye	9.000.000	9.000.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	-8.770.000	-6.862.500
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	0	0
SERMAYE YEDEKLERİ	0	0
KAR YEDEKLERİ	0	0
Özel Fonlar	0	0
GEÇMİŞ YILLAR KARLAR	0	0
GEÇMİŞ YILLAR ZARARLAR(-)	0	0
DÖNEM NET KARI(ZARARI)	2.997.635	14.399.697
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI	35.367.655	48.964.942

6.2. Şirket Gelir Tabloları

Şirket tarafından tarafımıza sunulan gelir tabloları aşağıda verilmiştir.

	30.06.2011	31.09.2011
BRÜT SATIŞLAR	20.528.345	56.145.932
<i>Yurtiçi Satışlar</i>	19.089.385	54.616.468
<i>Yurtdışı Satışlar</i>		
<i>Diğer Gelirler</i>	1.438.960	1.529.464
SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)	-38.322	-3.183.386
NET SATIŞLAR	20.490.022	52.962.546
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	-10.549.005	-23.137.769
<i>Satılan Mamuller Maliyeti (-)</i>	0	0
<i>Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)</i>	-14.432	-42.842
<i>Satılan Hizmet Maliyeti (-)</i>	-10.534.573	-23.094.928
<i>Diğer Satışların Maliyeti (-)</i>	0	0
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	9.941.018	29.824.777
FAALİYET GİDERLERİ (-)	-6.397.599	-15.112.277
<i>Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)</i>	0	0
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)</i>	-1.237.624	-6.094.875
<i>Genel Yönetim Giderleri (-)</i>	-5.159.974	-9.017.402
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	3.543.419	14.712.499
DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİR	1.231.153	2.413.500
<i>Faiz Gelirleri</i>	3.566	269.832
<i>Kambiyo Karları</i>	1.227.587	2.143.668
DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDER(-)	-2.120.875	-3.559.721
<i>Kambiyo Zararları(-)</i>	-2.120.875	-3.355.996
<i>Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)</i>	0	-203.725
FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	-16.646	-34.369
<i>Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)</i>	-16.646	-34.369
<i>Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)</i>	0	0
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	2.637.052	13.531.909
OLAĞANDIŞI GELİR VE KARLAR	372.225	881.487
<i>Önceki Dönem Gelir ve Karları</i>	372.225,43	0
<i>Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar</i>	0	881.487
OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARARLAR (-)	-11.642	-13.699
<i>Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları (-)</i>	-4469,26	0
<i>Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)</i>	-7172,6	-4.469
<i>Diğer Olağandışı Gider ve Zararları (-)</i>	0	-9.229
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	2.997.635	14.399.697
DÖNEM KARI VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜK k. (-)	0	0
DÖNEM NET KARI VEYA ZARARI	2.997.635	14.399.697

7. ŞİRKET DEĞERLEME ÇALIŞMALARI

Bu çalışmada, değerlendirme konusu Şirket (Şirket hisse senetlerinin) değerinin tespiti amacıyla, genel kabul görmüş üç ayrı değerlendirme yöntemlerinden uygulanabilir olanlarına yer verilmiştir.

7.1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yaklaşımında birim hisse senedi fiyatlamasında,

- Fiyat/Kazanç,
- Piyasa Değeri/Defter Değeri ve
- Fiyat/Nakit Akışı

oranları kullanılmaktadır.

Piyasa çarpanları yaklaşımında genel olarak, ülkemizdeki tek organize hisse senetleri piyasası olan İMKB verileri esas alınmaktadır.

Ancak bu çalışmada, İMKB 'nda işle sırası bulunan şirketler içerisinde değerlendirme konusu şirkete benzer faaliyet gösteren şirket verisi olmaması ve konu Şirket'in faaliyetlerine yeni başlaması, henüz tam bir faaliyet dönemi dahi geçirmemiş olduğu hususları dikkate alınarak değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları Yöntemi"ne yer verilmemiştir.

7.2. Öz varlık Yöntemi

Öz varlık Değeri, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket'in tasfiye değeri olarak da adlandırılmaktadır.

III- ÖZ KAYNAKLAR	3.227.635	16.537.197
ÖDENMİŞ SERMAYE	230000	2.137.500
Sermaye	9.000.000	9.000.000
Ödenmemiş Sermaye (-)	-8.770.000	-6.862.500
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	0	0
SERMAYE YEDEKLERİ	0	0
KAR YEDEKLERİ	0	0
Özel Fonlar	0	0
GEÇMİŞ YILLAR KARLAR	0	0
GEÇMİŞ YILLAR ZARARLAR(-)	0	0
DÖNEM NET KARI(ZARARI)	2.997.635	14.399.697

Şirket öz varlıklarının hesaplanmasına esas alınacak mali tablo yukarıda sunulmuş olup 30.09.2011 tarihi itibarı ile Şirket Öz varlık Değeri 16.537.197,-TL'dir.

