

# AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi

---

30 Eylül 2015 itibariyle Hisse Değeri Tespit  
Raporu

## **AKTAY OTEL İŞLETMELERİ Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'na;**

AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi'nin (Şirket) 30 Eylül 2015 tarihi itibarıyla Şirket değerinin tespitine ilişkin raporunuzu hazırlamış bulunmaktayız. Bu raporun amacı, Şirket hisselerinin makul piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulunuza yardımcı olmaktır. Çalışmamız, belirli bir satış veya alım teklifinde bulunmaya değil, karar vermenize yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Şirket Değerlemesi'nde, Uluslararası Denetim Standartları (UDES) ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri (GKDİ) çerçevesinde Davranış Kuralları'nın Ahlaki İlkeler, Yetkinlik, Açıklama ve Raporlama ile ilgili tüm bölümlerine uygun hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiç bir fayda şartına bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır. Raporunda sunulan bulgular Değerleme Uzmanının sahip olduğu tüm bilgiler çerçevesinde doğrudur.

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetim ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme danışmanlık çalışması, Şirket yönetimi tarafından sağlanan 31 Aralık 2013, 31 Aralık 2014 ve 30 Eylül 2015 tarihli yasal ve denetlenmemiş mali tablolar ve Şirket'e ilişkin iş planının incelenmesi, değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa şartlarının değerlendirilmesi, Şirket'in mevcut performansının ve gelecekle ilgili beklentilerinin analiz edilmesi ve tartışılması ile sınırlıdır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre bir şirketin hisselerinin piyasa 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, muhtemel bir hisse alışı veya satışı halinde, taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesine dayanak teşkil etmektir. 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.

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: VIII No: 35 'Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' hükümlerine uygun hareket edildiğini, ve Sermaye Piyasası Kurulunun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen şartları haiz olduğumuzu beyan ederiz.

Değerleme ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir. Değerleme Uzmanı, mesleki eğitim şartlarına haiz olup, değerlendirme yapılan şirketin türü ve faaliyeti konusunda daha önceden deneyimi vardır. Raporunda belirtilenlerin haricinde hiç kimse bu raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmamıştır. Şirketimizin değerlendirme çalışmasını talep eden şirket ile veya değerlendirme yapılan şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayıp, aynı dönemde denetim hizmeti verilmemiştir.

Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğundadır.

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

Şirket'in değerlendirme çalışması İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu ve Piyasa Çarpanları Metodu kullanılarak yapılmıştır.

AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi'nin 30 Eylül 2015 itibariyle piyasa değeri, raporun ilgili bölümlerinde açıklanan varsayım ve sınırlamaların çerçevesinde **27.496.113 Amerikan Doları** olarak hesaplanmıştır. Ancak, turizm sektörünü etkilemesi beklenen, ve değerlendirme tarihi ile rapor tarihi arasında oluşan Türkiye-Rusya krizinin Şirket hisse değerine yansımaları, değerlendirme tarihinin daha evvel olması nedeniyle, incelenmemiştir.

Raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Şirketimiz veya çalışanları hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak bilginiz için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş.'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 Bağımsız Denetim A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, belirtilen "Genel Varsayımlar ve Sınırlamalar"a tabidir.

Saygılarımızla,

  
Okul Sok. No:1-E D:16 Altunizade / Üsküdar / İstanbul  
Tel: (0216) 327 62 62 Faks: (0216) 327 62 63  
E-posta: bilgi@yeditepedenetim.com www.yeditepedenetim.com

Hüseyin ÇETİN

Sorumlu Ortak Başdenetçi, YMM

29 Aralık 2015, İstanbul, Türkiye

## 1. GENEL VARSAYIMLAR VE SINIRLAMALAR

### Genel Varsayımlar

- Şirket'in 30 Eylül 2015 tarihi itibarıyla hisse değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak hesaplanırken Şirket'in 2020 yılı sonuna kadar yaratacağı nakit akımı belli bir iskonto oranı ile 30 Eylül 2015 tarihine indirgenmiştir.
- Şirket'in 2021 yılı ve sonrasında, yıllık %2,5 sabit büyüme oranıyla sonsuza kadar faaliyetlerine devam edeceği varsayılmıştır. "Devam Eden Değer" bu varsayıma göre hesaplanmıştır.
- Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmaktadır. Sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin hukuki durumu ve üzerlerindeki ipotek, irtifak v.b. şerhler hakkında tarafımızdan herhangi bir inceleme yapılmamış olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir.
- Aksi belirtilmedikçe, Şirket'i ilgilendiren tüm kanun ve mevzuata tam olarak uyulduğu varsayılmaktadır.
- Değerleme çalışmasında şirketimize sunulan rayiç değer tahminleri tarafımızdan yorumlanarak kullanılmıştır.
- Finansal projeksiyonlar ve gerçekleşen sonuçlar çoğu zaman birebir uyuşmaz, tahmin edilenle farklılık arz eder. Buna, kimi zaman irade dışı gelişen olaylar ve piyasa şartları ile diğer şartlarda vukuu bulan ve öngörülemez değişiklikler sebep olur. Bu nedenle değerlendirme çalışmamız finansal ve diğer projeksiyonların gerçekleşeceğine dair bir teminat olarak kabul edilmemelidir. Piyasa şartlarında ve/veya diğer şartlarda, öngörülenlerin dışında vukuu bulan gelişmelerden dolayı sorumluluk almamız mümkün değildir. Öte yandan, rapor tarihinden sonra oluşan piyasa şartları ve/veya diğer şartlar dolayısıyla, bu raporu yeniden tanzim etme ya da revize etme yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
- Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Belirtilen amaç dışı kullanımdan dolayı bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

### Para Birimi

Aksi belirtilmedikçe, tüm tutarlar US\$ olarak sunulmuştur.