Ancak, Aktay Otel ... A.Ş. öz sermayesini oluşturan kalemlere bakıldığında dönem karın (87 % si) önemli bir paya sahip olduğu ve Aktay Turizm Yatırımları ... A.Ş. ile yapılan sözleşmesinin iki yıllık olduğu hususları dikkate alınarak değerlendirme konusu Şirket'in değerlendirme çalışmalarında, "öz varlık değeri (tasfiye değeri)" yöntemiyle bulunan 16.537.197,-TL'lik değer esas alınmasının hatalı sonuçlara yol açabileceği kanaatine varılmış olup ve bu yöntemle hesaplanan değer, diğer yöntemlerle bulunacak değerlerle karşılaştırılması ve nihai değer taktirinde bir alt sınır olarak alınabilmesini teminen, bilgi amaçlı olarak verilmiştir.

7.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (DCF-İNA) Analizi

İNA Analizi kullanılarak, değerlendirme konusu Şirket'in

- kiracı olarak taraf olduğu sözleşme şartları,
- 30.09.2011 tarihli mali tabloları,
- sektör beklentileri,

dikkate alınarak, Şirket'in gelecekte yaratması öngörülen nakit akımları ve bu nakit akımlarından yola çıkılarak Şirket'in bu günkü değeri belirlenmeye çalışılmıştır.

Şirket'in sözleşme süresi boyunca yaratması beklenen nakit akımlarının değeri, **Serbest Nakit Akımları** ve **Ekonomik Kar Yöntemi** dikkate alınarak ayrı ayrı hesaplanmış olup bu değerden firma yabancı kaynakları düşülmek suretiyle "**Özkaynak Değeri**" bulunmuştur.

Projeksiyon dönemlerine yönelik yönelik nakit akımlarının hesaplanmasında, aşağıda sunulan varsayımlar esas alınmıştır.

7.3.1. Varsayımlar

i. Net Satış Gelirleri Varsayımı :

"Net Satış Gelirleri", "Net Konaklama Geliri" ve "Net Diğer Gelir" kalemlerinde oluşmakta olup 31.09.2011 tarihli mali tablolar ve Şirket'in taraf olduğu sözleşme şartları dikkate alınarak "Net Satış Geliri" varsayımında bulunulmuştur.

- Konaklama Net Gelir³ Varsayımı :

Aktay Otel 2011 yılı yedi aylık (28.02.2011 ile 30.09.2011 tarihleri arası) faaliyet dönemi boyunca **206.700** adet "**Satılan Yatak Sayısı**"na ulaşmış olup aşağıdaki tabloda aylar itibari ile "**Satılan Yatak Sayısı**" sunulmuştur.

Satılan Yatak	Mar.11	Nis.11	May.11	Haz.11	Tem.11	Ağu.11	Eyl.11	TOPLAM
Standart	11.345	11.115	16.121	19.627	22.084	17.452	20.731	118.475
Aile dubleks	1.972	1.857	3.349	5.296	5.924	5.688	4.704	28.790
Suit - balayı	830	698	1.598	2.359	2.791	1.700	2.235	12.211
Göl evleri	2.258	3.079	6.613	7.921	8.770	7.258	8.591	44.490
Villalar 5	8	84	135	385	483	371	145	1.611
Villalar 2	0	8	209	343	153	232	178	1.123
	16.413	16.841	28.025	35.931	40.205	32.701	36.584	206.700

Tesis, 2011 yılı ilk iki aylık (Ocak - Şubat) dönemde, **malik Aktay Turizm Yatırımları ... A.Ş.** tarafından işletilmiş olup bu dönemlere ait "**Satılan Yatak Sayısı**" **12.965** adettir. 2011 yılı dokuz aylık dönemde toplam "**Satılan Yatak Sayısı**" ise **219.665** adettir.



³ Konaklama Net Gelir Varsayımında, 30.09.2011 tarih ve saat 23:59 itibari ile faturalaştırılmış ve 600 lü hesaplara yansıtılmış konaklama gelirleri esas alınmıştır.

Aktay Otel'in tesisleri işletmeye başlama tarihi **28.02. 2011** ile **30.09.2011** tarihleri arasındaki dönem itibari ile Şirket **47.607.971,-TL (29.258.996,-ABD \$)** "Net Konaklama Geliri" yaratmıştır. "Ortalama Yatak Satış Fiyatı" ise **230,-TL (141,55ABD \$)** olarak gerçekleşmiştir.