### Diğer Varsayımlar ve Sınırlamalar

- Şirket'in, değerlendirme çalışmamızda kullanılan 31 Aralık 2013, 2014 ve 30 Eylül 2015 tarihli mali tabloları Vergi Usul Kanunu ve ilgili vergi mevzuatına göre hazırlanmış olup bağımsız denetimden geçmiştir.
- Ekonomik şartlarda olağandışı kriz olmayacağı, ekonomik gidişatın benzer şartlarda devam edeceği varsayılmıştır.

- c) Cari mevzuat çerçevesinde, yabancı sermayenin ithalatına engel teşkil eden herhangi bir kısıtlama olmayacağı, bankaların kredi şartlarında önemli oranda bir zorlaştırıcı düzenleme yapılmayacağı varsayılmaktadır.
- d) Projeksiyon süresince görevde olacak olan Türkiye Hükûmetleri'nin, kararlı bir politika izleyeceği varsayılmıştır.
- e) Şirket'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
- f) Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-dilligence) çalışması değildir.
- g) Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
- h) Çalışmamız, hisse değeri, projeksiyonların gerçekleştirilme oranları veya projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir.

## 2. KULLANILAN KAYNAKLAR

- a) Şirket'in 31 Aralık 2013, 2014 ve 30 Eylül 2015 tarihleri itibariyle bağımsız denetimden geçmemiş mali tabloları.
- b) Şirket yönetiminden temin edilen operasyonel bilgiler.
- c) Şirket yönetimi tarafından hazırlanmış olan faaliyet projeksiyonları.
- d) Aswath Damodaran tarafından sağlanan veriler
- e) Üçüncü taraflar tarafından hazırlanmış gayrimenkul değerlendirme raporları
- f) Belek Turizm Yatırımcıları Birliği (BETUYAB) tarafından hazırlanan istatistikler

## 3. TURİZM SEKTÖRÜ DURUMU VE BEKLENTİLER

Turizm sektörü dünya çapında 2014 yılında 7 trilyon US\$'lık hacmiyle dinamik ve devamlı büyüyen bir sektördür. Türkiye'nin 2014 yılındaki turizm gelirleri 34 Milyar US\$, 2015 yılı ilk 9 ayında ise aynı rakam yaklaşık 25 Milyar US\$'ı bulmuştur. Ancak, 2014 yılı ilk 9 ayında bu rakam 26.6 Milyar US\$ idi. Dolayısıyla 2014-2015 yılı arasında Türkiye olarak toplam turizm gelirinde %7 civarında bir düşüş yaşanmıştır. Türkiye'nin 2015 yılının sadece 3. çeyreğindeki turizm gelirleri (12.3 Milyar Dolar), 2014 yılının 3. çeyreğine göre %4,4 daha azdır. Halbuki aynı dönemde turist sayısı toplamda %1,9 artmıştır.

### Avrupa : terör olayları

2015 yılı zarfında Tunus'ta turistik bir beldede Batılı devlet vatandaşlarına yönelik terör saldırıları, Paris'te meydana gelen terör saldırıları ve Mısır'da içinde ağırlıklı olarak Rus yolcuların bulunduğu bir uçağın teröristler tarafından düşürülmesi gibi olaylar nedeniyle, Avrupa'lı turistlerin Müslüman ülkelere yapacakları turistik ziyaret sayısında düşüş beklenmektedir.

### Rusya : ekonomik ve siyasi kriz

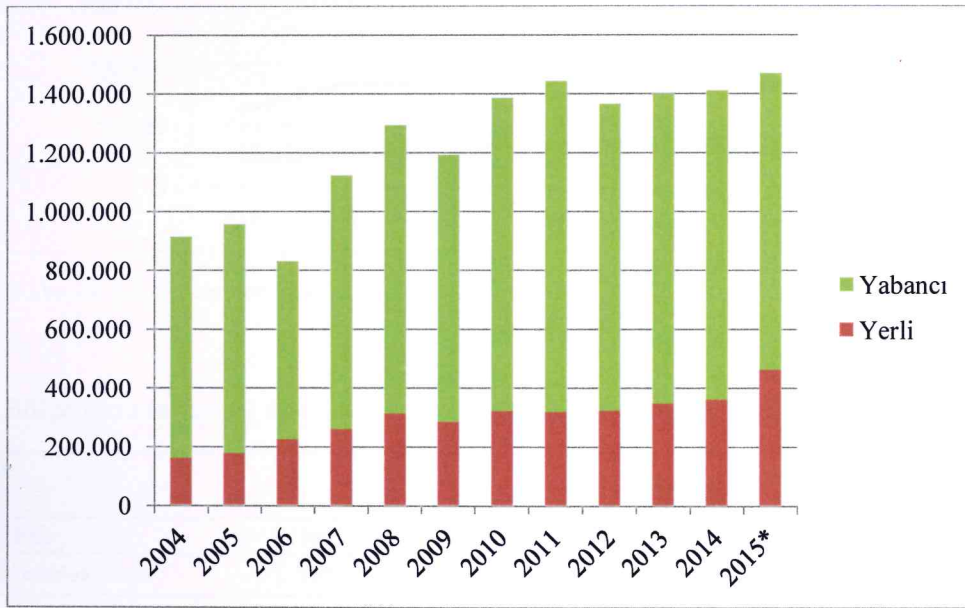
Türkiye'deki turizm gelirlerindeki bu olumsuz eğilimde Rusya kaynaklı turist sayısındaki azalışın etkisi büyüktür. Rusya'da 2014 yılında petrol fiyatlarındaki sert düşüşü müteakip Rusya devleti gelirinde düşüş, ve aynı sıralarda Ukrayna krizi nedeniyle Batılı devletlerin Rusya'ya ekonomik yaptırım uygulamaları, Rus halkının kişi başı gelirinde düşüşe yol açmıştır. Türkiye'ye gelen yabancı