Net Konaklama Geliri , \$	2011/09
Konaklama Geliri	29.258.996
Ortalama Yatak Satışı	141,55
Satılan Yatak Adedi	206.700
Yatak Doluluk Oranı %	41,4%
Satılabilir Yatak Kapasitesi	499.573
Satılabilir Yatak / Toplam Yatak	89,2%
Toplam Yatak Kapasitesi	560.275

Projeksiyon dönemleri boyunca ;

- Şirket öngörülere esas alınarak **2011** yıl sonu için belirlenen **274.373** adet satılan yatak sayısı, Aktay Otel öncesinde tesisleri işletmekte olan malik Aktay Turizm Yatırımları A.Ş.'nin yıllık / dönemsel gerçekleştirmeleri dikkate alınarak ,
 - o **2011** yılı tesis bazında "**Satılan Yatak Sayısı**"nın **270.189** adet olarak gerçekleşebileceği (2010/09 gerçekleşmesinin 2010 yıl sonu gerçekleşmesi oranınının 2011/09 gerçekleşmesine uygulanması suretiyle) ve Aktay Turizm Yatırımları A.Ş. işletmeciliği döneminde gerçekleştirilen **12.965** adet "**Satılan Yatak Sayısı**" da dikkate alındığında, **Aktay Otel** 2011 yılı on aylık faaliyet dönemi itibari ile "**Satılan Yatak Sayısı**"nın **257.224** adet olarak gerçekleşeceği,
 - o **2012** tam yıl itibari ile **Aktay Otel'in 303.530** adet "**Satılan Yatak Sayısı**"na ulaşacağı ve
 - o **2013** tam yıl için tesis bazında toplam **336.081** adet "**Satılan Yatak Sayısı**"na ulaşılacağı ve **Aktay Otel'in** 2013 yılı faaliyet dönemlerine ilişkin "Konaklama Net Gelirleri"nin, 2011 ilk iki aylık net satışların yıl sonu tahmini net satışlara oranında gerçekleşeceği,

varsayımları ışığında "**Net Konaklama Gelirleri**" belirlenmiştir.

Ayrıca, yaz aylarındaki doluluk oranlarına göre doluluk oranı oldukça düşük olan ilkbahar + sonbahar + kış dönemlerine yönelik farklı tur operatörleri anlaşmalar gerçekleştirilmiş olup bu anlaşmalar sonucunda ölü olarak tabir edilen dönemlerde **20 %** oranında kapasite artışı beklenmektedir. Yapılan analizlerde bu beklenti dikkate alınmış olup projeksiyon dönemlerine kademeli olarak yansıtılmıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında gerçekleştirilen projeksiyonlar aşağıda sunulmuştur.

Net Konaklama Geliri , \$	2011	2012	2013
Konaklama Geliri	34.588.683	42.039.837	2.991.926
Ortalama Yatak Satışı	134,47	138,50	142,66
Satılan Yatak Adedi	257.224	303.530	336.081
Yatak Doluluk Oranı %	51,5%	60,1%	65,1%
Satılabilir Yatak Sayısı	499.573	505.176	516.381
Satılan Yatak / Toplam Yatak	89,2%	90,2%	92,2%
Toplam Yatak Sayısı	560.275	560.275	560.275

- Diğer Gelir (Net) Varsayımı :

Diğer Gelirler, “Sunulan Hizmet Gelirleri” (Ekstra Yiyecek, Ekstra İçecek ve SPA Geliri) ve “Diğer Gelirler” (Diğer İşletme Gelirleri, Dükkan Gelirleri ve Dükkan Kira Gelirleri)’inden oluşmaktadır. Aktay Otel 2011 yılı faaliyet dönemlerine ilişkin gerçekleşen “Diğer Net Gelirler” aşağıda sunulmuştur.

Diğer Gelirler , TL	2011/09
Diğer Gelirler	5.354.575
Diğer Gelirler / Konaklama Gelirleri	11,2%
Sunulan Hizmet Gelirleri	3.077.465
Ekstra Yiyecek Gelirleri	512.077
Ekstra İçecek Gelirleri	720.050
SPA Gelirleri	1.845.337
Diğer Gelirler	2.277.111
Diğer İşletme Gelirleri	777.255
Dükkan Gelirleri	79.363
Dükkan Kira Gelirleri	1.420.492

Söz konusu gelir kalemleri ile “Konaklama Gelir”leri arasında güçlü bir bağ bulunmaktadır. Bu nedenle, Aktay Otel işletmeciliği öncesi tesisleri işleten malik Aktay Turizm Yatırımları A.Ş.’nin yıllık dönemsel gerçekleştirmeleri incelenmiş ve 2010 yılı “Diğer Gelir / Konaklama Net Gelir” oranı gerçekleşmesi baz alınarak hesaplanan “Diğer Net Gelir” beklentileri aşağıda sunulmuştur.