turistler içinde Rusların payı %9 civarında olup, bu krizler öncesinde artış eğilimindeydi. Ocak-Ekim 2014 tarihleri arasında Rusya'dan Antalya'ya gelen turist sayısı 3.465.915 iken, 2015 yılı içinde aynı aylarda bu rakam 2.787.903'e düşmüştür.

Değerleme tarihi ile rapor tarihi arasında, yukarıdaki olumsuz eğilime ilave olarak, Türkiye ile Rusya arasında, Rus askeri uçağının düşürülmesi sonucunda kriz çıkmış, ve Rus hükümeti tarafından Rus vatandaşlarının Türkiye'ye gitmesini engelleyici bazı kısıtlamalar konmuştur. Tüm bu nedenlerle 2016 yılında Rus pazarında %80 civarında bir düşüş beklenmektedir.

### **Belek bölgesi :**

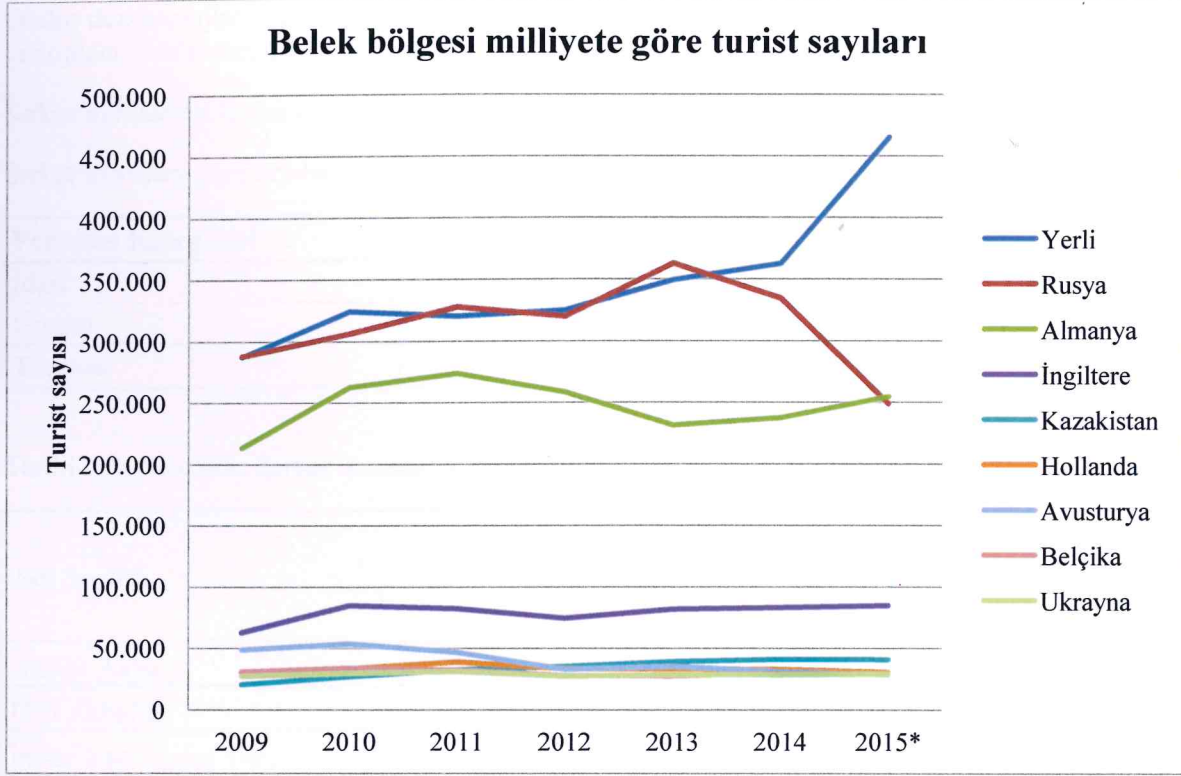
Belek bölgesi turist sayılarının 2004-2015 aralığında değişimi aşağıdaki gibidir.



\*Ekim 2015 verilerine göre yıllık tahmin

Bu rakamlara göre, 2015 yılında Rus turist sayısında görülen azalmanın, diğer yabancı turist ve özellikle de yerli turistler tarafından telafi edildiği görülmektedir. Ancak 2015 yılı Kasım ayındaki uçak krizinden sonra Rus turist sayısında daha önce ekonomik sebeplerden ötürü oluşan düşüşten daha fazla düşüş beklenmektedir. Dolayısıyla 2016 ve sonrası için bu düşüşü diğer turist gruplarının hemen telafi edemeyeceği görüşü hakimdir.