Diğer Gelirler , \$	Diğer Gelir / Konaklama N. Geliri	2011	2012	2013
Diğer İşletme Net Gelirleri		4.949.380	6.015.584	428.122
Diğer Gelirler / Konaklama Gelirleri		14,31%	14,31%	14,31%
Sunulan Hizmet Geliri	6,3%	2.170.081	2.637.564	187.712
Ekstra Yiyecek Gelirleri	1,6%	551.655	670.493	47.718
Ekstra İçecek Gelirleri	1,1%	394.333	479.281	34.110
SPA Gelirleri	3,5%	1.224.094	1.487.790	105.884
Diğer Gelirler	8,0%	2.779.298	3.378.019	240.410
Diğer İşletme Gelirleri	3,7%	1.277.098	1.552.213	110.469
Dükkan Gelirleri	0,3%	90.791	110.349	7.853
Dükkan Kira Gelirleri	4,1%	1.411.409	1.715.458	122.087

- Toplu Sunum :

“Konaklama Gelir”leri ve “Diğer Gelir”lerden oluşan “NET SATIŞ GELİRLERİ” beklentileri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Net satışlar , \$	2011	2012	2013
Net Satışlar	39.538.063	48.055.421	3.420.048
Büyüme %	21%	22%	
Net Konaklama Gelirleri	34.588.683	42.039.837	2.991.926
Net Konaklama Dışı Gelirler	4.949.380	6.015.584	428.122



ii. *Maliyet ve Gider Varsayımları :*

Maliyet ve Gider Varsayımları "Satışların Maliyeti" ve "Faaliyet Gideri" Varsayımları başlığında toplanmıştır.

- *Satılan Hizmet Maliyeti Varsayımı :*

Aktay Otel 2011 yılı faaliyet dönemlerine ilişkin "**Satılan Hizmet Maliyeti**" **23.137.769,-TL (14.220.054,-ABD \$)** olarak gerçekleşmiş olup aynı dönemde **872.504,-TL**'lik "**Bakım Onarım Gideri**" gerçekleştirilmiştir.

Aktay Otel A.Ş. ile malik **Aktay Turizm Yatırımları A.Ş.** arasında yapılan sözleşme uyarınca kiralama dönemlerinde kiracı tarafından gerçekleştirilen "Bakım Onarım, Malzeme Harcamaları (linen gibi) ve Yenileme Yatım Harcamaları" kiracı şirket tarafından gerçekleştirilecek ve bu giderler kiralayan Şirket'e fatura edilecektir. Projeksiyon dönemleri boyunca da herhangi bir MDV yatırımı planlanmamaktadır.

Geçekleşmelere ilişkin yapılan açıklamalar dikkate alınarak , 2011 yılı ilk dokuz ay itibariyle (mart 2011 de başlamaktadır) faaliyetlerle ilgili "**Satılan Hizmet Maliyeti**" **22.265.266,-TL (13.683.829,-ABD \$)** ve "**Satılan Hizmet Maliyeti / Net Satışlar**" oranı ise yaklaşık **42 %** olarak gerçekleşmiştir.

SHM , TL	2011/09
SHM (Amortisman Dahil)	22.265.266
SH / Net Satışlar	42,04%
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	42.842
Satılan Hizmet Maliyeti	22.222.424
Amortisman Gideri	0
SHM (Amortisman Hariç)	22.265.266
SH / Net Satışlar	42,04%

Turizm, sezona bağlı olarak dalgalanmalar göstermekte olup tesis yaz dönemlerinde tam kapasite ile çalışmakta ancak ilkbahar + sonbahar + kış dönemlerinde doluluk oranları yaz aylarına göre oldukça düşük seyrettiği ve tesislerin malik Aktay Turizm Yatırımları ... A.Ş. tarafından işletildiği dönemlerdeki gerçekleşen oranlar dikkate alındığında, "**Satılan Hizmet Maliyeti / Net Satışlar**" oranının 2011 ve diğer projeksiyon dönemleri için **45 %** olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu varsayım altında hesaplanan Satılan Hizmet Maliyeti projeksiyon dönemlerince aşağıda sunulmuştur.

SHM , \$	2011	2012	2013
SHM	17.792.128	21.624.939	1.539.022
SHM / NS	45,00%	45,00%	45,00%
Amortismanlar	0	0	0

- Faaliyet Gideri Varsayımı :

Faaliyet Gideri, "Pazarlama ve Satış" ve "Genel Yönetim Giderleri"nden oluşmaktadır.

Faaliyet Gideri , TL	2011/09
Faaliyet Gideri (Amortisman Dahil)	15.333.713
Pazarlama ve Satış Gideri	6.316.311
Genel Yönetim Gideri	9.017.402
Kira Ödemeleri	8.758.266
Sabit Kira Ödemesi	
Ciro Payı Ödemesi	
Diğer Genel Yönetim Gideri	238.412
Amortisman Gideri	20.724
Faaliyet Gideri (Amortisman Hariç)	15.312.989

Gerçekleşmiş "Faaliyet Gider"leri incelendiğinde "Genel Yönetim Giderlerinin önemli bir kısmını kira ödemelerinin oluşturduğu ve 30.09.2011 tarihli mali tablolarda 8.758.266,-TL (5.382.671,-ABD \$) kira ödemesi gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır.. Yapılan sözleşme gereği tesis kirası;

- "Sabit Kira Ödemesi" ve
 - İlk yıl 6.000.000,-ABD \$ (2011 yılı için 5.000.000,-ABD \$) ve
 - ikinci yıl ise asgari 7.000.000,-ABD \$ (2012 yılı için 6.833.333,-ABD \$ ve 2013 yılı Ocak - Şubat ayları için 1.166.667,-ABD \$)
 - "Ciro Payı" ndan
 - yıllık cironun 3 % ü
- oluşmaktadır.

Tesislerin malik **Aktay Turizm Yatırımları A.Ş.** tarafından işletildiği son üç döneme ait "Faaliyet Giderleri / Net Satışlar" oranı ortalaması yaklaşık 7,50 % olup Aktay Otel'in 2011 yılı yedi aylık faaliyet döneminde gerçekleşen "Faaliyet Gideri / Net Satışlar" oranı (tesis kirası giderleri hariç) yaklaşık 17,50 % 'dir.

Faaliyet Giderini oluşturan kalemler bazında incelendiğinde ;

- "Diğer Genel Yönetim Gideri / Net Satışlar" oranının son üç yıla ait ortalamasının 1,08 % ve 2011 / 09 faaliyet dönemi gerçekleşmesi ise 0,45 % dir. 2011 yılı yedi aylık gerçekleşmesinin geçmiş üç yıl ortalaması ile tutarlılık gösterdiği görülmektedir.
- "Pazarlama ve Satış / Net Satış" oranının son üç yıla ait ortalamasının 6,40 % ve 2011 / 09 faaliyet dönemi gerçekleşmesi ise 12 % dir. 2011 yılı yedi aylık dönem gerçekleşmesinin geçmiş yıl ortalamasının üzerinde çıkmasının nedeni tur operatörleri ile yapılan anlaşmalara göre gerçekleştirilen pazarlama giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu giderlerin projeksiyon dönemleri boyunca gerçekleştirileceği varsayılmıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında gerçekleştirilen “Faaliyet Gideri” varsayımları aşağıda sunulmuştur.

Faaliyet Gideri , \$	2011	2012	2013
Faaliyet Gideri (Amortisman Dahil)	13.244.692	16.766.389	1.873.591
Faaliyet Gideri / Net Satışlar	33,50%	34,89%	54,78%
Pazarlama ve Satış	4.744.568	5.766.650	410.406
Pazarlama-Satış / Net Satışlar	12,00%	12,00%	12,00%
Genel Yönetim Gideri	8.500.125	10.999.738	1.463.185
Kira Ödemeleri	6.186.142	8.274.996	1.269.268
Sabit Kira Ödemesi	5.000.000	6.833.333	1.166.667
Ciro Payı Ödemesi	1.186.142	1.441.663	102.601
Diğer Genel Yönetim Gideri	2.241.808	2.724.742	193.917
D. Genel Yönetim G. / Net Satışlar	5,67%	5,67%	5,67%
Amortisman Gideri	72.175	0	0
Faaliyet Gideri (Amortisman Hariç)	13.172.518	16.766.389	1.873.591

- Yenileme Yatırımları Varsayımı :

Söz konusu yatırım harcamalarının Şirket tarafından gerçekleştirildiği ve bu kalemlerin kiracı şirket'e fatura edilmesi nedeniyle analizlerde bu varsayımlara yer verilmemiştir.

iii. Diğer Projeksiyon Varsayımları :

Şirket'in gerçekleşen faaliyet oranları ve projeksiyon dönemlerinde esas alınan oranlar aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Geçmiş Yıllar Diğer Oranlar	2011/09	2011	2012	2013
İşletme Sermayesi/Net Satışlar				
Nakit İhtiyacı	68,73%	45%	40%	40%
Ticari Alacaklar	17,74%	18%	18%	18%
Stoklar	2,47%	2%	2%	2%
Diğer Dönen Varlıklar	1,55%	2%	2%	2%
Ticari Borçlar	29,25%	29%	29%	29%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	12,69%	13%	13%	13%