Belek bölgesine gelen turistlerin milliyetine göre dağılımı aşağıda gösterilmiştir.



\*Ekim 2015 verilerine göre yıllık tahmin

Bölgedeki otellerdeki doluluk oranları aşağıdaki gibidir :

YIL	BELEK BÖLGESİ								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Doluluk oranı	66%	65%	61%	67%	71%	67%	69%	67%	65%

\*Ekim 2015 verilerine göre yıllık tahmin

#### 4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi 22.02.2011 tarihinde kurulmuş olup, İkitelli OSB Mah. Özak cad. 34 Portall Plaza No:1D/20 İkitelli/İstanbul adresinde faaliyet göstermektedir. İstanbul ticaret siciline 766521 numarasıyla kayıtlıdır.

Şirket'in faaliyet konusu otel işletmeciliğidir. Bu kapsamda Şirket, mülkiyeti ÖZAK Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 'ye ait, Antalya-Belek bölgesi İskele mevkiindeki Ela Quality Resort Hotel'in, yıllık US\$8 Milyon + %5 ciro payı karşılığında kiracısı ve işletmecisidir. Şirket, aynı otelin personel lojmanlarını ise satın almıştır. Şirket söz konusu oteli 24.02.2011 tarihinden beri işletmektedir.

Ela Quality Resort Hotel, 583 odalı ve 1200 yataklı olup, yaz döneminde üst gelir grubuna tatil amaçlı yerli ve yabancı turistlere, diğer dönemlerde de üst ve orta-üst gelir grubu toplantı gruplarına hitap etmektedir. Ela Quality Resort Hotel'in başlıca avantajı, çocuklu aile konseptine sahip olmasıdır.

Otelin dezavantajları ise, Belek bölgesinde diğer eşdeğer otellerdeki gibi golf sahasına sahip olmayışı ve toplantı odalarının nisbeten az sayıda ve küçük olmasıdır.

Şirket'in hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmemektedir.

Şirket'in yıllara göre ortalama çalışan personel sayısı aşağıdaki gibidir :

Personel Kategorisi	2013	2014	30.09.2015
İdari	94	100	101
Üretim	509	520	503
<b>Toplam</b>	<b>602</b>	<b>620</b>	<b>604</b>

Tarihi değerlere göre Şirket'in ortaklık yapısı 30 Eylül 2015 tarihi itibarıyla aşağıdaki gibidir:

Adı Soyadı	Hisse	Sermaye	Sermaye Tutarı
	Adedi	Payı (%)	(TL)
Ahmet Akbalık	233.000	%2,59	233.000
Ürfi Akbalık	79.000	%0,88	79.000
İnt-er Yapı İnşaat Turz. San. ve Tic. A.Ş.	138.000	%1,53	138.000
ÖZAK Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8.550.000	%95,00	8.550.000
<b>TOPLAM</b>	<b>9.000.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>9.000.000</b>

## 5. MALİ TABLOLAR

Şirkete ait mali tablolar, bazı kalemler tekrar sınıflandırılmak suretiyle aşağıda verilmiştir.

Mali tablolardaki rakamlar aksi belirtilmedikçe TRL cinsindedir.

### 5.1. Bilançolar

	31.Ara.13	31.Ara.14	30.Eyl.15
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>26.072.161</b>	<b>27.169.854</b>	<b>52.856.893</b>
Hazır Değerler ve Menkul Kıym.	3.310.577	6.531.043	32.809.284
Ticari Alacaklar	20.752.910	12.545.787	8.517.543
Stoklar	1.492.622	5.290.566	1.960.943
Diğer Dönen Varlıklar	516.051	2.802.457	9.569.124
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>17.043.962</b>	<b>23.135.678</b>	<b>35.043.944</b>
Ticari Alacaklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	0	0	0
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	14.647.210	16.076.243	31.369.316
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	499.036	4.716.627	2.822.319
Diğer Duran Varlıklar	1.897.716	2.342.808	852.308
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>43.116.124</b>	<b>50.305.532</b>	<b>87.900.837</b>

31.Ara.13

31.Ara.14

30.Eyl.15



**KAYNAKLAR**  
**KISA/UZUN VADELİ**  
**YÜKÜMLÜLÜKLER**

Finansal Borçlar	24.846.653	38.936.779	78.561.180
Ticari Borçlar	286.552	22.739.580	45.269.363
Diğer Borçlar	3.470.023	4.538.845	11.473.386
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	564.181	630.755	9.964.211
Diğer Yükümlülükler	0	0	0
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>20.525.898</b>	<b>11.027.600</b>	<b>11.854.219</b>
Ödenmiş Sermaye	18.269.470	11.368.753	9.339.657
Diğer Sermaye ve Kar Yedekleri	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.199.489	3.179.636	3.179.636
Net Dönem Karı/Zararı	0	0	-810.883
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>7.069.981</b>	<b>-810.883</b>	<b>-2.029.096</b>
	<b>43.116.124</b>	<b>50.305.532</b>	<b>87.900.837</b>