Faiz ve Kâr Dağıtım Oranı	2011	2012	2013
Menkul Kıymetlerin Faiz Getirisi	8%	8%	0%
Kısa Vadeli Borçların Faiz Oranı	9%	9%	0%
Mevcut Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	10%	10%	0%
Yeni Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	12%	12%	0%
Kâr Dağıtım Oranı	100%	100%	100%

iv. *Finansal Varsayımlar*

Analizler ABD Doları bazlı gerçekleştirilmiş olup, gelecekte yaratılan nakit akımlarının günümüz değerlerine indirgenmesinde kullanılan "İskonto Oranı", yıllık olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İskonto Oranı	=	%11,0
R _f	=	%6,00
B (R _m - R _f)	=	%5,00

v. *ABD / TL Kuru*

İNA Analizinin ABD Doları bazlı yapılması sebebiyle Şirket Mali Tabloları ABD Doları bazında ifade edilmiş olup ABD Doları / TL kuru olarak fiili değerlendirme tarihinde geçerli olan 1,80TL'lik kur esas alınmıştır.

30.09.2011 tarihli mali tabloların ABD \$ bazlı sunulmasında kullanılan ABD \$ / TL kuru olarak dönem ortalaması olan 1,63TL esas alınmıştır.

7.3.2. İNA Analizi Sonuçları

Yukarıda açıklanan varsayımlar ışığında yapılan İNA Analizi sonuçları aşağıda sunulmuştur.

i. *Serbest Nakit Akımları Modeline Göre :*

Fcff Yöntemine Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, 1000 \$

Yıllar	Serbest Nakit Akımı	İskonto Faktörü	1 / İskonto Faktörü	Net Bugünkü Değer
2011	7.290	1,11000	0,9009	6.568
2012	8.056	1,23210	0,8116	6.539
2013	8.835	1,25469	0,7970	7.042
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				20.148
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0000
Faaliyetlerin Değeri				20.148

Serbest nakit akımları modeline göre yapılan İndirgenmiş nakit akımı analizi sonuçları yukarıda verilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, öngörüler varsayımlar altında Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bu günkü değeri 20.148 bin ABD \$ (değerleme tarihi itibarıyla 36.267 bin TL) olarak hesaplanmıştır.

ii. *Ekonomik Kar Analizi Yöntemine Göre:*

Ekonomik kar analizi modeline göre, yatırılan sermayenin olması gerekli getirisi de dikkate alınarak yapılan "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi" sonuçları yukarıda verilmiştir.

Ekonomik Kar'a Göre Firmanın Faaliyetlerinin Değeri, 1000 \$

Yıllar	Ekonomik Kar	İskonto Faktörü	1 / İskonto Faktörü	Net Bugünkü Değer
2011	5.668	1,11000	0,9009	5.106
2012	6.652	1,23210	0,8116	5.399
2013	-1.041	1,25469	0,7970	-830
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				9.676
Yatırılan Sermaye				10.473
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				20.149
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0000
Faaliyetlerin Değeri				20.149

Analiz sonuçlarına göre, öngörüler varsayımlar altında Şirket'in gelecekte elde etmesi beklenen ekonomik karların bu günkü değeri 9.676bin ABD \$ (değerleme tarihi itibariyle 17.416bin TL) , yatırılan sermaye 10.473bin ABD \$ (değerleme tarihi itibariyle 18.852bin TL) olarak hesaplanmış, bu iki değer toplamdan oluşan faaliyetlerin değeri ise 20.149bin ABD \$(değerleme tarihi itibariyle 36.268bin TL) olarak hesaplanmıştır.

iii. *Bulunan Değerler Üzerinden Öz Kaynakların Tespiti :*

Serbest nakit akımları modeli ve ekonomik kar yöntemleriyle hesaplanan "Firma Faaliyetlerinin Değeri" üzerinden, "Firma Öz kaynaklarının Değeri" ve bu değer esas alınmak suretiyle birim hisse senedi değeri hesaplanmış ve aşağıda sunulmuştur.

Firmanın Özkaynaklarının Değeri, 1000 \$

Faaliyetlerin Değeri	20.148	
Menkul Kıymetler	0	
Firmanın Değeri	20.148	
Finansal Borçlar	-208	
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı	-14	
Yükümlülüğü		
Öz kaynakların Değeri	19.927	
Hisse Senedi Sayısı	2.137.500	Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	16,78	TL/Adet
İştirakler (Defter Değeri)	0,00	
Öz kaynakların Değeri + İştirakler	19.927	
Hisse Senedi Sayısı	2.137.500	Adet
Hisse Senedinin Fiyatı	16,78	TL/Adet

Sonuç olarak, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile, değerlendirme konusu Aktay Otel İşletmeleri A.Ş.'nin öz kaynaklarının değeri (iştirakler dahil firma değeri) 19.927bin ABD \$ (değerleme tarihi itibariyle 35.868bin TL) bulunmuş olup, bu öz kaynak üzerinden 2.137.500,-TL ödenmiş sermaye esas alınmak suretiyle, Şirket sermayesini temsil eden 1,-TL nominal değerli 1 payın değeri 16,78TL olarak hesaplanmıştır.

8. GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

AKTAY OTEL İŞLETMELERİ A.Ş. 'nin hisse senetlerinin olması gerekli değerinin (Şirket Değeri) tespiti amacıyla, şirket değerlemelerinde genel kabul görmüş üç ana yöntemle gerçekleştirilen çalışmalar sonucunda;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi, Rapor'un 7.1 bölümünde belirtilen gerekçelerle anlamsız bulunarak kullanılmamış,

Değerleme tarihi itibarıyla ve peşin değerle olmak üzere, vergiler hariç

- **Düzeltilmiş Özvarlık Yöntemi ile 16.537 bin TL ve**
- **İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemi ile, 35.868 bin TL**

değerlere ulaşılmıştır.

Sonuç olarak ;

Düzeltilmiş Özvarlık Yöntemi ile hesaplanan Şirket değerinin, Şirket'in **tasfiye değeri** olarak değerlendirilmesi gerektiği ve diğer yöntemlerle bulunacak değerler için bir **alt sınır** oluşturacağı düşüncesiyle,

Şirket'in gelecekte beklenen getirilerini ve gelişmeleri de içeriyor olması sebebiyle, **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi** kullanılmak suretiyle hesaplanan **35.868 bin TL** 'lik Şirket öz kaynak değerinin, Şirket'in **adil piyasa değeri** olarak kabulünün uygun olacağı,

Şirket'in 2.137.500,-TL mevcut sermayesini temsil eden her 1,-TL nominal değerli bir payının olması gereken değerinin ise 16,78 TL olduğu,

kanaatine varılmıştır.

Saygılarımızla,

Tayfun ŞENOL
Sorumlu Ortak Başdenetçi



Rapor Ekleri / Tahmini Mali Tablolarda

TAHİMİNİ BİLANÇOLAR, 1000 \$	2011	2012	2013
Varlıklar			
Hazır Değerler	17.792	19.222	1.368
Menkul Kıymetler	318	642	9.472
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	7.016	8.527	607
Stoklar	975	1.185	84
Diğer Dönen Varlıklar	614	747	53
Toplam Dönen Varlıklar	26.715	30.323	11.584
Brüt Maddi Duran Varlıklar	0	0	0
Birikmiş Amortismanlar	0	0	0
Net Maddi Duran Varlıklar	0	0	0
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36	0	0
Diğer Duran Varlıklar	14	14	14
Toplam Duran Varlıklar	50	14	14
Toplam Varlıklar (Aktifler)	26.765	30.337	11.598
TAHİMİNİ BİLANÇOLAR, 1000 \$			
Kaynaklar	2011	2012	2013
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	11.567	14.058	1.001
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	5.017	6.097	434
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	16.583	20.156	1.434
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	18	18	0
Borç ve Gider Karşılıkları	18	18	0
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	1.314	1.314	1.314
Ödenmiş Sermaye	0	0	0
Emisyon Primi	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	8.850	8.850	8.850
Yedekler	10.164	10.164	10.164
Toplam Özkaynaklar	26.765	30.337	11.598
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar			

TAHMİNİ GELİR TABLOLARI, 1000 \$	2011	2012	2013
Net Satışlar	39.539	48.056	3.420
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-17.792	-21.625	-1.539
Faaliyet Giderleri	-13.245	-16.767	-1.874
Amortisman Giderleri	0	0	0
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	8.501	9.664	7
Maddi Olmayan Duran Varlık Amort.	-36	0	0
Diğer Faaliyet. Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	0	25	0
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-19	0	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	0	0	0
Faaliyet Karı (Zararı)	8.447	9.690	7
Olağandışı Gelir ve Kârlar	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	0	0	0
Dönem Kârı (Zararı)	8.447	9.690	7
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	-1.697	-1.938	-1
Net Kâr	6.750	7.752	6
Yedekler	2011	2012	2013
Dönem Başı Yedek Tutarı	8.850	8.850	8.850
Net Kâr	6.750	7.752	6
Dağıtılan Temettü	-6.750	-7.752	-6
Dönem Sonu Yedek Tutarı	8.850	8.850	8.850
TAHMİNİ NET FAALİYET KARI, 1000 \$	2011	2012	2013
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT) (*)	2011	2012	2013
Net Satışlar	39.539	48.056	3.420
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-17.792	-21.625	-1.539
Faaliyet Giderleri	-13.245	-16.767	-1.874
Amortisman Giderleri	0	0	0
Faaliyet Kârı	8.501	9.664	7
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-1.700	-1.933	-1
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	6.801	7.731	6

Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	2011	2012	2013
Kurumlar Vergisi	1.697	1.938	1
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (KVB)	4	0	0
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (UVB)	0	0	0
Faiz Gelirinin Vergisi	0	-5	0
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	1.700	1.933	1
Net Kâr	6.750	7.752	6
Ekle: MODV Amortismanı	36	0	0
Düzeltilmiş Net Kâr	6.786	7.752	6
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	15	0	0
Ekle: Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	0	0	0
Yatırımlara Kalan Toplam Gelir	6.801	7.752	6
Çıkart: Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	-20	0
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	6.801	7.731	6
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	26.397	29.681	2.112
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	16.583	20.156	1.434
Net İşletme Sermayesi	9.814	9.525	678
Net Maddi Duran Varlıklar	0	0	0
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	-4	-4	14
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	9.810	9.521	692
Menkul Kıymetler	318	642	9.472
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36	0	0
Finansal Duran Varlıklar	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	10.164	10.163	10.164
Ödenmiş Sermaye	1.314	1.314	1.314
Diğer Özkaynaklar	8.850	8.850	8.850
Toplam Özkaynaklar	10.164	10.164	10.164
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0
Toplam Yatırılan Sermaye	10.164	10.164	10.164
Faaliyet Kârı	8.501	9.664	7
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-1.700	-1.933	-1
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	6.801	7.731	6
Amortismanlar	0	0	0
Brüt Nakit Akımı	6.801	7.731	6
İşletme Sermayesindeki Artış	64	-289	-8.847
Sabit Sermaye Yatırımı	-553	0	0
Diğer Varlıklardaki Artış	0	0	18
Brüt Yatırım	-489	-289	-8.830
MODVY Öncesi Net Nakit Akımı	7.290	8.020	8.835
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	0	-36	0
Net Nakit Akımı	7.290	8.056	8.835
Yatırımlara Kalan Nakit	7.290	8.056	8.835

Nakit Akımının Kaynağı	2011	2012	2013
Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	-20	0
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	318	324	8.830
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	15	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	208	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	0	0	0
Temettü	6.750	7.752	6
Toplam Nakit Akımı	7.291	8.055	8.836
Yatırılan Sermayenin Getirisi			
SMM+FG / Net Satışlar	78,5%	79,9%	99,8%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	21,5%	20,1%	0,2%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	1,4%	0,0%	0,0%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	24,7%	20,4%	278,5%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	3,8	4,9	0,4
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	82,5%	98,5%	0,1%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	66,0%	78,8%	0,1%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	65,6%	78,5%	0,1%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)			
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	0,7%	0,0%	0,0%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	24,7%	20,1%	149,2%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	3,9	5,0	0,7
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	84,6%	100,0%	0,1%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	67,6%	80,0%	0,1%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	67,3%	79,8%	0,1%
Büyüme Oranları			
Net Satışların Büyüme Oranı	21,5%	21,5%	-92,9%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-6,0%	13,7%	-99,9%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	#BAŞV!	13,7%	-99,9%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-4,8%	-2,9%	-92,7%
Özkaynak Getirisi			
Ortalama Özkaynak Getirisi	66,4%	76,3%	0,1%
Yatırılan Sermayenin Getirisi	66,0%	78,8%	0,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11,0%	11,0%	11,0%
Spread (Net Getiri Oranı)	55,0%	67,8%	-10,9%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	10.299	9.810	9.521
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	5.668	6.652	-1.041
Net İşletme Kârı	6.801	7.731	6
Sermaye Maliyeti	-1.133	-1.079	-1.047
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	5.668	6.652	-1.041

ÖNGÖRÜLEN DİĞER ORANLAR	2011	2012	2013
Faaliyetler			
Net Satışlardaki Büyüme	21,5%	21,5%	-92,9%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	45,0%	45,0%	45,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	33,5%	34,9%	54,8%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	21,5%	20,1%	0,2%
Amortismanlar/Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%
Faaliyet Marjı	21,5%	20,1%	0,2%
İşletme Sermayesi/Net Satışlar			
Nakit İhtiyacı	45,0%	40,0%	40,0%
Ticari Alacaklar	17,7%	17,7%	17,7%
Stoklar	2,5%	2,5%	2,5%
Diğer Dönen Varlıklar	1,6%	1,6%	1,6%
Ticari Borçlar	29,3%	29,3%	29,3%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	12,7%	12,7%	12,7%
Net İşletme Sermayesi Marjı	24,8%	19,8%	19,8%
Maddi Duran Varlıklar			
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	0,0%	0,0%	0,0%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV		#SAYI/0!	#SAYI/0!