**5.2. Gelir Tabloları**

	31.Ara 2013	31.Ara 2014	30.Eyl 2015
Satış Gelirleri	90.891.779	100.472.480	69.823.095
Satışların Maliyeti (-)	-61.670.311	-91.608.380	-62.352.499
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>29.221.468</b>	<b>8.864.101</b>	<b>7.470.597</b>
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-6.410.843	-8.434.964	-4.252.287
Genel Yönetim Giderleri (-)	-17.610.985	-1.004.402	-1.474.861
Diğer Faaliyet Gelirleri	9.719.479	10.024.987	11.591.812
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-6.244.625	-9.621.151	-8.166.088
<b>FAALİYET GİDERLERİ (NET)</b>	<b>-20.546.974</b>	<b>-9.035.530</b>	<b>-2.301.424</b>
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>8.674.494</b>	<b>-171.429</b>	<b>5.169.172</b>
Finansal Gelirler	1.122.598	3.457.191	2.598.682
Finansal Giderler (-)	-940.678	-4.096.645	-9.796.950
<b>SÜRDÜRÜLEN FAAL.VERGİ ÖNCESİ</b> <b>KARI/ZARARI</b>	<b>8.856.414</b>	<b>-810.883</b>	<b>-2.029.096</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-1.786.433	0	0
<b>SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM</b> <b>KARI/ZARARI</b>	<b>7.069.981</b>	<b>-810.883</b>	<b>-2.029.096</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>7.069.981</b>	<b>-810.883</b>	<b>-2.029.096</b>

### 5.3 US\$ bazında gelir tabloları

	31.Ara 2013	31.Ara 2014	30.Eyl 2015
Satış Gelirleri	47.746.265	45.930.977	26.250.380
Satışların Maliyeti (-)	-32.395.966	-41.878.755	-23.441.768
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>15.350.298</b>	<b>4.052.222</b>	<b>2.808.612</b>
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-3.367.673	-3.856.042	-1.598.671
Genel Yönetim Giderleri (-)	-9.251.208	-459.162	-554.482
Diğer Faaliyet Gelirleri	5.105.729	4.582.921	4.358.006
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-3.280.357	-4.398.308	-3.070.086
<b>FAALİYET GİDERLERİ (NET)</b>	<b>-10.793.509</b>	<b>-4.130.591</b>	<b>-865.233</b>
<b>FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>4.556.789</b>	<b>-78.369</b>	<b>1.943.379</b>
Finansal Gelirler	589.711	1.580.454	976.989
Finansal Giderler (-)	-494.147	-1.872.780	-3.683.218
<b>SÜRDÜRÜLEN FAAL.VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI</b>	<b>4.652.353</b>	<b>-370.695</b>	<b>-762.850</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-938.429	0	0
<b>SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>3.713.925</b>	<b>-370.695</b>	<b>-762.850</b>
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>3.713.925</b>	<b>-370.695</b>	<b>-762.850</b>

### 6. İŞ PLANI VARSAYIMLARI VE TAHMİNLER

Şirket'in yıllık toplam satılabilir fiili yatak kapasitesi 500.706 olup, projeksiyon dönemi boyunca yatak kapasitesinde herhangi bir farklılık planlanmamıştır.

Yıllara göre satılan yatak adedi, ve buna ilişkin projeksiyonlar aşağıda gösterilmiştir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	G	G	T	T	T	T	T	T
SATILAN YATAK SAYISI	255.562	247.960	210.000	220.000	245.000	254.000	263.000	265.000
YATAK KAPASİTESİ	500.706	500.706	500.706	500.706	500.706	500.706	500.706	500.706
DOLULUK ORANI	51%	50%	42%	44%	49%	51%	53%	53%

Şirket gelirlerine yönelik tahminler US\$ cinsinden yapılmıştır.

Şirket kişi başı ortalama geceleme geliri tahminleri aşağıdaki gibidir. Bu rakamlara Şirket'in tüm otel gelirleri (oda, yiyecek içecek, dükkan kira ve diğer işletme gelirleri) dahildir.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	G	G	T	T	T	T	T	T
KİŞİBAŞI GECELEME GELİRİ US\$	151	149	142	153	156	159	162	167

Buna göre Şirket'in ciro tahminleri aşağıdaki gibi olmaktadır.

	2013*	2014*	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	G	G	T	T	T	T	T	T
KİŞİBAŞI GECELEME GELİRİ US\$	151	149	142	153	156	159	162	167
SATILAN YATAK SAYISI	255.562	247.960	210.000	220.000	245.000	254.000	263.000	265.000
CİRO MİLYON US\$	38,5	37,0	29,9	33,7	38,2	40,3	42,7	44,3

\*Şirket'in 2013 ve 2014 yıllarında, otel işletmeciliği dışında da gelirleri olduğundan, yukarıdaki tablolardaki ciro gerçekleştirmeleri mali tablolardan farklıdır.

Şirket'in geçmiş yıllara ait bazı rakamları aşağıda verilmiştir.

US\$	31.Ara	31.Ara	30.Eyl
	2013	2014	2015
Ciro	46.342.146	45.371.993	24.906.481
Operasyonel Giderler	30.781.807	34.134.226	14.876.158
Kira Gideri	10.317.107	10.168.175	7.245.324
<b>FAVÖK</b>	<b>5.243.231</b>	<b>1.069.592</b>	<b>2.784.999</b>
Amortisman Gideri	-721.752	-1.148.566	-887.187
Finansman Giderleri, net	94.824	-294.586	-2.642.776
Vergi gideri	-931.157	0	0
<b>Net Kar</b>	<b>3.685.145</b>	<b>-373.560</b>	<b>-744.963</b>
FAVÖK Marjı	11%	2%	11%
Operasyonel Gider Marjı	66%	75%	60%

Şirket'in 2013 ve 2014 yıllarında otel işletmeciliği dışında da faaliyetleri olduğu ve sadece 2015 yılında cirosunun ağırlıklı olarak otel işletmeciliği olması nedeniyle, 2015 yılında oluşan %60 kira öncesi operasyonel gider oranının kullanılması uygun görülmüştür. Diğer bir ifade ile, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca %60 oranında kira öncesi operasyonel giderle çalışacağı varsayılmıştır.

Şirket'in, yeniden yatırım (reinvestment) oranının tespitinde Damodaran tarafından yayınlanan sektörel rakamlar kullanılmıştır. Ancak, Şirket'in işletmecisi olduğu Ela Quality Resort Hotel'in mülkiyetine sahip olmaması nedeniyle, sektöründeki diğer rakiplerinden mali tabloları açısından farklı olduğundan hareketle, otel sektörü yerine yine ilgili olan eğlence sektörü yeniden yatırım oranı olan 1,65 kullanılmıştır.

Tahmini projeksiyon dönemi boyunca Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak kabul edilmiştir.

Şirket düşük faizli Eximbank kredileri kullandığından, borçlanma faizinin projeksiyon dönemi başında %2, projeksiyon dönemi sonunda %4 olacak şekilde tedricen artacağı varsayılmıştır.

## 7. DEĞERLEME METODOLOJİLERİ VE ANALİZ

### 7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA Yöntemi)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi'nde, şirketin gelecek yıllarda faaliyetlerinden elde edeceği tahmin edilen serbest nakit akışlarının bugünkü değerlerine ulaşmak için, söz konusu nakit akışları, "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" oranı ile iskonto edilmektedir.

İNA analizinde projeksiyon dönemi, işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle 5 yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Tahmin süresinin sonunda, şirketin nihai değeri hesaplanarak, serbest nakit akışlarının bugünkü değerine eklenir. Çıkan toplam, şirketin bugünkü değerini gösterir. Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat edilmesi gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran ("İndirgeme Oranı") nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir. Zira indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup, bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Bu yöntemle kullanılan denklem aşağıda gösterilmiştir.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum \frac{CF_x(1+G)^{(i-1)}}{(1+R)^i}$$

CF = (i) yılı için serbest nakit akışı

R = iskonto oranı

G = nakit akışının büyüme hızını göstermektedir.

Yukarıdaki denklem projeksiyon dönemi boyunca oluşan yıllık serbest nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamını ifade etmektedir.

### 7.1.2. İndirgeme Oranının Hesaplanması

İndirgeme Oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti esas alınarak hesaplanmaktadır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ise aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

### Risksiz faiz oranı

Risksiz faiz oranı olarak 30 Eylül 2015 itibariyle 30 yıllık USD cinsinden ABD devlet tahvili faizleri alınmıştır. Buna göre risksiz faiz oranı aşağıdaki gibidir.

	30.09.2015
Risksiz faiz oranı	2,8538%

### Özsermaye piyasa risk primi

Damodaran tarafından güncellenen ülke risk primi tablosundan Türkiye için Ocak 2015 itibariyle hesaplanan özsermaye risk primi olan %9,05 alınmıştır.

### Beta

Piyasada gözlemlenen betalar gerçek finansal yapıyı yansıtmaktadır. Bir şirketin İNA analizini yaparken, piyasada gözlemlenen betanın finansal yapı üzerindeki etkisi için önce borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılması gerekir; sonra da hedef şirketin borcunun özsermayeye olan oranı temel alınan aktif betasının borcun özsermayeye olan oranı ile çarpılıp vergiden arındırılmalıdır.

Damodaran tarafından web sitesinde yayınlanan sektör betalarına baktığımızda, gelişmekte olan ülkelerdeki eğlence sektörü kaldıraçsız betası olarak 1,05 rakamı verilmiştir.

Şirket büyüklüğünün Borsa İstanbul'da kote şirketlere göre küçük olmaması nedeniyle, şirkete özgü bir risk primi uygulanmamıştır.

### İskonto Oranı

Çalışmamızda kullanılan iskonto oranı, şirketin her yılı için ayrı olarak hesaplanmış ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır.

$$\text{AOSM} = C_e \times (E/D+E) + C_d \times (D/D+E) \times (1-t)$$

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti } C_e = R_f + (\beta \times \text{Pazar Risk Primi})$$

$$\text{Beta (Kaldıraçlı)} = \beta \times (1 + (D/(D+E) \times (1 - T)))$$

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM"), bir şirketin borç ve özsermaye maliyetinin finanse edilmesinin, şirketin hedeflediği sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin yüzdesiyle ağırlıklandırılarak ölçülür. AOSM'nin temel alındığı indirgeme oranı, mevcut borçtan arındırılmış nakit akımlarını ve nihai değeri bugünkü değerine getirmek için kullanılmıştır. Şirket'in tahmin edilen gelecek nakit akımlarını bugünkü değerlerine indirmek için aşağıdaki tabloda gösterilen değişken indirgeme oranları kullanılmıştır.

	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Risksiz Getiri Oranı	2,85%	3,35%	3,85%	4,10%	4,10%	4,85%
Beta Katsayısı (β)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Piyasa Risk Primi	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%
Öz Sermaye Maliyeti	12,38%	12,88%	13,38%	13,63%	13,63%	14,38%
Borçlanma Maliyeti	2,00%	2,50%	3,00%	3,25%	3,25%	4,00%
Vergi Oranı (t)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
D/(D+E)	19%	19%	17%	9%	0%	0%
<b>AOSM</b>	<b>10,35%</b>	<b>10,82%</b>	<b>11,51%</b>	<b>12,63%</b>	<b>13,63%</b>	<b>14,38%</b>

### *Vergi*

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranının uygulanabileceği düşünülmüştür.

### *Devam Eden Değer (DED)*

Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.

Devam Eden Değerin hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

– Devam Eden Değerin piyasa değeri = [Son döneme ait borçtan arındırılmış nakit akımı \* (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)

– Devam Eden Değerin bugünkü değeri = Nihai değer piyasa değeri / (1+ indirgeme oranı)<sup>indirgeme dönemi</sup>

Şirket'in değerlendirme analizini yaparken, faaliyette bulunduğu sektör, sektördeki pozisyonu ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda, nihai büyüme oranı olarak %2,5 uygulanmıştır.

### 7.1.3. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Analizi Sonuçları

Aktay Otel İNA, US\$

	2015 - Son 3 ay	2016	2017	2018	2019	2020	DED
Satışlar	4.953.519	33.700.000	38.194.450	40.314.000	42.664.163	44.310.575	45.418.339
<b>Toplam Gelir</b>	<b>4.953.519</b>	<b>33.700.000</b>	<b>38.194.450</b>	<b>40.314.000</b>	<b>42.664.163</b>	<b>44.310.575</b>	<b>45.418.339</b>
Operasyonel Giderler	-2.958.641	-20.128.356	-22.812.803	-24.078.770	-25.482.476	-26.465.846	-27.127.492
Kira Giderleri	-2.247.676	-9.685.000	-9.909.723	-10.015.700	-10.133.208	-10.215.529	-10.270.917
<b>FAVÖK</b>	<b>-252.798</b>	<b>3.886.644</b>	<b>5.471.924</b>	<b>6.219.530</b>	<b>7.048.479</b>	<b>7.629.200</b>	<b>8.019.930</b>
Amortisman	-250.000	-1.000.000	-1.000.000	-1.000.000	0	0	0
<b>FVÖK</b>	<b>-502.798</b>	<b>2.886.644</b>	<b>4.471.924</b>	<b>5.219.530</b>	<b>7.048.479</b>	<b>7.629.200</b>	<b>8.019.930</b>
<b>FVÖK (1-t)</b>	<b>-402.238</b>	<b>2.309.315</b>	<b>3.577.539</b>	<b>4.175.624</b>	<b>5.638.783</b>	<b>6.103.360</b>	<b>6.415.944</b>
İşletme Sermayesi Değişimi	1.077.857	-2.327.273	-2.723.909	-1.284.576	-1.424.341	-997.825	-1.115.527
<b>Özkaynağa Serbest Nakit Akımı</b>	<b>675.619</b>	<b>-17.957</b>	<b>853.630</b>	<b>2.891.049</b>	<b>4.214.442</b>	<b>5.105.535</b>	<b>55.647.831</b>
Özsermaye Maliyeti	10,35%	10,82%	11,51%	12,63%	13,63%	14,38%	14,38%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>667.467</b>	<b>-15.999</b>	<b>677.381</b>	<b>1.994.051</b>	<b>2.488.550</b>	<b>2.565.202</b>	<b>24.444.624</b>

İndirgenmiş Nakit Akımları (2015-2020)	8.376.652
Devam Eden Değer (2021 ve sonrası)	24.444.624
Operasyonel Varlıkların Değeri	32.821.275

Hisse değerini tespit için, operasyonel varlıkların değerinden, finansal borç, nakit varlıklar ve operasyonel olmayan varlık ve borçların net değerlerinin çıkarılması gerekmektedir. Buna göre yapılan tespitler şöyledir :

- Şirket'in 30 Eylül 2015 itibariyle bilançosundaki kasa ve banka bakiyesinin toplamı US\$ 7.557.891'dir.
- Şirket'in 30 Eylül 2015 itibariyle toplam banka kredi borçlarının değeri -US\$14.875.090'dır.
- Ortaklara borçlar kaleminin değeri -US\$2.846.000'dır.
- Şirket'in ÖZAK Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye verdiği US\$5.846.000 değerindeki 2016 yılı kira avansının, operasyonel olmayıp hisse değerini artırıcı mahiyette bir varlık olduğu kanaatine varılmıştır.
- Şirket'in ÖZAK Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye olan -US\$1.746.184 değerindeki borcun operasyonel olmayıp hisse değerini düşürücü mahiyette bir yükümlülük olduğu kanaatine varılmıştır.

Dolayısıyla Şirket hisselerinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

<b>Operasyonel Varlıkların Değeri</b>	32.821.275
<b>Nakit Varlıklar</b>	7.557.891
<b>Mali Borçlar</b>	-14.875.090
<b>Ortaklara Borçlar</b>	-2.846.000
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	5.846.000
<b>Operasyonel Olmayan Borçlar</b>	-1.746.184
<b>Toplam Hisse Değeri</b>	26.757.892

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine göre elde edilmiş iskonto oranı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi çalışması ile hesaplanan Şirket hisselerinin toplam değeri 26.757.892 US\$ olarak tespit edilmiştir.

## 7.2 Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları metodu, kazanç temelli bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem genel olarak, değerlendirilmesi yapılan Şirketin özellikleri gözden geçirilip gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra, benzer sektörde halka açık Şirketlerden ve yakın dönemde gerçekleşmiş işlemlerden alınan bilgilere dayanır. Değerlemeye konu Şirket'in ekonomik, finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkılarak, benzer sektörlerde yer alan, oluşmuş piyasa fiyatlarına göre beklenen Şirket değeri tahmin edilmeye çalışılır. Bu çalışmalarda, daha yakın tahmini değerler vermesi beklenen sektörel ortalamaları kullanılmakta veya veri azlığı, piyasa sığılığı v.b. sebeplerle genel piyasa ortalamalarına başvurulmaktadır. Piyasa çarpanları yöntemi uygulaması, belirli bir anda birden çok Şirket için oluşmuş hisse senedi fiyatlarıyla, bu Şirketlere ait veriler arasında ilişki kurularak yapılmaktadır.

Piyasa çarpanları metodu, bir işletme için gelecek dönemlerde sürdürülebilir seviyede bir kazanç öngörür ve bu kazançlara uygun çarpanları uygulayarak işletmenin tahmini değerine ulaşır. Çarpanların genellikle uygulandığı kazanç temelleri arasında Satış Gelirleri, Vergi Amortisman Faiz Öncesi Kar (FAVÖK) ve Vergi Faiz Öncesi Kar (FVÖK) bulunmaktadır.

Değerlemesi yapılan işletmenin sürdürülebilir kazançlarını gözden geçirirken, dikkate alınacak olan faktörler arasında, işletmenin geçmiş performansının beklenen düzeyde gelecek işletme performansını yansıtması gerekmektedir. Bu gereklilik, özellikle gelişme durumunda veya işletme ortamında önemli değişiklikler yapıldığında veya ele alınan işletmenin dönemsel faaliyet gerçekleştirme durumunda da geçerlidir.

Şirket'in Ela Quality Resort Hotel tesislerini kiralamak suretiyle işletmesi nedeniyle, kiralamaksızın kendi maliki olduğu tesisi işleten aynı sektör şirketlerinden farklı olabileceğinden hareketle, mali rasyolar arasında bu farktan en az etkilenen Firma Değeri / FAVÖK karşılaştırmasının makul olacağı kanaatine varılmıştır.

Şirket'le aynı sektördeki Borsa İstanbul'da işlem gören MAALT,UTPYA ve TEKTU hisselerine ait 30 Eylül 2015 itibarıyla veriler aşağıdaki gibidir :



HİSSE	FİRMA DEĞERİ/ FAVÖK
MAALT	13,0
UTPYA	17,8
TEKTU	11,0
<b>Ortalama</b>	<b>13,9</b>

Buna göre sektör için ortalama değer olan 13,9 ile Şirket FAVÖK değerinin çarpımından US\$35.282.010 firma değeri bulunmaktadır. Bu aynı zamanda operasyonel varlıkların değeridir.

Buna göre:

<b>Operasyonel Varlıkların Değeri</b>	35.282.010
<b>Nakit Varlıklar</b>	7.557.891
<b>Mali Borçlar</b>	-14.875.090
<b>Ortaklara Borçlar</b>	-2.846.000
<b>Operasyonel Olmayan Varlıklar</b>	5.846.000
<b>Operasyonel Olmayan Borçlar</b>	-1.746.184
<b>Toplam Hisse Değeri</b>	<b>29.218.627</b>

Piyasa Çarpanları Metodu'na göre Şirket hisselerinin toplam değeri US\$ 29.218.627 olarak bulunmuştur.

### 7.3 Özvarlık Metodu

Özvarlık Metodu, şirket değerlendirmede kullanılan en basit metod olup, şirket değerini temsilen genelde diğer metodlardan daha küçük ve piyasa değerinden uzak değer vermektedir. Genel olarak sadece gayriaktif şirketler için uygulanmaktadır.

Özvarlık Metodu, şirketin değeri olarak tarihi değerlere sadık kalan muhasebe kayıtlarına göre tespit edilen aktiflerden yükümlülüklerin çıkarılması sonucu elde edilen şirket özvarlığını şirketin değeri olarak kabul etmektedir. Buna defter değeri de denmektedir.

Ancak, Şirket'in nisbeten yeni kurulmuş ve faal bir Şirket olması nedeniyle, özvarlıklarının defter değerinden yola çıkarak elde edilecek Özvarlık Değeri, veya piyasa rayicine göre değerlendirilmiş değerler üzerinden yola çıkarak elde edilecek Düzeltilmiş Özvarlık Değeri'nin, Şirket'in kar potansiyelini temsil etmeyeceğinden hareketle, bu metoda göre yapılacak değerlemede isabet görülmemiştir.

## 8. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Yapılan değerlemeler sonucunda, AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi hisselerinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

	Hisse Değeri	Ağırlık
Piyasa Çarpanları Yöntemi	US\$29.218.627	30%
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	US\$26.757.892	70%
<b>Nihai Hisse Değeri</b>	<b>US\$27.496.113</b>	

Yapılan değerlemeler sonucunda, AKTAY Otel İşletmeleri Anonim Şirketi toplam hisse değeri 30 Eylül 2015 itibariyle **27.496.113 Amerikan Doları** olarak hesaplanmıştır.